

# 跟踪评级公告

联合[2012] 1077 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<sup>+</sup>,评级展望为稳定,维持“10鲁商债”信用等级为AAA,维持“11鲁商CP001”信用等级为A-1,维持“11鲁商MTN1”和“12鲁商MTN1”信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一二年十二月五日



---

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 山东省商业集团有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定  
上次评级结果: AA<sup>+</sup> 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  | 2010/3/11-2017/3/10   | AAA             | AAA             |
| 11 鲁商 MTN1  | 8 亿元  | 2011/9/28-2014/9/28   | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> |
| 11 鲁商 CP001 | 15 亿元 | 2011/12/23-2012/12/23 | A-1             | A-1             |
| 12 鲁商 MTN1  | 15 亿元 | 2012/11/21-2017/11/21 | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> |

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 5 日

### 财务数据

| 项 目            | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 12 年 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|----------|
| 现金类资产(亿元)      | 41.04  | 46.47  | 50.95  | 59.31    |
| 资产总额(亿元)       | 180.05 | 247.67 | 343.31 | 386.07   |
| 所有者权益合计(亿元)    | 47.04  | 75.35  | 85.94  | 89.69    |
| 长期债务(亿元)       | 21.55  | 37.36  | 64.99  | 81.79    |
| 全部债务(亿元)       | 87.16  | 103.16 | 146.96 | 171.81   |
| 营业收入(亿元)       | 168.41 | 223.68 | 265.79 | 232.51   |
| 利润总额(亿元)       | 8.90   | 11.63  | 11.38  | 6.14     |
| EBITDA(亿元)     | 18.20  | 22.00  | 20.03  | --       |
| 经营性净现金流(亿元)    | 4.57   | 5.42   | 4.20   | 2.91     |
| 营业利润率(%)       | 20.28  | 21.60  | 20.60  | 18.66    |
| 净资产收益率(%)      | 13.44  | 13.91  | 10.90  | --       |
| 资产负债率(%)       | 73.87  | 69.58  | 74.97  | 76.77    |
| 全部债务资本化比率(%)   | 64.95  | 57.79  | 63.10  | 65.70    |
| 流动比率(%)        | 135.32 | 154.96 | 148.68 | 149.30   |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.79   | 4.69   | 7.34   | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 5.04   | 4.63   | 1.83   | --       |
| 经营现金流/负债比(%)   | 5.07   | 4.78   | 2.45   | --       |

注: 1. 2012 年三季度财务数据未经审计。

2. 公司 2009 年~2011 年发行的计入应付债券的短期融资券在指标计算中计入短期债务。

### 分析师

王珂田 甜

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”)零售业务规模持续扩大, 资产和收入规模较快增长, 盈利能力保持相对稳定水平。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“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、公司债务负担偏重以及未来投资规模较大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以及公司在区域零售行业中突出的市场地位, 加之房地产、医药、传媒、金融等业务板块的逐步发展, 公司收入和利润水平有望继续保持稳定增长, 从而支撑公司整体竞争实力和抗风险能力。

跟踪期内, “10鲁商债”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。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>, 评级展望为稳定, 维持“10鲁商债”信用等级为 AAA, 维持“11鲁商CP001”信用等级为 A-1, 维持“11鲁商MTN1”和“12鲁商MTN1”信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 优势

1. 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。
2. 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。
3. 公司于2012年4月成立财务公司, 有助于进一步提高公司整体资金管理和使用效率。

#### 关注

1. 外资零售企业扩张以及国内企业网点拓展导致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. 跟踪期内，公司存货规模受房地产项目开发影响增长较快，在流动资产中占比较高。
4. 公司债务负担相对较重，未来随着投资规模的进一步扩大，存在一定的对外融资压力。

## 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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

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（以下简称“山东省国资委”）全资控股的大型国有独资企业，山东省人民政府为公司实际控制人。2011年12月，根据《关于修改〈山东省商业集团有限公司章程〉的批复》（鲁国资规划函【2011】170号和鲁国资规划函【2011】180号）文件，山东省国资委国有资本经营预算支出为公司增资4.2亿元。上述增资款已于2011年全部到位，并经山东中大会计师事务所有限公司于2011年12月出具的中大会验字【2011】160号和中大会验字【2011】175号验资报告审验。截至2012年9月底，公司注册资本为人民币12.2亿元。

目前公司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2012年9月底，公司拥有在职员工37813人。

截至2011年底，公司合并资产总额343.31亿元，所有者权益合计85.94亿元（含少数股东权益42.14亿元）；2011年公司实现营业收入265.79亿元，利润总额11.38亿元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额

386.07亿元，所有者权益合计89.69亿元（含少数股东权益43.67亿元）；2012年1~9月，公司实现营业收入232.51亿元，利润总额6.14亿元。

公司注册地址：山东省济南市山师东路4号；法定代表人：季绪绮。

## 三、宏观经济和政策环境

### 1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012年1~9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1~9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1~8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1~9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1~8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

## 2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~9 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至 2012 年 9 月末，广义货币供应量（M2）94.37 万亿元，同比增 14.8%，增速分

别比上月末和上年同期上升 1.3 和 1.8 个百分点；狭义货币供应量（M1）28.68 万亿元，同比增长 7.30%，增速分别比上月末提高 2.8 个百分点。从信贷规模来看，9 月份人民币贷款余额 6232 亿元，同比多增 364 亿元，其中新增中长期贷款 2868 亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的 17%上升至 20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

## 四、行业及区域经济环境

### 1. 行业状况

目前公司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。

#### 零售业

2011 年以来，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《2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年社会消费品零售总额 183919 亿元，比上年增长 17.1%，扣除价格因素，实际增长 11.6%。按经营地统计，城镇消费品零售额 159552 亿元，增长 17.2%；乡村消费品零售额 24367 亿元，增长 16.7%。按消费形态统计，商

品零售额163284亿元，增长17.2%；餐饮收入额20635亿元，增长16.9%。在限额以上企业商品零售额中，汽车类零售额比上年增长14.6%，粮油类增长29.1%，肉禽蛋类增长27.6%，服装类增长25.1%，日用品类增长24.1%，文化办公用品类增长27.6%，通讯器材类增长27.5%，化妆品类增长18.7%，金银珠宝类增长42.1%，中西药品类增长21.5%，家用电器和音像器材类增长21.6%，家具类增长32.8%，建筑及装潢材料类增长30.1%。

目前连锁经营成为零售行业发展的主导模式。2012年5月7日，中国连锁经营协会正式对外发布“2011中国连锁百强名单”。调查显示，2011年，连锁百强销售规模达到1.65万亿元，同比下降0.60%。连锁行业发展呈现下列特征：连锁行业各个业态（特别是超市和百货）都在寻求差异化发展；来源于成本上升和销售增幅减缓的压力明显提高；高端超市、便利店、专卖店、网络零售、购物中心、三四线市场等成为发展热点。目前连锁行业处于一个重要的转变时期，转变主要由于城镇化步伐加快、消费者年龄结构变化逐渐成为消费重要力量、中产阶层数量的扩大等消费者领域变化带来的。

随着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。2011年，百强中的21家外资品牌实现销售规模3036.78亿元，同比增长17.1%；门店总数6836个，同比增长15%。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。

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。

### 生物制药业

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。2011年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势，实现产值15707亿元，同比增长28.5%。2012年一季度医药产业保持平稳增长态势，完成产值3840.3亿元，同比增长22.7%。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。

2012年1月19日，工业和信息化部发布《医药工业“十二五”发展规划》，其核心目标之一就是建立健全以企业为主体的技术创新体系。该《规划》号召大型制药企业将研发费用占营业收入比例增至5%以上，并计划在“十二五”期间引导企业自行研制30种专利药，改进30种仿制药并改良200种畅销化合物。能够通过研发创新获取政策和资金支持的医药企业，才能在竞争中占据优势。2012年1月20日，

国务院发布的《国家药品安全“十二五”规划》全面提高中国药品标准，强调企业在药品的研发、生产、流通、使用等各个环节进行全程化管理。规划的落实有望大幅提高行业集中度，强化新版 GMP 的地位；资质差、生产水平低、生产技术落后的企业将面临淘汰或重组，资源进一步向具有实力的制药企业集中。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。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。

### 房地产业

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2011 年以来房地产行业仍呈增长态势，但由于受到国家宏观调控影响，增速有所放缓。根据国家统计局数据显示，2011 年全国共完成房地产开发投资 61740 亿元，比 2010 年增长 27.9%，增速下降 5.3 个百分点。2012 年房地产开发投资增速延续下降趋势，2012 年 1~9 月，全国房地产开发投资 51046 亿元，同比名义增长 15.4%，较上年同期 32.0% 的增速大幅回落。房地产行业是受政策影响波动较大的行业。

从商品房销售价格看，进入 2011 以年，受房地产调控政策进一步升级及货币政策仍然维持紧缩政策取向等多种因素综合影响，房地产市场呈下行趋势，9 月份，调控效果在限购城市进一步显现，百城住宅均价出现近一年来的首次下跌，9 月~11 月一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是东部沿海的上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，主流品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。2012 年上半年房地产价格在国家强力调控下，呈持续呈现下降态势。

根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，百城住宅均价自 2011 年 9 月开始下跌，下跌态势持续 9 个月后于 2012 年 6 月首次止跌。自 6 月起，百城住宅均价连续 4 个月环比上涨，但涨幅有所收窄。其中 2012 年 9 月百城住宅均价为 8753 元/平方米，环比上涨 0.17%，涨幅较 8 月下降 0.07 个百分点。与去年同期相比，9 月百城住宅均价连续第 6 个月下跌，跌幅为 1.40%。

从土地市场供求情况看，2011 年住房用地市场运行保持了较为平稳的状况。据国土资源部数据显示，截至 2011 年 12 月底，全国未竣工房地产项目用地约为前三年房地产用地平均供应量的 3.4 倍，未竣工土地总体能够满足持续开发需要。市场上地价涨幅回落，土地市场趋于理性。2011 年第 4 季度，全国主要监测城市各用途平均地价增速持续放缓，商业、住宅、工业地价环比增速连续三个季度回调，同比增速连续两个季度回调；第 4 季度，住宅平均地价环比增幅已跌落至 0，环比负增长的城市由上一季度的 12 个增加到 37 个。2012 年延续了上年末土地市场降温趋势。2012 年 1~9 月房地产开发企业土地购置面积 26033 万平方米，同比下降 19.8%。

