

信用等级公告

联合[2012] 816 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 2012 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

2012 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

二零一二年九月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

山东省商业集团有限公司

2012 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: 15 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行贷款, 补充营运资金

评级时间: 2012 年 9 月 26 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 6 月
资产总额(亿元)	180.05	247.67	343.31	365.78
所有者权益(亿元)	47.04	75.35	85.94	88.37
长期债务(亿元)	21.55	37.36	64.99	80.77
全部债务(亿元)	87.16	103.16	146.96	165.90
营业收入(亿元)	168.41	223.68	265.79	155.56
利润总额(亿元)	8.90	11.63	11.38	4.35
EBITDA(亿元)	18.20	22.00	20.03	--
经营性净现金流(亿元)	4.57	5.42	4.20	2.72
营业利润率(%)	20.28	21.60	20.60	17.86
净资产收益率(%)	13.44	13.91	10.90	--
资产负债率(%)	73.87	69.58	74.97	75.84
全部债务资本化比率(%)	64.95	57.79	63.10	65.25
流动比率(%)	135.32	154.96	148.68	154.16
全部债务/EBITDA(倍)	4.79	4.69	7.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.04	4.63	1.83	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.21	1.47	1.34	--

注: 1. 2012 年上半年财务数据未经审计。

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已调整计入短期债务。

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

山东省商业集团有限公司(以下简称“公司”)是山东省国资委下属的国有独资企业,目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒等在内的多元化业务格局。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在政府支持、商业零售品牌知名度、区域市场占有率、门店资源及布局等方面的综合优势。近年来,随着零售业务规模持续扩大,公司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。联合资信对公司评级展望为稳定。

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高。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。
5. 公司现金类资产充裕，经营活动现金流入量大，对本期中期票据保障能力强。

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. 近年来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、山东省商业集团有限公司 2012 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日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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（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6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2012年6月底，公司拥有在职员工36677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6月底，公司合并资产总额365.78亿元，所有者权益合计88.37亿元（含少数股东权益43.16亿元）；2012年1~6月，公司实现营业收入155.56亿元，利润总额4.35亿元。

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2012年发行第一期中期票据15亿元（以下简称“本期中期票据”），期限5年。本期中期票据无担保。

本期中期票据募集资金中的10亿元用于偿还银行贷款，优化公司融资结构；5亿元用于补充公司零售业务的营运资金。

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。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在2011年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。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%。

2012年上半年实现国内生产总值22.7万亿元，同比增长7.8%，增幅比上年同期回落

1.8 个百分点。其中二季度同比增长 7.6%，增速比上季度回落 0.5 个百分点，环比增长 1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012 年 1-8 月，固定资产投资（不含农户）217958.07 亿元，同比增长 20.2%。其中，东部地区投资 103988.31 亿元，同比增长 20.2%；中部地区投资 60090.23 亿元，同比增长 25.3%；西部地区投资 52375.59 亿元，同比增长 23.8%。2012 年 1-8 月，全社会货物运输量 261.06 亿吨，同比增长 11.5%；货物运输周转量 110199.09 亿吨公里，同比增长 9.7%。

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。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1% 和 36.4%。

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 1~7 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。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 6 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元，同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%，比年初增加 4.86 万亿元，同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

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、基础素质分析

1. 产权状况

公司为山东省国资委全资控股的大型国有独资企业，公司实际控制人为山东省人民政府。

2. 公司规模

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。

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100家百货超市复合门店、169家连锁超市、13家家居专营店、30家家电专营店、10家汽车专营店（7家4S店和3家城市展厅），经营面积近380万平方米。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。公司控股的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%）为沪深股市绩优股，为零售业筹集发展所需资金搭建了好的资本平台。

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6月底，鲁商置业累计开发规模超过800万平方米。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。

第三方支付业务方面，公司控股的山东（鲁商）一卡通科技有限公司（以下简称“一卡通公司”，公司持股比例41.67%）是经山东省人民政府鲁政字【2008】13号文件唯一特许经营授权在山东省范围内经营“山东一卡通”业务的企业。2011年8月29日，一卡通公司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。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员 11 名，其中总经理 1 名，副总经理 9 名，副总经理兼总会计师 1 名。

公司董事长兼党委书记季细绮先生，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。2002 年起任公司董事长、党委书记。

公司总经理王仁泉先生，工商管理硕士，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。2005 年起任公司总经理、董事、党委委员。

截至 2012 年 6 月底，公司共有职工 36677

人。从学历构成来看，大学专科以上占比 54.17%；高中及以下学历占比 29.15%。从年龄结构看，30 岁以下占比 59.02%；30~50 岁占比 37.52%；50 岁及以上占比 3.46%。

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。

4. 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。2011年，山东省国资委国有资本经营预算支出为公司增加注册资本4.2亿元。此外，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。2011年公司获得各项政府补助合计5334.00万元。

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，作为山东省政府商业整合的资本平台，公司在财政补贴、优惠政策等方面获得政府支持力度大，经营发展的外部环境良好。

五、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，并行使股东会的一部分职权。公司董事会由 5 位董事组成，其中董事长 1 名，董事长是公司的法定代表人。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理负责公司的日常经营和管理工作。

公司监事会由 4 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（目前为 2 名）。

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，沿产业链将从事同类业务的子（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职目标责任考核。公司董事长每年年初与企业经营者签订年度资产经营责任书，依据经营标的、业绩分配、风险相配套的指标体系，每年考核一次，并据此由公司进行年薪兑现。考核确认亏损的，相应扣减个人缴纳和预留的风险抵押金。经营者一般每届任期为两年，完不成经营目标的不再聘用，公司先后有多名下属企业负责人因为完成考核任务而调离原岗位。

财务管理方面，公司重点关注投资管理和资金管理。在投资管理上，公司明确：直属各单位无权决定对外投资，所有投资必须由投资单位进行可行性研究，提报公司总经理办公会讨论通过后方可实施；未经公司批准擅自向外投资的，集团将追究单位负责人的责任，由此产生的一切后果由单位负责人承担。在资金管理上，公司制定《库存商品管理考核规定》和《应收款项管理考核办法》，加大清欠压库力度，对超期（三个月）库存、应收款项预计损失，并与企业经营者的收入挂钩，从而盘活了资金，提高了存货和应收款项的周转率；出台了公司内部拆借资金和担保管理规定等办法，完善了资金拆借和担保的审批手续、审批程序，降低了资金风险。公司于 2012 年 4 月 28 日挂牌成立了财务公司，为进一步加强资金集中管理提供了条件。

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。

六、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。2009~2011年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，年均增速为25.63%，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，2009~2011年，受益于经营网点的快速增加带动销售收入规模增长，公司零售业占营业收入比重始终保持在80%以上，2011年为82.37%，是公司最主要的收入来源；2009~2011年，生物制药业务收入逐年增长，2011年在营业收入中占3.89%；房地产业务呈波动趋势，2011年在营业收入中占8.96%。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，2009~2011年，公司整体业务毛利率呈现小幅波动下降趋势，整体保持较稳定水平。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，2009~2011年，零售业务毛利率呈现

小幅上升趋势，2011年为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；2009~2011年，生物制药业务毛利率呈现逐年下滑态势，2011年为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；2009~2011年，受宏观经济调控和自身开发进度等因素影响，公司房地产业务规模波动增长，但毛利率呈现逐年下滑趋势，2011年为27.16%，同比下降6.70个百分点；2009~2011年，受公司对非主业资产整合影响，食品及其他行业的毛利率波动较大，2011年为41.13%，同比下降11.22个百分点，公司整体毛利润的贡献率为8.84%。

2012年1~6月，公司实现营业收入155.56亿元，为2011年全年的58.53%；其中零售业务收入占比上升至89.01%，毛利率为17.27%，较2011年略有下滑；制药业务收入占3.22%，毛利率较2011年有所上升，为66.18%；房地产业务收入占比降至2.40%，主要由于部分预售项目尚未确认收入，毛利率为34.63%。