从商品房市场供求情况看，商品房供给增幅放缓，销售量进一步回落。2011 年全国房地产开发企业房屋施工面积 50.80 亿平方米，比上年增长 25.3%；房屋新开工面积 19.01 亿平方米，增长 16.2%；虽房屋施工面积进一步增长，但房屋建筑竣工率（竣工面积/施工面积）却由 2010 年的 18.7% 下降至 2011 年的 17.6%，下降了 1.1 个百分点，商品房供给增幅放缓。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积 10.99 亿平方米，比上年增长 4.9%，增幅回落 5.2 个百分点；商品房销售额 5.91 万亿元，增长 12.14%，增幅回落 6.72 个百分点。2012 年以来房屋供给增速延续放缓趋势，2012 年 1~9 月份，房地产开发企业房屋施工面积 525377 万平方米，同比增长 14.0%，增速比 1~6 月份回落 3.2 个百分点；房屋新开工面积 135014 万平方

米,同比下降8.6%,降幅比1~6月份扩大1.5个百分点;房屋竣工面积50567万平方米,增长16.4%,增速回落4.3个百分点;销售方面,2012年1~9月份,商品房销售面积68441万平方米,同比下降4.0%,降幅比1~6月份缩小6.0个百分点;商品房销售额40354亿元,增长2.7%,涨幅扩大7.8个百分点。

从行业政策来看,2011年上半年,为进一步巩固和扩大调控成果,中央及地方政府针对商品房和保障房双管齐下,调控政策继续升级和深化。为进一步抑制商品房需求,行政、经济手段并用:近40个城市实施限购,600多个城市出台房价控制目标;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%;住房转让营业税调整;货币政策持续收紧,信贷政策更加严厉。为确保1000万套保障房建设落实到位,土地、资金、制度多管齐下:保障房用地单列;加大保障房建设财政投入,鼓励多渠道筹集资金;保障房建设实行责任制,建设信息公开。土地政策继续调整完善:坚持和完善土地出让招拍挂制度,确保保障房用地供给,商品房用地供应计划也有明显增长。2011年三季度以来,在宏观经济企稳的环境下,房地产政策从紧的政策取向仍未改变,2011年7月12日,国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议,会议要求,要继续严格实施差别化住房信贷、税收政策和住房限购措施,遏制投机投资性购房,合理引导住房需求。已实施住房限购措施的城市要继续严格执行相关政策,房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。至此,限购令开始在全国实施。进入2012年,国务院温家宝总理在十一届全国人大五次会议上明确指出:“严格执行并逐步完善抑制投机、投资性需求的政策措施,进一步巩固调控成果,促进房价合理回归”,并在全国“两会”结束后举行的新闻发布会上强调房地产调控不能放松。2012年7月1日,李克强副总理在全国保障性安居工程工作会议上强调继续推进保障性安居工程建设,在商品住房市场强调“增

加供应、抑制投机投资性需求、稳定调控政策”等,为下半年乃至未来一段时间的房地产调控政策指明了方向。

总体看,房地产行业与国民经济联系极为密切,受国家宏观政策和经济周期影响大,中国房地产行业在经历了快速发展后进入目前调整阶段,目前国家宏观调控政策日趋严厉且短期内不会放松,保障房的大力推进有助于增加市场供给,房价上涨和销售量增速均回落并逐渐回归理性。

## 2. 区域经济环境

据山东省统计局公布的《2011年山东省国民经济和社会发展统计公报》,2011年山东省实现生产总值(GDP)45429.2亿元,同比增长10.9%,第三产业增加值17418.0亿元,同比增长11.3%。城乡居民收入保持较好增势,2011年山东省城镇居民人均可支配收入22792元,同比增长14.3%;农民人均纯收入8342元,同比增长19.3%。

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。2011年山东省社会消费品零售总额16675.9亿元,同比增长17.3%。市场规模化程度进一步提高,限额以上批发和零售业、住宿和餐饮业企业22326家,同比增长3149家;实现零售额8860.9亿元,同比增长28.7%,占零售总额的53.1%,比重较2010年提高6.6个百分点。城乡市场稳步发展,城镇消费品零售额13175.3亿元,同比增长17.9%;乡村消费品零售额3500.6亿元,同比增长15.2%,城乡市场销售增幅差距较2010年缩小1.6个百分点。餐饮收入1932.2亿元,同比增长18.9%;商品零售14743.7亿元,同比增长17.1%。热点商品持续旺销,在限额以上批发和零售企业中,金银珠宝类零售额161.3亿元,同比增长42.0%;家具类零售额303.6亿元,同比增长37.1%;建筑及装潢材料类零售额223.5亿元,同比增长33.6%;汽车类零售额1853.8亿元,同比增长23.4%。家电下乡和以旧换新政策成效显著。销

售家电下乡产品1507.1万台，同比增长 97.0%；实现销售额405.1亿元，同比增长1.3倍。销售家电以旧换新产品704.0万台，同比增长60.9%；实现销售额266.1亿元，同比增长61.7%。

从山东省内零售市场竞争格局看，目前已有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等国内大型零售企业以及美国沃尔玛、法国家乐福、新加坡百盛等十多家外商零售企业存在，业态包括大型综合超市、购物中心、专业连锁店等多种形式。2011年公司下属的银座商城以307亿元的销售规模继续保持山东省内最大零售企业地位。

总体来看，作为东部沿海地区的经济大省，山东省经济规模较大，增长速度快，居民消费能力强，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。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

公司是1992年底由原山东省商业厅整体改制组建，为山东国资委全资控股的大型国有独资企业，山东省人民政府为公司实际控制人。

### 2. 企业规模

公司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，以生物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，资产总额逾三百亿元的大型企业集团。

零售业方面，公司目前是山东省最大的零售企业，以“银座”品牌为代表的现代零售业是公司的核心主业。截至2012年9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103家百货超市复合门店、174家连锁超市、9家家居专营店、33家家电专营店、3家购物中心和10家汽车专营店（7家4S店和3家城市展厅），经营面积近383.95万

平方米。2010年和2011年公司下属的山东银座商城股份有限公司（以下简称“银座商城”）连续两年位列中国连锁经营100强第12名。

生物制药方面，公司下属的山东福瑞达医药集团公司（以下简称“福瑞达医药”）是集科、工、贸于一体的大型医药企业，拥有13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保持在20%以上；骨科主导产品“施沛特”注射液在国内市场占有超过70%。截至2011年底，福瑞达医药资产总额10.29亿元，所有者权益4.24亿元；2011年实现营业收入9.73亿元，净利润1.06亿元。

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”，公司持股50.33%）。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。截至2012年9月底，鲁商置业累计开发规模超过800万平方米，拥有157.66万平方米的土地储备。截至2011年底，鲁商置业资产总额176.34亿元，所有者权益14.03亿元；2011年实现营业收入23.82亿元，净利润2.30亿元。

2012年4月28日，公司全资控股的山东省商业集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）正式挂牌成立。财务公司系公司收购原中国航天科工集团下属的三江航天集团财务有限公司100%股权后经重组成立，注册资本3亿元。上述重组事宜已经中国银监会于2012年3月22日出具的《中国银监会关于三江航天集团财务有限责任公司重组后续变更事项的批复》（银监复【2012】138号）和山东省国资委2010年12月20日出具的《关于山东省商业集团

有限公司收购三江航天集团财务有限责任公司的批复》（鲁国资规划函【2010】197号）批准。财务公司经中国银监会批准的业务范围包括经营十大本外币业务，其中包括对成员企业办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的支付；经批准的保险代理业务；对成员单位提供担保；办理成员单位之间的委托贷款；吸收成员单位存款等。公司计划将财务公司打造为集团内部的融资中心、结算中心和资源配置中心，通过盘活闲散资金，加速资金周转，提高融资效率和支持战略业务，实现财务部门的价值创造功能。联合资信认为，财务公司的成立有利于公司加强资金集中管理，积极培育金融业务，使之成为未来公司新的利润增长点。

2011年8月29日，公司控股的山东（鲁商）一卡通科技有限公司（公司持股比例41.67%）获得中国人民银行签发的、山东省内首张《中华人民共和国支付业务许可证》，业务类型为：预付卡发行与受理、业务覆盖范围为山东省。

《中华人民共和国支付业务许可证》又被业界称为“第三方支付牌照”。该牌照的获得是公司第三方支付业务发展的重要基础和保障。联合资信认为，第三方支付业务的发展有助于公司规避单体企业市场经营风险，实现各业务板块资源共享，提高集约化程度和资源利用度。截至2011年底，一卡通公司资产总额24.76亿元，所有者权益3.58亿元；2011年实现营业收入795.83万元，净利润为886.06万元。

## 六、管理分析

公司已建立较为完善的法人治理结构，管理体制合理，内部制度健全，运作较为规范。跟踪期内，公司治理结构、管理体制、管理制度以及主要领导人等方面无重大变化。

## 七、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。跟踪期内，在核心的商业零售板块的带动下，公司营业收入规模保持较高增速，其中2011年公司实现营业收入265.79亿元，同比增长18.82%。

从收入构成来看，公司零售业是公司最主要的收入来源，2011年实现零售业营业收入218.93亿元，占营业收入比重为82.37%；生物制药业务实现营业收入10.35亿元，同比增长40.05%；2011年房地产业务实现营业收入23.82亿元，同比下降21.07%。跟踪期内，随着公司对非主业资产的整合，其他业务收入规模有所波动，2011年占营业收入比重为4.77%，同比大幅上升，主要由于鲁商物产有限公司2011年度营业收入大幅增长所致。

从业务毛利率来看，2011年公司整体业务毛利率为22.22%，同比下降0.95个百分点，主要由于房地产和生物制药业务毛利率下降所致。分板块来看，2011年，零售业务毛利率为18.64%，对公司整体毛利润的贡献率为69.11%，是公司主要的利润来源；生物制药业务毛利率为63.19%，同比下降13.94个百分点，主要由于一方面医药改革深入加剧了行业竞争，另一方面公司重点推广的“颈痛片”、“咪必克”等新产品利润相对较低；受宏观经济调控和自身开发进度等因素影响，公司房地产业务毛利率为27.16%，同比下降6.70个百分点。

2012年1~9月，公司实现营业收入232.51亿元，为2011年全年的87.48%；其中零售业务收入占比上升至87.65%，毛利率为17.08%，较2011年略有下滑；制药业务收入占3.54%，毛利率较2011年有所上升，为67.20%；房地产业务收入占比降至3.05%，主要由于部分预售项目尚

未确认收入，毛利率为35.15%；其他业务收入占5.76%，毛利率降至25.35%，主要是由于公司教育产业主要集中在下半年收费所致。

总体看，跟踪期内，在核心板块零售业快速发展的带动下，公司营业收入保持持续较快

增长，整体毛利率水平较为稳定。房地产和生物制药业务受宏观政策调控、医药行业竞争加剧以及产品结构调整等因素影响，毛利率呈现波动趋势，但总体仍保持较高水平。

表1 2010~2012年9月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

|       | 营业收入（亿元） |        |           | 毛利率（%） |       |           |
|-------|----------|--------|-----------|--------|-------|-----------|
|       | 2010年    | 2011年  | 2012年1~9月 | 2010年  | 2011年 | 2012年1~9月 |
| 零售业   | 181.18   | 218.93 | 203.80    | 18.40  | 18.64 | 17.08     |
| 生物制药业 | 7.39     | 10.35  | 8.22      | 77.13  | 63.19 | 67.20     |
| 房地产业  | 30.18    | 23.82  | 7.09      | 33.86  | 27.16 | 35.15     |
| 其他    | 4.93     | 12.69  | 13.40     | 52.33  | 41.13 | 25.35     |
| 合计    | 223.68   | 265.79 | 232.51    | 23.17  | 22.22 | 19.88     |

资料来源：公司审计报告

## 2. 商业零售

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，通过连锁经营模式，积极实施扩张战略，不断延伸经营网络，门店数量不短拓展，零售业务保持了快速增长的态势。2011年公司零售业实现收入218.93亿元，同比增长20.84%。2012年1~9月，公司零售业实现收入203.80亿元，占2011年全年的87.48%。

在网点拓展方面，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。在山东省内，公司零售业在网点布局上已经取得了相对竞争优势。另外，截至2012年9月底，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。

2011年公司新开百货超市复合店13家、连锁超市22家、家电和家居店15家、购物中心1家。截至2012年9月底，公司拥有103家百货超市复合门店、174家连锁超市、9家家居专营店、33家家电专营店、10家汽车专营店（7家4S店和

3家城市展厅），经营面积383.95万平方米。

表2 2011年~2012年9月公司零售业店面经营情况  
（单位：家、万平方米）

| 店面种类    | 2011年 |        | 2012年9月 |        |
|---------|-------|--------|---------|--------|
|         | 店面数   | 经营面积   | 店面数     | 经营面积   |
| 百货超市复合店 | 93    | 228.99 | 103     | 257.96 |
| 超市      | 164   | 6.62   | 174     | 6.76   |
| 家居店     | 12    | 72.00  | 9       | 73.70  |
| 家电店     | 33    | 5.75   | 33      | 6.30   |
| 购物中心    | 3     | 36.10  | 3       | 36.10  |
| 汽车      | 7     | 2.13   | 10      | 3.13   |

资料来源：公司提供

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3。

表3 公司零售业主要经营网点销售情况

| 商城名称     | 经营面积<br>（万平方米） | 开店时间 | 物业权属 | 经营方式  | 销售额（万元）   |           |           |
|----------|----------------|------|------|-------|-----------|-----------|-----------|
|          |                |      |      |       | 2010年     | 2011年     | 2012年1~9月 |
| 山东银座商城   | 4.20           | 1996 | 自有   | 百货    | 230914.84 | 306989.68 | 225636.89 |
| 济南银座购物广场 | 2.27           | 1999 | 租赁   | 百货+超市 | 98878.28  | 95386.42  | 68331.66  |
| 济南银座商城   | 1.37           | 2002 | 租赁   | 百货    | 40549.62  | 41665.84  | 27468.05  |
| 东营银座购物广场 | 3.81           | 2003 | 自有   | 百货+超市 | 59887.96  | 67257.32  | 53207.57  |

| 商城名称   | 经营面积<br>(万平方米) | 开店时间 | 物业权属 | 经营方式  | 销售额(万元)   |           |           |
|--------|----------------|------|------|-------|-----------|-----------|-----------|
|        |                |      |      |       | 2010年     | 2011年     | 2012年1~9月 |
| 泰安银座商城 | 3.19           | 2001 | 自有   | 百货+超市 | 58305.28  | 63114.40  | 47847.72  |
| 淄博银座商城 | 3.14           | 2003 | 自有   | 百货+超市 | 65155.02  | 80153.42  | 62802.98  |
| 合计     | 17.98          | --   | --   | --    | 553691.00 | 654567.08 | 485294.87 |

资料来源：公司提供

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。

截至2012年9月底，公司商业地产主要在建工程为银座三期、临沂银座中心、青岛银座中心、青岛李沧银座广场和济南经一路项目。上

述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。上述项目总投资60.50亿元，截至2012年9月底已完成投资36.18亿元，2012~2014年4月仍需投入24.32亿元。

总体看，未来公司将通过进一步开拓门店、扩大经营规模的方式保持零售业快速发展，存在一定资本支出压力。

表4 截至2012年9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<br>(万平方米) | 建设期间            | 工程<br>进度 | 总投资<br>(亿元) | 累计完成投资 | 资金来源            |
|----------|----------------|-----------------|----------|-------------|--------|-----------------|
| 银座三期     | 0.67           | 2011.6-2012.11  | 90%      | 6.00        | 5.40   | 自有              |
| 临沂银座中心   | 4.00           | 2009.10-2013.12 | 57%      | 12.00       | 6.85   | 银行贷款3.85亿元，其他自筹 |
| 青岛银座中心   | 1.53           | 2011.03-2013.10 | 60%      | 16.00       | 10.12  | 开发贷6亿元，其他自筹     |
| 青岛李沧银座广场 | 2.69           | 2011.01-2013.10 | 35%      | 21.00       | 11.5   | 开发贷9亿元，其他自筹     |
| 济南经一路项目  | 3.23           | 2012.02-2014.04 | 10%      | 5.50        | 2.31   | 开发贷3亿元，其他自筹     |

资料来源：公司提供

### 3. 生物制药

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，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。近年来，在“颈痛片”、“咪必克”等新产品大力推广基础上，公司生物制药板块呈现快速发展趋势，2011年实现收入10.35亿元，同比增长40.05%，其中医药生产收入占70%以上（主要包括润舒、润洁、颈痛片等产品）。2012年1~9月，生物制药板块实现收入8.22亿元，占2011年全年的79.42%。

跟踪期内，公司眼科产品“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。

公司在医药产品开发过程中不断提升创新水平，并取得了一系列创新研究成果。截止2012年9月底，公司开展的各类在研课题项目100项，已完成90项。近三年申请国家专利106项，获得发明专利授权50项；完成山东省重点科技攻关项目60个；荣获山东省科技进步二等奖30项。截止2012年9月底，公司研发的产品获得52个新药证书，16个临床批件。2011年和2012年1~9月，公司生物制药板块的研发费用分别为1.10亿元和0.90亿元，约占当期生物制药板块收入的10.63%和10.95%。

未来，公司将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。

#### 4. 房地产业

公司房地产业务的经营主体为子公司鲁商置业，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5 近年来公司房地产业务经营情况

(单位：万平方米)

| 项 目  | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 212 年<br>1~9 月 |
|------|--------|--------|--------|----------------|
| 开工面积 | 54.00  | 134.36 | 177.00 | 76.63          |
| 竣工面积 | 57.00  | 63.42  | 69.90  | 17.55          |
| 销售面积 | 40.00  | 53.35  | 87.80  | 53.90          |

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。上述项目规划建筑面积 165.50 万平方米，总投资额 116.7 亿元，截至 2012 年 9 月底，已完成投资 71.44 亿元，未来三年仍需投入 31.56 亿元。

表6 截至2012年9月底鲁商城市广场主要项目情况 (单位：亿元、万平方米)

| 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)                                                                                               |
|-----------|----------|--------|--------|--------|---------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 济南鲁商广场项目  | 商业+办公    | 10.00  | 12.40  | 12.40  | --      | 2008.08-2010.10 | 竣工、100%销售(五证齐全)                                                                                        |
| 泰安银座城市广场  | 住宅+商业    | 12.00  | 3.00   | 3.00   | --      | 2008.02-2009.09 | 竣工、100%销售(五证齐全)                                                                                        |
| 济南银座晶都国际  | 商业+办公    | 15.00  | 7.30   | 7.30   | --      | 2003.11-2008.12 | 竣工、100%销售(五证齐全)                                                                                        |
| 济南鲁商国奥城项目 | 办公+商业+公寓 | 43.00  | 19.00  | 12.50  | 6.50    | 2008.07-2015.12 | 1#楼竣工，销售 100%(五证齐全)；2#、6#楼竣工交付预售 99.7%(五证齐全)；3#、4#、5#楼开始施工，其中 3#施工至地上 26 层(五证齐全)，预售 35%；4、5#桩基施工(四证齐全) |
| 东营银座城市广场  | 商业       | 11.00  | 5.00   | 3.40   | 1.60    | 2004.11-2013.12 | 一、二期竣工，销售 90%(五证齐全)；三期在建预售 65%(五证齐全)                                                                   |
| 青岛鲁商中心燕儿岛 | 住宅+商业    | 74.50  | 70.00  | 32.84  | 23.46   | 2010.04-2015.04 | 一期(住宅)正在精装扫尾，销售 97%(五证齐全)，预计 11 月底交付；二期 5、6、7、8、9 号楼均已封顶，正在进行内外装施工，预售 80%                              |
| 合计        | --       | 165.50 | 116.70 | 71.44  | 31.56   | --              | --                                                                                                     |

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、青岛即墨动感世代、青岛鲁商蓝

岸国际、临沂鲁商凤凰城项目、济宁鲁商南池公馆、哈尔滨鲁商松江新城以及菏泽鲁商凤凰城等项目。上述项目规划建筑面积542.34万平方米，计划总投资228.42亿元，截至2012年9月底已完成投资136.94亿元，未来仍需投入75.59

亿元。

表7 截至2012年9月底鲁商花园住宅主要项目情况（单位：亿元、万平方米）

| 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）                                                                                        |
|-----------|-------|--------|--------|--------|---------|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 鲁商常春藤     | 住宅    | 103.07 | 34.80  | 26.50  | 8.30    | 2007.03-2014    | 一、二期已交房；三期已售完（五证齐全）；四期在售，预售比例 85%（五证齐全）                                                         |
| 青岛即墨动感世代  | 住宅    | 28.43  | 9.60   | 9.50   | 0.10    | 2003.12-2012.05 | 一期竣工交房，销售 100%（五证齐全）；二期竣工交房，销售 99%（五证齐全），三期封顶初步验收，销售 99%                                        |
| 青岛鲁商蓝岸国际  | 住宅    | 35.00  | 16.02  | 14.31  | 1.71    | 2008.09-2013.04 | 一期竣工交房销售 100%（五证齐全）；二期主体封顶在售，销售 5、7 号楼 95%，6 号楼销售 50%，8 号楼未售，总体销售 67%（五证齐全）；三期内外装饰团购 100%（四证齐全） |
| 临沂鲁商凤凰城项目 | 住宅+商业 | 15.84  | 28.00  | 26.00  | 2.00    | 2007-2014       | 一期竣工交房，销售 100%（五证齐全）；二期商业交房，高层预售率为 95%以上（五证齐全）；三期高层封顶，预售 85%以上                                  |
| 济宁鲁商南池公馆  | 住宅+商业 | 45.00  | 23.00  | 12.00  | 11.00   | 2011-2014       | 一期洋房加高层正在交房验收，预售 90%（五证齐全）；二期洋房封顶，高层局部封顶，预售 30%                                                 |
| 哈尔滨鲁商松江新城 | 住宅+商业 | 215.00 | 100.00 | 40.67  | 32.48   | 2011-2017       | 一期洋房及高层封顶（五证齐全），预售 30%                                                                          |
| 菏泽鲁商凤凰城   | 住宅+商业 | 100.00 | 40.00  | 7.96   | 20.00   | 2011.12-2017.6  | 一期 6 栋高层在建（五证齐全），预售 40%                                                                         |
| 合计        | --    | 542.34 | 228.42 | 136.94 | 75.59   | --              | --                                                                                              |

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。现主要开发济南鲁

商御龙湾、青岛即墨一山一墅、北京顺义蓝岸丽舍项目以及重庆云山原筑等项目。上述项目规划建筑面积39.07万平方米、计划投资总额33.50亿元，截至2012年9月底以完成投资27.90亿元，未来仍需投入5.60亿元。

表8 截至2012年9月底鲁商生态别墅项目情况（单位：亿元、万平方米）

| 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）                                                                               |
|------------|----|--------|-------|--------|---------|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 济南鲁商御龙湾    | 别墅 | 16.18  | 13.20 | 9.00   | 4.20    | 2009.2-2014     | 一期已交房（五证齐全），销售率 100%；二期预售 95%以上（五证齐全）；三期主体封顶，开始内外装饰预售 40%（五证齐全）；四期施工准备阶段               |
| 青岛即墨一山一墅   | 别墅 | 9.61   | 4.80  | 4.50   | 0.30    | 2008.09-2013.04 | 一期竣工交房，销售 100%（五证齐全）；二销售 90%（五证齐全）                                                     |
| 北京顺义蓝岸丽舍项目 | 别墅 | 5.78   | 13.00 | 12.00  | 1.00    | 2008.09-2013.04 | 一期竣工交房，销售 100%（五证齐全）；二期竣工交房，销售 98%以上、三期主体封顶销售率 85%，四期一组团 8 栋洋房销售 55%（四证齐全），二组团 6 栋洋房封顶 |
| 重庆云山原筑     | 别墅 | 7.50   | 2.50  | 2.40   | 0.10    | 2008.11-2012.12 | A 区 1、2 组团已交房（五证齐全）销售率 100%；A 区 3 组团现房售罄，温泉组团在建，框架施工完成未售；B 区开工在建，主体封顶，销售 60%           |
| 合计         | -- | 39.07  | 33.50 | 27.90  | 5.60    | --              | --                                                                                     |

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2012年9月底，公司拥有土地储备157.66万平方米，其中商业地产项目占地39.55万平方米。公司土地储备主要集中在山东省内、哈尔滨和锦州，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10.00万平方米土地。

总体来看，未来3年，公司地产业务板块仍将保持较快发展，三大系列产品仍需投资规模预计在112.75亿元左右，在一定程度上加大公司资金支出压力。

表9 截至2012年9月底公司土地储备情况

| 土地储备项目    | 开发类型     | 土地面积<br>(万 m <sup>2</sup> ) | 其中：商业地<br>产项目占地面<br>积 (万 m <sup>2</sup> ) | 未开发建筑<br>面积<br>(万 m <sup>2</sup> ) | 取得<br>方式 | 土地成本<br>(亿元)  | 取得时间    |
|-----------|----------|-----------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------|----------|---------------|---------|
| 青岛燕儿岛     | 城市综合体    | 12.22                       | 5.50                                      | 56.30                              | 挂牌       | 50.85         | 2009.03 |
| 青岛午山项目    | 住宅+商业    | 48.00                       | 8.90                                      | 71.20                              | 挂牌       | 50.00         | 2011.01 |
| 哈尔滨项目     | 住宅+商业    | 73.86                       | 20.00                                     | 215.00                             | 挂牌       | 45.67         | 2010.11 |
| 锦州·鲁商锦麟湾  | 住宅       | 10.00                       | --                                        | 10.00                              | 挂牌       | 1.12          | 2010.12 |
| 菏泽鲁商凤凰城   | 住宅+商业+酒店 | 13.58                       | 5.15                                      | 74.80                              | 挂牌       | 3.49          | 2011.7  |
| <b>合计</b> |          | <b>157.66</b>               | <b>39.55</b>                              | <b>427.30</b>                      | --       | <b>151.13</b> | --      |

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。

## 八、财务分析

公司提供的2011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，并出具了标准无保留意见的审计结论。2012年三季度财务数据未经审计。

截至2011年底，纳入公司合并报表范围内的子公司13家、事业单位9家；合并报表范围较2010年新增鲁商物产有限公司、三江航天集团

财务有限公司（2012年4月更名为山东商业集团财务有限公司）、山东鲁商学院和山东鲁商物流科技有限公司等4家子公司；减少1家子公司济南银座奥森热电有限公司，合并范围变化对财务数据影响不大。

截至2011年底，公司合并资产总额343.31亿元，所有者权益合计85.94亿元（含少数股东权益42.14亿元）；2011年公司实现营业收入265.79亿元，利润总额11.38亿元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额386.07亿元，所有者权益合计89.69亿元（含少数股东权益43.67亿元）；2012年1~9月，公司实现营业收入232.51亿元，利润总额6.14亿元。

### 1. 盈利能力

2011年公司实现营业收入265.79亿元，同比增长18.82%，主要来自商业零售收入的增长；同期，公司营业成本为206.74亿元，同比增长20.30%，增速略高于营业收入的增长。2011年，

公司营业利润率为20.60%，同比下降1.00个百分点。

2011年，公司三项费用占营业收入的比重为16.65%，同比下降0.21个百分点；其中销售费用和管理费用占比较大。公司期间费用控制能力一般。

2011年公司实现投资收益0.32亿元，同比大幅下降，主要由于对联营企业和合营企业的投资收益同比减少所致。2011年公司实现营业收入1.49亿元，主要由政府补助（0.53亿元）和非流动资产处置利得构成。

2011年，公司实现利润总额11.38亿元，同比略有下降。2011年公司净资产收益率和总资产收益率分别为10.90%和5.85%，较上年分别下降3.01和2.63个百分点。

2012年1~9月，公司实现营业收入232.51亿元，利润总额6.14亿元，分别为2011年全年的87.48%和53.97%；营业利润率较2011年有所下滑，为18.66%，主要由于利润率较高的生物制药业务存在季节性因素以及房地产业务尚未确认收入。

总体看，跟踪期内，公司经营规模的不断扩大，营业收入和利润规模不断增长，公司整体盈利能力较强。

## 2. 现金流及保障

经营活动方面，2011年，公司经营活动产生的现金流入量747.90亿元，同比增长116.49%，其中销售商品、提供劳务收到现金335.00亿元，同比增长44.04%；同期，公司经营活动现金流出量为743.70亿元，同比增长118.71%；近年来，由于公司零售业店面扩张以及房地产项目开发规模增长较快，每年有大量的保证金缴付和收回，相应的其他与经营活动有关的现金流入和流出金额较大且增加较快，2011年分别为412.86亿元和392.23亿元。2011年公司经营活动的现金流量净额4.20亿元。从收入实现质量看，2011年公司现金收入比率为126.04%，较上年同期增长22.07个百分

点，现金回收质量较好。

投资活动现金流方面，随着零售门店数量和规模不断扩张，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，2011年为11.41亿元，投资活动现金流出量为31.19亿元；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保持净流出状态，2011年为6.95亿元。2011年公司收到和支付其他与投资活动有关的现金主要是对下属子公司增资款项未合并抵消。

2011年公司筹资活动前现金流量净额为-2.75亿元，经营活动产生的现金流量净额不能满足投资支出。2011年，公司对外筹资规模显著上升，产生的现金流量净额为7.52亿元，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、中期票据等债务融资以及下属上市公司银座股份定向股权融资。2011年收到其他与筹资活动有关的现金45.67亿元主要是从非银行金融机构筹资借款；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。

2012年1~9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2.91亿元、-4.88亿元和9.80亿元。

总体看，跟踪期内，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，但公司零售业拓展店面以及房地产项目的投资规模较大，公司对外部融资依赖性较大。

## 3. 资本及债务结构

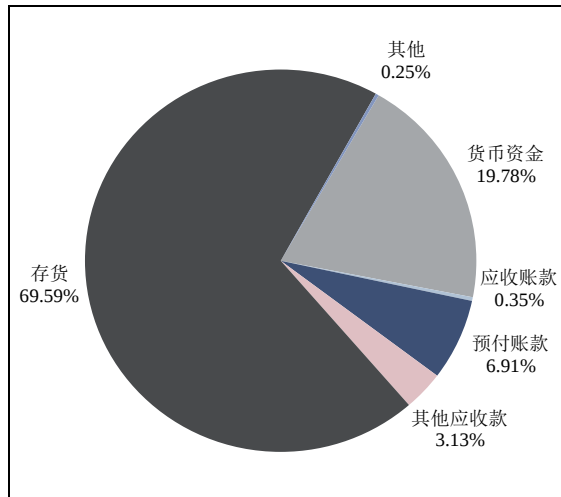
### 资产质量

截至2011年底，公司资产总额343.31亿元，同比增长38.62%，主要来源于货币资金、存货和固定资产的增长。资产构成中流动资产占74.10%，非流动资产占25.90%，公司资产以流动资产为主，符合公司所处行业特点。

截至2011年底，公司流动资产合计254.38亿元，同比增长44.66%，主要来自货币资金和

存货的较快增长。流动资产构成中，主要以货币资金、预付账款和存货为主。

图1 2011年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2011 年底，公司货币资金 50.31 亿元，同比增长 10.46%，构成中现金占 1.00%，银行存款占 94.96%，其他货币资金占 4.04%。其中使用权受限制的银行存款为 1.65 亿元（占 3.46%），主要为子公司鲁商置业的保证金存款。

截至 2011 年底，公司应收账款余额 1.24 亿元，同比增长 29.17%。从账龄看，1 年以内的占 35.85%，1~2 年占 28.81%，2~3 年占 23.72%，3 年以上的占 11.62%。截至 2011 年底，公司应收账款坏账准备余额为 0.35 亿元，占应收账款总额的 28.57%。从集中度看，公司前五大欠款单位欠款金额占应收账款总额的 41.71%。由于公司零售业主要采用现金结算，应收账款较少。应收账款主要是生物制药业板块应收下游客户的货款，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 2011 年底，公司其他应收款余额 10.86 亿元，同比下降 26.52%，主要由于 2011 年房地产市场低迷，公司放缓了拿地的速度，竞拍保证金相应减少。从账龄看，1 年以内的占 76.40%，1~2 年的占 3.83%，2~3 年的占 1.26%，3 年以上的占 18.52%（公司对 3 年以上的其他应收款建立了考核制度，强化内控，明

确责任，加大清收力度），整体账龄较短。2011 年底，公司对其他应收款计提了 2.89 亿元的坏账准备，计提比例为 26.65%，计提充分。公司其他应收款前五名单位欠款金额合计为 5.00 亿元，占公司其他应收款总额的 46.00%，集中度较高。

表 10 2011 年底公司其他应收款欠款金额前五名客户情况（单位：万元）

| 欠款客户          | 金额       | 占应收账款总额的比例 |
|---------------|----------|------------|
| 山东省国际投资控股有限公司 | 27774.49 | 25.57%     |
| 济南市房地产业协会     | 11814.24 | 10.88%     |
| 青岛恒达信投资管理公司   | 4549.60  | 4.19%      |
| 济南市房地产业协会     | 3392.81  | 3.12%      |
| 北京东方航华投资有限公司  | 2421.88  | 2.23%      |
| 合计            | 49953.03 | 46.00%     |

资料来源：公司审计报告

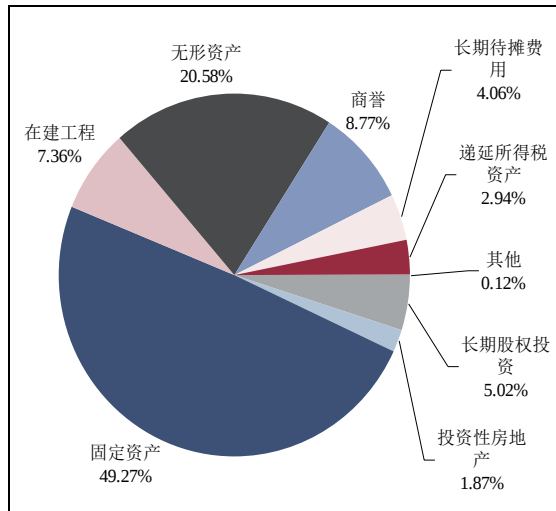
注：上述欠款客户与公司无关联关系。

截至 2011 年底，公司预付账款 17.57 亿元，同比下降 34.53%，主要由于部分项目完工，工程预付款相应减少；其中账龄在 1 年以内的占 37.44%（主要为未结算的土地款等），1~2 年占 47.31%（主要为土地竞标保证金、未结算的土地款及配套费等），账龄较短。

截至 2011 年底，公司存货 177.01 亿元，同比大幅增长 98.14%，主要是由于房地产开发项目的快速增长导致。构成中主要为库存商品（占 2.65%）、开发成本（占 85.08%）和开发产品（占 11.85%）。开发成本和开发产品主要是房地产项目开发所形成。2011 年底公司共计提了 188.28 万元的跌价准备，计提比例为 0.01%。总体看，公司存货规模受房地产项目开发影响增长较快，在流动资产中占比较高。

截至 2011 年底，公司非流动资产合计 88.93 亿元，同比增长 23.82%，构成主要以固定资产和无形资产为主，占比分别为 49.27% 和 20.58%。

图2 2011年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2011 年底，公司长期股权投资原值 5.16 亿元，同比增长 76.45%，主要来自本期新增对法国 BENOITMEYER 葡萄种植园农业开发民事公司和吉林省吴太医药经销有限责任公司的投资。2011 年，公司对长期股权投资提取减值准备 6954.28 万元。

表 11 2011 年底公司长期股权投资明细

(单位：万元)

| 被投资单位名称                      | 2011 年底  |
|------------------------------|----------|
| 国泰君安证券股份有限公司                 | 5474.51  |
| 长城齐鲁酒店投资管理公司                 | 4900.00  |
| 海南任发公司                       | 3490.00  |
| 泰山财产保险股份有限公司                 | 3000.00  |
| 山东渤海大酒店有限公司                  | 1192.24  |
| 中国光大银行股份有限公司                 | 1072.50  |
| 鲁信银座文化事业发展有限公司               | 835.66   |
| 山东万方科技有限公司                   | 937.73   |
| 山东省投资担保有限公司                  | 3998.85  |
| 山东东方糖业有限公司                   | 679.97   |
| 法国 BENOITMEYER 葡萄种植园农业开发民事公司 | 6120.25  |
| 吉林省吴太医药经销有限责任公司              | 3000.00  |
| 合计                           | 34701.71 |

资料来源：公司审计报告

截至 2011 年底，公司固定资产原值 61.54 亿元，同比增长 17.97%，构成主要为房屋建筑物（占 74.00%）、机械设备（占 13.14%）、运输工具（占 1.32%）、电子设备（占 6.81%）和其

他设备（占 4.74%）等。截至 2011 年底，公司累计计提固定资产折旧 17.64 亿元，提取减值准备 793.16 万元。

截至 2011 年底，公司投资性房地产为 1.66 亿元，同比大幅增长 2896.01%，主要来自下属购物中心等用于出租的商业物业面积增加。

截至 2011 年底，公司在建工程 6.54 亿元，同比增长 46.37%，主要由于新投资零售门店以及原有店面改造等形成。截至 2011 年底，公司在建工程主要包括威海宏图项目 29284.84 万元、德州乐陵项目 10470.89 万元、聊城银座项目 7333.89 万元、青岛乾豪项目 8226.10 万元和德州项目 6118.65 万元。2011 年底公司未计提在建工程减值准备。

截至 2011 年底，公司无形资产账面价值 18.31 亿元，同比增长 3.94%，主要源自土地使用权的增长。构成主要为土地使用权（占 96.69%）、商标权（占 2.32%）、软件和探矿权等。截至 2011 年底，公司的无形资产未计提减值准备。

截至 2011 年底，公司商誉 7.80 亿元，同比增长 94.20%，主要是下属福瑞达医药以货币增资取得对东方福瑞达制药公司的实际控制权，确认商誉。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 386.07 亿元，较 2011 年底增长 12.46%，其中流动资产占 74.75%，非流动资产占 25.25%，资产构成较 2011 年底基本保持稳定。流动资产中，货币资金 58.14 亿元，较上年底增长 15.57%；其他应收款和存货较 2011 年底分别增长 12.40%和 16.02%。非流动资产中，投资性房地产较 2011 年底增长 74.60%，主要来自新增莱银座置业有限公司用于租赁的房屋；在建工程较 2011 年底增长 45.50%，主要来自购物中心等自建零售项目投入；商誉较 2011 年底增长 15.39%，主要由于福瑞达医药以货币增资取得对明仁卫生材料公司的实际控制权，收购成本大于被购买方收购日净资产的差额确认为商誉。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持稳

定增长。资产构成以流动资产为主，符合零售企业特性。公司货币资金充足，但存货规模受房地产项目开发影响增速较快，在流动资产中占比较高，整体资产质量一般。

### 负债和所有者权益

截至 2011 年底，公司所有者权益合计 85.94 亿元（含少数股东权益 42.14 亿元），同比增长 14.06%，主要来自实收资本、盈余公积、未分配利润和少数股东权益的增长。归属于母公司所有者权益中实收资本占 48.16%，资本公积占 20.94%，盈余公积占 9.18%，未分配利润占 21.72%。

2011 年底公司实收资本较 2010 年增长 4.22 亿元，主要来自股东山东省国资委增资。2011 年 12 月，根据《关于修改〈山东省商业集团有限公司章程〉的批复》（鲁国资规划函【2011】170 号和鲁国资规划函【2011】180 号）文件，山东省国资委国有资本经营预算支出为公司增资 4.2 亿元。上述增资款已于 2011 年全部到位，并经山东中大会计师事务所有限公司于 2011 年 12 月出具的中大会验字【2011】160 号和中大会验字【2011】175 号验资报告审验。资本公积较 2010 年底下降 5.91%，主要是由于下属鲁商物产有限公司本期投资 7000 万元从二级市场购买银座股份 0.55% 的股权，合并时按收购少数股权处理，投资成本与被投资单位净资产相应比例的差额调减资本公积 0.58 亿元。

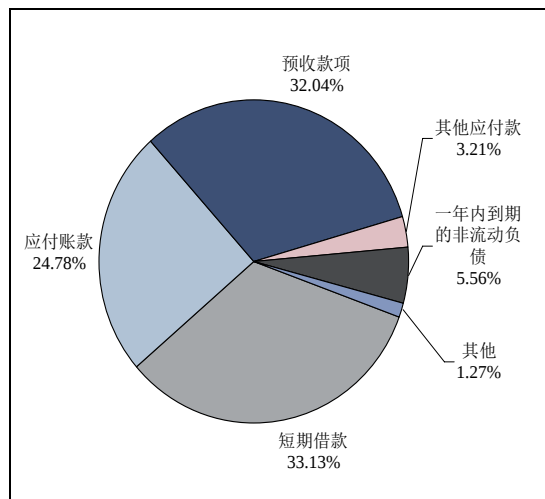
截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计为 89.69 亿元（含少数股东权益 43.67 亿元），较 2011 年底微增 4.36%，构成基本保持稳定。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2011 年底，公司负债合计 257.36 亿元，同比增长 49.35%，主要来自流动负债增长。负债构成中，流动负债合计占 66.48%，非流动负债占 33.52%。

截至 2011 年底，公司流动负债合计 171.10 亿元，同比增长 50.77%，预收账款增加对公司负债规模增长影响较大。公司流动负债构成主

要以短期借款（占 33.13%）、应付账款（占 24.78%）和预收账款（占 32.04%）为主。

图 3 2011 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2011 年底，公司短期借款 56.69 亿元，同比增长 34.01%，主要由于经营规模增长导致流动资金需求逐年扩大，相应增加短期借款。应付账款 42.40 亿元，同比增长 234.17%，主要由于新开门店数及工程项目的增加导致商品采购量和工程款结算量加大所致。预收款项 54.83 亿元，同比增长 47.09%，主要由于房地产项目预售量增长带来的商品房预售款较大幅度增加。其他应付款 5.49 亿元，主要是内部职工借款及预售购物卡和购物券款项。

截至 2011 年底，公司非流动负债 86.27 亿元，其中长期借款 49.99 亿元（占 57.94%）；应付债券 30 亿元（占 34.78%），主要包括公司 2010 年发行的 7 亿元企业债券“10 鲁商债”、2011 年发行的 15 亿元短期融资券“11 鲁商 CP001”以及 8 亿元中期票据“11 鲁商 MTN1”；长期应付款 0.62 亿元（占 10.54%），全部是省级调控资金，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）。

截至 2012 年 9 月底，公司负债总额 296.38 亿元，较 2011 年底增长 15.16%。与 2011 年底相比，公司流动负债与非流动负债的构成变化不大；其中应付债券新增 20 亿元，主要为公司非公开发行的定向债务融资工具。

截至 2011 年底，公司全部债务 146.96 亿元，同比增长 42.46%，主要来自长期债务增加；其中长、短期债务占比分别为 44.22% 和 55.78%。截至 2012 年 9 月底，公司全部债务为 171.81 亿元，较 2011 年底增加 24.85 亿元，主要来自非公开发行的债务融资工具以及长、短期借款增加；短期债务占比有所下降。

2011 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 74.97%、63.10% 和 43.06%，债务水平同比分别上升 5.39、5.31 和 9.91 个百分点。2012 年 9 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 76.77%、65.70% 和 47.70%，债务负担较 2011 年底略有上升。

总体看，跟踪期内，公司业务扩张迅速，债务规模增长较快，债务负担加重。

#### 4. 偿债能力

2011 年底流动比率和速动比率分别为 148.68% 和 45.22%，分别同比下降 6.28 个百分点和 31.01 个百分点。2012 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 149.30% 和 43.50%，较 2011 年底有所上升。2011 年，公司经营现金流动负债比为 2.45%，较上年下降 2.32 个百分点。考虑到公司现金类资产以及经营活动现金流入量规模较大，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2011 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.83 倍和 7.34 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 2012 年 9 月底，公司在各商业银行获得总授信额度为 267.65 亿元，其中 148.56 亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。

公司于 2006 年、2008 年、2009 年、2010 年、2011 年和 2012 年成功发行 5 期短期融资券；于 2010 年发行 7 亿元企业债券“10 鲁商债”；于 2011 年发行 8 亿元的中期票据“11 鲁商 MTN1”；于 2012 年 11 月 21 日发行 15 亿元的中期票据“12 鲁商 MTN1”。此外，公司拥有银座股份、鲁商置业两家上市公司。总体看，公司在资本市场具有较强的直接融资能力。

表 12 截至 2012 年 11 月底，公司存续期内债券明细

| 名 称         | 额 度   | 存 续 期                 |
|-------------|-------|-----------------------|
| 10 鲁商债      | 7 亿元  | 2010/03/11-2017/03/10 |
| 11 鲁商 MTN1  | 8 亿元  | 2011/09/28-2014/09/28 |
| 11 鲁商 CP001 | 15 亿元 | 2012/12/23-2013/12/23 |
| 12 鲁商 MTN1  | 15 亿元 | 2012/11/21-2017/11/21 |
| 合计          | 45 亿元 | --                    |

截至 2012 年 9 月底，公司无重大应披露的未决诉讼事项。

截至 2012 年 9 月底，公司对外担保金额 1.67 亿元，全部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，公司或有负债风险低。

截至 2012 年 11 月底，公司待偿还债券本金总额 45.00 亿元（7 亿元的“10 鲁商债”、8 亿元的“11 鲁商 MTN1”、15 亿元的“11 鲁商 CP001”和 15 亿元的“12 鲁商 MTN1”）。截至 2012 年 9 月底，公司现金类资产 59.31 亿元，在剔除受限制的现金类资产后，为待偿还债券本金的 1.27 倍；2011 年公司经营活动现金流入和 EBITDA 分别为待偿还债券本金的 16.62 倍和 0.45 倍。公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力较强。

#### 5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201212746881），截至 2012 年 12 月 3 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的不良信贷信息中发生额合计为 1.05 亿元，系公司于 2005 年承接的原下属公司山东省糖酒茶叶公司、山东省五金交电化工总公司、山东省商业综合公司和山东省食品公司

的贷款，公司于2005年~2008年对该不良贷款进行展期办理（展期期间未发生逾期和欠息），并已于2008年将该不良贷款全部清偿。

#### 6. 抗风险能力

公司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。未来随着地产、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，公司抗风险能力较强。

### 九、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2011年底，高速集团资产总计1653.09亿元，所有者权益441.01亿元；2011年实现营业总收入230.83亿元，利润总额 31.10亿元。

#### 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。2011年山东省GDP和一

般预算收入分别达到45429.2亿元和3455.7亿元，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。

2011年，高速集团实现营业总收入230.83亿元，同比增长23.28%。路桥收费为其最主要的收入来源，2011年实现收入79.66亿元，同比增长14.88%，占营业总收入的34.51%；跟踪期内，随着区域经济增长，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2011年分别实现收入26.92亿元和26.07亿元，合计占路桥收费收入总额超过了65%。高速公路项目建设方面，截至2012年3月底，高速集团在建高速公路282.08公里，概算总投资额147.84亿元，累计完成投资83.94亿元。

施工业务方面，高速集团从事施工业务主要为其一级子公司山东省路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）。截至2011年底，路桥集团共修建了国内外各级公路200多条，长达5000多公里。2011年，路桥集团全年中标94个，实际中标金额达54.94亿元；2012年1~3月，高速集团实现施工收入10.73亿元，维持较好的增长水平。

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2011年底，威海银行资产总额562.76亿元，资产负债率94.49%，资本充足率为11.58%，不良贷款率为0.69%；2011年实现营业总收入15.26亿元。

铁路项目运营方面，截至2011年底，高速集团运营管理地方铁路491.3公里，主要包括大莱龙铁路和益羊铁路等。2011年高速集团实现铁路运输服务收入12.38亿元，同比增长12.32%，铁路运输经营状况良好。

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；施工业务、银行业务以及铁路运输发展状况良好。未来高速集团将依托高速公路行业和资源优势，立足山东，积极拓展省外市场，逐步开发国际市场，在更大范围内寻求发展机会，发展前景良好。

### 3. 财务状况

截至2011年底，高速集团资产总额为1653.09亿元，同比增长20.24%，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1212.08亿元，同比增长23.45%。截至2011年底，高速集团所有者权益合计441.01亿元，较上年增长了12.21%。截至2012年3月底，高速集团资产负债率为73.49%，不考虑纳入合并口径的威海银行，资产负债率为62%左右，在同行业中处于较低水平。

2011年高速集团实现营业总收入230.83亿元，同比增长23.28%，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。2011年，高速集团实现利润总额31.10亿元，同比小幅下降2.02%。

现金流方面，2011年高速集团经营性净现金流达到87.33亿元，同比增长157.27%，主要是由于通行费收入的上升和威海银行吸收存款的大量增加。2011年，高速集团投资和筹资活动净现金流分别为-197.20亿元和129.49亿元。总体看，高速集团经营活动获现能力有所增强，但由于投资规模大，仍处在一定对外融资需求。

偿债能力方面，截至2011年底，高速集团流动比率和速动比率分别为56%和49%，比率偏低，但其现金类资产规模较大，合计188.17亿元，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。2011年EBITDA规模

保持增长，合计76.42亿元，对利息支出和全部债务的保障倍数也有所增强，2011年EBITDA利息倍数和总债务/EBITDA分别为3.86倍和6.11倍。总体看，高速集团长期偿债能力较强。

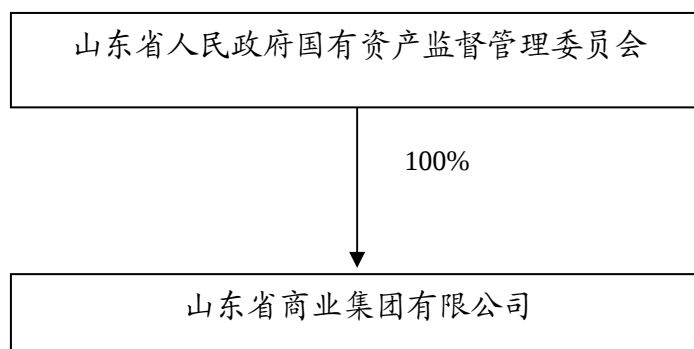
总体看，跟踪期内高速集团经营状况良好，收入规模及利润水平稳定增长，保持了较强的整体偿债能力。综上，联合资信维持高速集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

“10鲁商债”发行额度占高速集团2011年底资产总额的0.42%、所有者权益的1.59%，所占比例低；占其2011年营业收入的3.03%，利润总额的22.51%，经营活动现金净流量的8.02%。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。

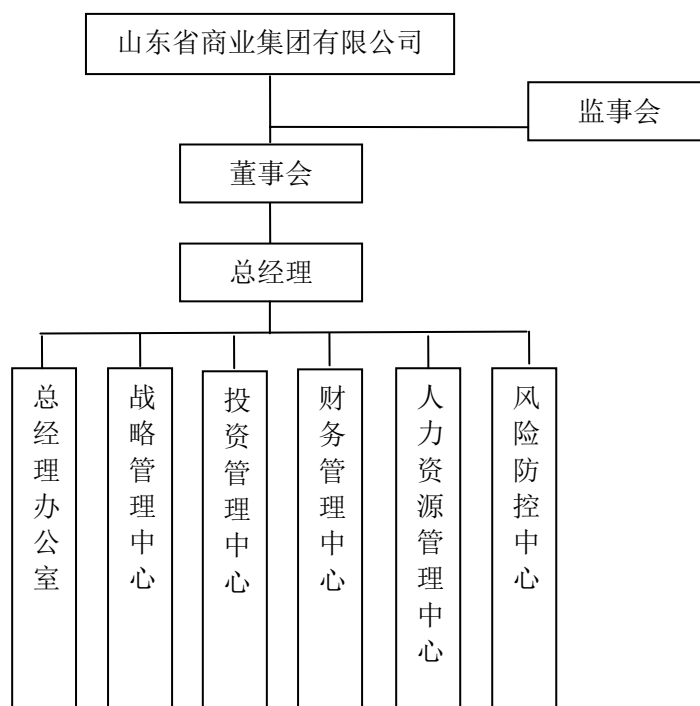
## 十、结论

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<sup>+</sup>，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CP001”信用等级为A-1，维持“11鲁商MTN1”和“12鲁商MTN1”的信用等级为AA<sup>+</sup>。

### 附件 1-1 公司股权结构图



## 附件 1-2 公司组织结构图



### 附件 1-3 截至 2012 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

| 企业名称          | 注册地 | 经营范围                      | 注册资本<br>(万元) | 持股比例 (%) |       |
|---------------|-----|---------------------------|--------------|----------|-------|
|               |     |                           |              | 直接       | 间接    |
| 山东银座商城股份有限公司  | 济南  | 商业零售、场地租赁、普通货运，仓储及配送服务    | 40000.00     | 35.01    |       |
| 山东商报社         | 济南  | 出版<山东商报>及临时性国内报纸广告业务      | 1520.75      | 9.58     | 73.98 |
| 银座集团股份有限公司    | 济南  | 商业零售                      | 23508.36     | 19.49    | 9.51  |
| 山东银座汽车有限公司    | 济南  | 汽车及配件销售、汽车租赁、清洗、修理        | 1500.00      | 33.75    |       |
| 鲁商集团有限公司      | 济南  | 对外投资、房地产开发等               | 21290.50     | 50.33    |       |
| 鲁商置业股份有限公司    | 淄博  | 房地产开发                     | 100096.80    | 52.62    | 7.4   |
| 山东省银座实业有限公司   | 济南  | 制冷设备销售、安装                 | 1000.00      | 50       |       |
| 山东一卡通科技有限公司   | 济南  | 非金融 IC 卡的技术开发、制作、发卡。      | 12000.00     | 41.67    |       |
| 山东商报电子音像出版社   | 济南  | 主营社科、科技、文艺方面音像制品及电子出版物出版。 | 300.00       | 100      |       |
| 鲁商物产有限公司      | 济南  | 矿业投资、场地租赁、商品进出口业务         | 10000.00     | 100      |       |
| 山东鲁商物流科技有限公司  | 济南  | 物流仓储                      | 2100.00      | 80       |       |
| 山东省商业集团财务有限公司 | 济南  | 金融行业                      | 30000.00     | 100      |       |
| 山东鲁商学院        | 济南  | 教育培训                      | 1000.00      | 100      |       |

## 附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

| 资产             | 2009 年            | 2010 年            | 2011 年            | 变动率 (%)      | 2012 年 9 月        |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|-------------------|
| <b>流动资产：</b>   |                   |                   |                   |              |                   |
| 货币资金           | 403355.98         | 455434.65         | 503054.30         | 11.68        | 581378.01         |
| 交易性金融资产        | 731.59            | 719.73            | 173.08            | -51.36       | 756.93            |
| 应收票据           | 6277.72           | 8594.40           | 6292.86           | 0.12         | 10917.07          |
| 应收账款           | 17389.73          | 6057.75           | 8831.66           | -28.74       | 5702.19           |
| 预付款项           | 106908.26         | 268308.37         | 175669.30         | 28.19        | 144001.88         |
| 应收利息           |                   |                   |                   |              |                   |
| 应收股利           |                   |                   |                   |              |                   |
| 其他应收款          | 76296.04          | 125984.59         | 79657.31          | 2.18         | 89533.51          |
| 存货             | 609109.74         | 893384.15         | 1770134.79        | 70.47        | 2053764.82        |
| 一年内到期的非流动资产    |                   |                   |                   |              |                   |
| 其他流动资产         |                   |                   |                   |              |                   |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>1220069.05</b> | <b>1758483.64</b> | <b>2543813.31</b> | <b>44.39</b> | <b>2886054.40</b> |
| <b>非流动资产：</b>  |                   |                   |                   |              |                   |
| 可供出售金融资产       | 3.85              | 0.00              | 0.00              | -100.00      | 0.00              |
| 持有至到期投资        |                   |                   |                   |              |                   |
| 长期应收款          |                   |                   |                   |              |                   |
| 长期股权投资         | 23893.44          | 26637.68          | 44622.62          | 36.66        | 45725.99          |
| 投资性房地产         | 584.26            | 555.27            | 16635.87          | 433.60       | 29045.85          |
| 固定资产           | 359278.04         | 373872.22         | 438158.85         | 10.43        | 465854.19         |
| 在建工程           | 71698.67          | 44711.73          | 65446.62          | -4.46        | 95224.00          |
| 工程物资           | 18.78             | 324.64            | 0.33              | -86.80       | 0.37              |
| 固定资产清理         | 1086.84           | 1087.89           | 1087.89           | 0.05         | 1088.42           |
| 无形资产           | 42480.33          | 176118.98         | 183052.06         | 107.58       | 185737.49         |
| 开发支出           |                   |                   |                   |              |                   |
| 商誉             | 39871.39          | 40157.59          | 77987.64          | 39.86        | 89987.64          |
| 长期待摊费用         | 27585.17          | 36163.56          | 36128.10          | 14.44        | 34798.39          |
| 递延所得税资产        | 13918.32          | 18553.98          | 26145.65          | 37.06        | 27193.77          |
| 其他非流动资产        |                   |                   |                   |              |                   |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>580419.09</b>  | <b>718183.53</b>  | <b>889265.64</b>  | <b>23.78</b> | <b>974656.11</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>1800488.15</b> | <b>2476667.17</b> | <b>3433078.95</b> | <b>38.09</b> | <b>3860710.51</b> |

## 附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

| 负债和所有者权益             | 2009 年            | 2010 年            | 2011 年            | 变动率(%)       | 2012 年 9 月        |
|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|-------------------|
| <b>流动负债：</b>         |                   |                   |                   |              |                   |
| 短期借款                 | 391754.87         | 423012.53         | 566870.93         | 20.29        | 607130.08         |
| 交易性金融负债              |                   |                   |                   |              |                   |
| 应付票据                 | 49985.00          | 13850.00          | 7638.06           | -60.91       | 27160.30          |
| 应付账款                 | 66769.98          | 126876.32         | 423985.34         | 151.99       | 377898.30         |
| 预收款项                 | 203167.75         | 372756.47         | 548270.74         | 64.27        | 746171.70         |
| 应付职工薪酬               | 4922.27           | 9281.91           | 6043.83           | 10.81        | 11758.47          |
| 应交税费                 | 30157.66          | 31239.81          | -13790.46         | --           | -36941.93         |
| 应付利息                 | 942.76            | 8715.29           | 15514.98          | 305.67       | 2340.33           |
| 应付股利                 | 6501.85           | 6108.39           | 6358.97           | -1.10        | 22404.29          |
| 其他应付款                | 83008.91          | 71848.52          | 54870.93          | -18.70       | 59312.35          |
| 一年内到期的非流动负债          | 64385.00          | 71105.00          | 95191.35          | 21.59        | 115853.81         |
| 其他流动负债               |                   |                   |                   |              |                   |
| <b>流动负债合计</b>        | <b>901596.04</b>  | <b>1134794.24</b> | <b>1710954.67</b> | <b>37.76</b> | <b>1933087.70</b> |
| <b>非流动负债：</b>        |                   |                   |                   |              |                   |
| 长期借款                 | 215469.32         | 303582.65         | 499868.99         | 52.31        | 467924.58         |
| 应付债券                 | 150000.00         | 220000.00         | 300000.00         | 41.42        | 500000.00         |
| 长期应付款                | 62000.00          | 62000.00          | 62000.00          | 0.00         | 62000.00          |
| 专项应付款                |                   |                   |                   |              |                   |
| 预计负债                 | 0.00              | 2000.00           | 0.00              | --           | 0.00              |
| 递延所得税负债              | 386.81            | 206.16            | 206.16            | -27.00       | 206.16            |
| 其他非流动负债              | 600.00            | 600.00            | 600.00            | 0.00         | 600.00            |
| <b>非流动负债合计</b>       | <b>428456.13</b>  | <b>588388.81</b>  | <b>862675.15</b>  | <b>41.90</b> | <b>1030730.74</b> |
| <b>负债合计</b>          | <b>1330052.17</b> | <b>1723183.05</b> | <b>2573629.82</b> | <b>39.10</b> | <b>2963818.44</b> |
| <b>所有者权益：</b>        |                   |                   |                   |              |                   |
| 实收资本（或股本）            | 168575.96         | 175354.06         | 210940.22         | 11.86        | 210940.22         |
| 资本公积                 | 33535.87          | 97504.37          | 91740.23          | 65.40        | 91740.23          |
| 专项储备                 |                   |                   |                   |              |                   |
| 盈余公积                 | 1726.12           | 27217.77          | 40192.33          | 382.54       | 40192.33          |
| 一般风险准备               | 0.00              | 0.00              | 37.39             | --           | 37.39             |
| 未分配利润                | 57936.15          | 77239.83          | 95127.25          | 28.14        | 117326.41         |
| 外币报表折算差额             |                   |                   |                   |              |                   |
| <b>归属于母公司所有者权益合计</b> | <b>261774.10</b>  | <b>377316.03</b>  | <b>438037.42</b>  | <b>29.35</b> | <b>460236.57</b>  |
| 少数股东权益               | 208661.87         | 376168.09         | 421411.71         | 42.11        | 436655.50         |
| <b>所有者权益合计</b>       | <b>470435.97</b>  | <b>753484.12</b>  | <b>859449.13</b>  | <b>35.16</b> | <b>896892.08</b>  |
| <b>负债和所有者权益总计</b>    | <b>1800488.15</b> | <b>2476667.17</b> | <b>3433078.95</b> | <b>38.08</b> | <b>3860710.51</b> |

### 附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

| 项 目                 | 2009 年          | 2010 年           | 2011 年           | 变动率(%)       | 12 年 1~9 月      |
|---------------------|-----------------|------------------|------------------|--------------|-----------------|
| <b>一、营业收入</b>       | 1684089.51      | 2236833.83       | 2657873.94       | 25.63        | 2325099.56      |
| 减: 营业成本             | 1308404.61      | 1718504.15       | 2067425.24       | 25.70        | 1862845.43      |
| 营业税金及附加             | 34091.25        | 35279.31         | 42898.66         | 12.18        | 28473.36        |
| 销售费用                | 163215.04       | 232800.96        | 301821.72        | 35.99        | 231100.87       |
| 管理费用                | 70482.70        | 98491.75         | 120376.92        | 30.69        | 106944.60       |
| 财务费用                | 34981.62        | 45839.42         | 20277.63         | -23.86       | 36873.22        |
| 资产减值损失              | -7137.29        | 11163.61         | 4807.17          | --           | 1244.20         |
| 加: 公允价值变动收益         | 85.53           | 52.20            | -12.65           | --           | 0.25            |
| 投资收益                | 6857.85         | 6988.71          | 3227.11          | -31.40       | 2859.35         |
| 其中: 对联营企业和合营企业的投资收益 |                 |                  |                  |              |                 |
| 汇兑收益                |                 |                  |                  |              |                 |
| <b>二、营业利润</b>       | <b>86994.95</b> | <b>101795.54</b> | <b>103481.06</b> | <b>9.06</b>  | <b>60477.48</b> |
| 加: 营业外收入            | 6530.54         | 18375.90         | 14946.03         | 51.28        | 3648.41         |
| 减: 营业外支出            | 4538.13         | 3849.25          | 4578.13          | 0.44         | 2683.41         |
| 其中: 非流动资产处置损失       |                 |                  |                  |              |                 |
| <b>三、利润总额</b>       | <b>88987.35</b> | <b>116322.19</b> | <b>113848.96</b> | <b>13.11</b> | <b>61442.47</b> |
| 减: 所得税费用            | 27873.93        | 31207.19         | 25950.55         | -3.51        | 23999.52        |
| <b>四、净利润</b>        | <b>61113.42</b> | <b>85115.00</b>  | <b>87898.41</b>  | <b>19.93</b> | <b>37442.95</b> |
| 其中: 归属于母公司所有者的净利润   | 35288.95        | 45446.05         | 33423.63         | -2.68        | 22199.16        |
| 少数股东损益              | 25824.47        | 39668.95         | 54474.78         | 45.24        | 15243.79        |

## 附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

| 项 目                       | 2009 年            | 2010 年            | 2011 年            | 变动率(%)         | 12 年 1~9 月        |
|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------------|-------------------|
| <b>一、经营活动产生的现金流量:</b>     |                   |                   |                   |                |                   |
| 销售商品、提供劳务收到的现金            | 2150664.99        | 2325723.47        | 3349967.26        | 24.81          | 2593692.10        |
| 收到的税费返还                   | 925.59            | 0.00              | 509.58            | -25.80         | 0.00              |
| 收到其他与经营活动有关的现金            | 1161364.58        | 1128911.40        | 4128550.38        | 88.54          | 863267.42         |
| <b>经营活动现金流入小计</b>         | <b>3312955.16</b> | <b>3454634.87</b> | <b>7479027.22</b> | <b>50.25</b>   | <b>3456959.52</b> |
| 购买商品、接受劳务支付的现金            | 1766887.66        | 1815639.11        | 3147826.45        | 33.48          | 2380914.01        |
| 支付给职工以及为职工支付的现金           | 79166.37          | 82365.71          | 170718.57         | 46.85          | 131083.62         |
| 支付的各项税费                   | 90342.32          | 110218.88         | 196211.60         | 47.37          | 159569.03         |
| 支付其他与经营活动有关的现金            | 1330841.45        | 1392202.53        | 3922290.97        | 71.67          | 756313.48         |
| <b>经营活动现金流出小计</b>         | <b>3267237.80</b> | <b>3400426.22</b> | <b>7437047.58</b> | <b>50.87</b>   | <b>3427880.14</b> |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>      | <b>45717.36</b>   | <b>54208.64</b>   | <b>41979.64</b>   | <b>-4.18</b>   | <b>29079.37</b>   |
| <b>二、投资活动产生的现金流量:</b>     |                   |                   |                   |                |                   |
| 收回投资收到的现金                 | 0.00              | 5895.84           | 37787.15          | --             | 0.00              |
| 取得投资收益收到的现金               | 0.00              | 0.00              | 3891.48           | --             | 170.00            |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 1599.65           | 0.00              | 2678.14           | 29.39          | 211.35            |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额       | 11.30             | 0.00              | 0.00              | -100.00        | 0.00              |
| 收到其他与投资活动有关的现金            | 0.00              | 0.00              | 198029.26         | --             | 0.00              |
| <b>投资活动现金流入小计</b>         | <b>1610.95</b>    | <b>5895.84</b>    | <b>242386.03</b>  | <b>1126.63</b> | <b>381.35</b>     |
| 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         | 114129.42         | -27.01         | 46814.52          |
| 投资支付的现金                   | 17698.37          | 14740.62          | 22345.92          | 12.37          | 1275.59           |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额       | 19973.63          | 0.00              | 272.70            | -88.32         | 0.00              |
| 支付其他与投资活动有关的现金            | 4912.70           | 0.00              | 175140.82         | 497.08         | 1054.24           |
| <b>投资活动现金流出小计</b>         | <b>256781.62</b>  | <b>159197.86</b>  | <b>311888.86</b>  | <b>10.21</b>   | <b>49144.35</b>   |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-255170.67</b> | <b>-153302.01</b> | <b>-69502.83</b>  | <b>-47.81</b>  | <b>-48763.00</b>  |
| <b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>     |                   |                   |                   |                |                   |
| 吸收投资收到的现金                 | 2400.16           | 94949.50          | 66775.00          | 427.46         | 200.00            |
| 取得借款收到的现金                 | 929171.77         | 499610.59         | 374231.09         | -36.54         | 689132.00         |
| 发行债券收到的现金                 | 0.00              | 0.00              | 230000.00         | --             | 200000.00         |
| 收到其他与筹资活动有关的现金            | 60619.78          | 0.00              | 456710.79         | 174.48         | 9035.78           |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>         | <b>992191.71</b>  | <b>594560.09</b>  | <b>1127716.89</b> | <b>6.61</b>    | <b>898367.78</b>  |
| 偿还债务支付的现金                 | 591188.31         | 398139.87         | 724946.58         | 10.74          | 646852.68         |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金         | 67019.57          | 45248.18          | 140942.71         | 45.02          | 84018.06          |
| 支付其他与筹资活动有关的现金            | 63617.10          | 0.00              | 186642.79         | 71.28          | 69447.87          |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>         | <b>721824.98</b>  | <b>443388.05</b>  | <b>1052532.08</b> | <b>20.75</b>   | <b>800318.61</b>  |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>270366.73</b>  | <b>151172.05</b>  | <b>75184.81</b>   | <b>-47.27</b>  | <b>98049.17</b>   |
| <b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b> | <b>-0.08</b>      | <b>0.00</b>       | <b>-41.96</b>     | <b>2259.47</b> | <b>-41.84</b>     |
| <b>五、现金及现金等价物净增加额</b>     | <b>60913.34</b>   | <b>52078.67</b>   | <b>47619.65</b>   | <b>-11.58</b>  | <b>78323.71</b>   |
| 加: 期初现金及现金等价物余额           | 342442.64         | 403355.98         | 455434.65         | 15.32          | 503054.30         |
| <b>六、期末现金及现金等价物余额</b>     | <b>403355.98</b>  | <b>455434.65</b>  | <b>503054.30</b>  | <b>11.68</b>   | <b>581378.01</b>  |

## 附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

| 补充资料                             | 2009 年          | 2010 年          | 2011 年          | 变动率(%)        |
|----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| <b>1.将净利润调节为经营活动的现金流量</b>        |                 |                 |                 |               |
| <b>净利润</b>                       | <b>61113.42</b> | <b>85115.00</b> | <b>87898.41</b> | <b>19.93</b>  |
| 加：资产减值准备                         | -7137.29        | 11163.61        | 4807.17         | --            |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧          | 45074.74        | 23085.56        | 39230.43        | -6.71         |
| 无形资产摊销                           | 7618.34         | 5634.20         | 4779.56         | -20.79        |
| 长期待摊费用摊销                         | 5373.78         | 29037.17        | 9990.26         | 36.35         |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“—”号填列） | -1005.13        | 0.00            | -4314.12        | 107.17        |
| 固定资产报废损失（收益以“—”号填列）              | 0.00            | 0.00            | 43.60           | --            |
| 公允价值变动损失（收益以“—”号填列）              | -85.53          | -52.20          | 12.65           | --            |
| 财务费用（收益以“—”号填列）                  | 34959.30        | 46414.26        | 32484.11        | -3.61         |
| 投资损失（收益以“—”号填列）                  | -6857.85        | -6988.71        | -3227.11        | -31.40        |
| 递延所得税资产减少（增加以“—”号填列）             | -11540.16       | -3894.32        | -7591.68        | -18.89        |
| 递延所得税负债增加（减少以“—”号填列）             | 385.33          | 0.00            | 0.00            | -100.00       |
| 存货的减少（增加以“—”号填列）                 | -334317.04      | -244274.42      | -876855.41      | 61.95         |
| 经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）            | -26521.08       | -104406.25      | 138493.97       | --            |
| 经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）            | 278656.52       | 213374.74       | 616227.79       | 48.71         |
| 其他                               |                 |                 |                 |               |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>             | <b>45717.36</b> | <b>54208.64</b> | <b>41979.64</b> | <b>-4.18</b>  |
| <b>2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：</b>      |                 |                 |                 |               |
| 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                         |                 |                 |                 |               |
| <b>3.现金及现金等价物净变动情况：</b>          |                 |                 |                 |               |
| 现金的期末余额                          | 403355.98       | 455434.65       | 503054.30       | 11.68         |
| 减：现金的期初余额                        | 342442.64       | 403355.98       | 455434.65       | 15.32         |
| 加：现金等价物的期末余额                     |                 |                 |                 |               |
| 减：现金等价物的期初余额                     |                 |                 |                 |               |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b>              | <b>60913.34</b> | <b>52078.67</b> | <b>47619.65</b> | <b>-11.58</b> |

## 附件5 公司主要财务指标

| 项 目                | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 9 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>经营效率</b>        |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)        | 90.57  | 116.75 | 178.52 | --         |
| 存货周转次数(次)          | 2.96   | 2.29   | 1.55   | --         |
| 总资产周转次数(次)         | 1.07   | 1.05   | 0.90   | --         |
| 现金收入比(%)           | 127.70 | 103.97 | 126.04 | 111.55     |
| <b>盈利能力</b>        |        |        |        |            |
| 营业利润率(%)           | 20.28  | 21.60  | 20.60  | 18.66      |
| 总资本收益率(%)          | 7.67   | 8.49   | 5.85   | --         |
| 净资产收益率(%)          | 13.44  | 13.91  | 10.90  | --         |
| <b>财务构成</b>        |        |        |        |            |
| 长期债务资本化比率(%)       | 31.41  | 33.15  | 43.06  | 47.70      |
| 全部债务资本化比率(%)       | 64.95  | 57.79  | 63.10  | 65.70      |
| 资产负债率(%)           | 73.87  | 69.58  | 74.97  | 76.77      |
| <b>偿债能力</b>        |        |        |        |            |
| 流动比率(%)            | 135.32 | 154.96 | 148.68 | 149.30     |
| 速动比率(%)            | 67.76  | 76.23  | 45.22  | 43.05      |
| 经营现金流流动负债比(%)      | 5.07   | 4.78   | 2.45   | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍)     | 5.04   | 4.63   | 1.83   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍)     | 4.79   | 4.69   | 7.34   | --         |
| 筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍) | -0.24  | -0.10  | -0.02  | --         |
| 筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍) | -5.80  | -2.08  | -0.85  | --         |

注：1.2012 年三季度财务数据未经审计。

2.公司 2009 年~2011 年发行的计入应付债券的短期融资券在指标计算中计入短期债务。

## 附件 6 有关计算指标的计算公式

| 指 标 名 称           | 计 算 公 式                                              |
|-------------------|------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                      |
| 资产总额年复合增长率        |                                                      |
| 净资产年复合增长率         | (1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%               |
| 营业收入年复合增长率        | (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100% |
| 利润总额年复合增长率        |                                                      |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                      |
| 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%                       |
| <b>盈利指标</b>       |                                                      |
| 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%                |
| <b>债务结构指标</b>     |                                                      |
| 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%                                  |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                      |
| 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                                   |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                      |
| 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设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用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                         |

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

## 附件 8 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

| 级别设置 | 含 义                      |
|------|--------------------------|
| A-1  | 为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高 |
| A-2  | 还本付息能力较强，安全性较高           |
| A-3  | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响  |
| B    | 还本付息能力较低，有一定的违约风险        |
| C    | 还本付息能力很低，违约风险较高          |
| D    | 不能按期还本付息                 |