总体看，近年来在核心板块零售业快速发展的带动下，公司营业收入持续较快增长，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 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	12年1~6月	2009年	2010年	2011年	12年1~6月
零售业	136.48	181.18	218.93	138.47	17.34	18.40	18.64	17.27
生物制药业	7.17	7.39	10.35	5.01	79.92	77.13	63.19	66.18
房地产业	16.18	30.18	23.82	3.74	35.54	33.86	27.16	34.63
食品及其他	8.58	4.93	12.69	8.35	28.21	52.33	41.13	12.40
合计	168.41	223.68	265.79	155.56	22.31	23.17	22.22	19.00

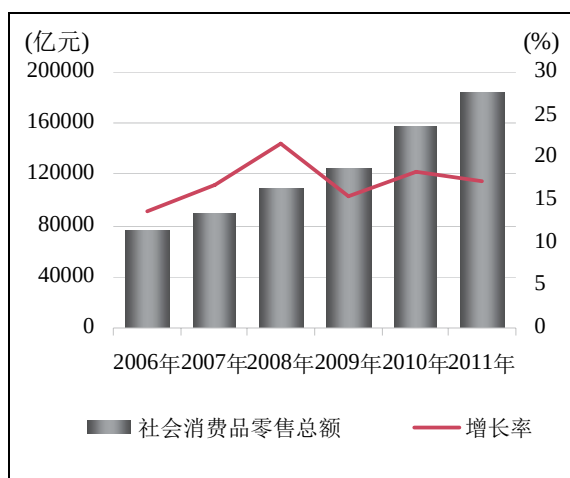
资料来源：公司审计报告

2. 商业零售

（1）行业分析

行业现状

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

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

近几年来，中国经济持续稳定快速发展，国内贸易规模不断扩大，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。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。

在2011年“连锁百强”中，百联集团有限公司以1182.08亿元的销售规模位居中国连锁百强榜首，苏宁电器股份有限公司和国美电器有限公司以1100亿元的销售规模并列第二位，华润万家有限公司和康成投资（中国）有限公司（大润发）分别以827亿元和616亿元的销售规模排名第四和第五位。公司下属的山东银座商城股份有限公司排名以307亿元的销售规模继续位列第12位。

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。近年来，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。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。

表 2 2011 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)	店铺数 (个)
1	百联集团有限公司	11820757	5604
2	苏宁电器股份有限公司	11000000	1724
2	国美电器有限公司	11000000	1737
4	华润万家有限公司	8270000	3977
5	康成投资(中国)有限公司(大润发)	6156700	185
6	重庆商社(集团)有限公司	4780262	325
7	家乐福(中国)管理咨询服务有限公司	4519581	203
8	百胜餐饮集团中国事业部	4340000	4450
9	沃尔玛(中国)投资有限公司	4300000	271
10	物美控股集团有限公司	4107499	2609
11	大商股份有限公司	3560000	170
12	山东银座商城股份有限公司	3067037	93
13	农工商超市(集团)有限公司	3024551	3374
14	江苏五星电器有限公司(百思买)	2748330	279
15	海航商业控股有限公司	2340000	468
16	宏图三胞高科技技术有限公司	2321435	251
17	中百控股集团股份有限公司	2305342	838
18	石家庄北国人百集团有限责任公司	2187276	133
19	武汉武商集团股份有限公司	2064129	92
20	永辉超市股份有限公司	2038000	204

资料来源：中国连锁经营协会

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。

（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。近年来，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1~6月，公司零售业实现收入138.47亿元，占2011年全年的63.25%。

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。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6月底，公司拥有100家百货超市复合门店、169家连锁超市、13家家居专营店、30家家电专营店、10家汽车专营店（7家4S店和3家城市展厅），经营面积近380万平方米。

表3 2012年6月底公司零售业网点区域分布情况

店面种类	山东	河北	河南
百货超市复合店	90	2	8
便利店	169	0	0
家居店	13	0	0
家电店	30	0	0
购物中心	3	0	0
汽车4S店	7	0	0

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，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2012年6月底，公司已在河北邢台、河北石家庄和河南濮阳等地拥有10家省外百货超市复合店。

表4 2009年~2012年6月公司零售业店面经营情况

店面种类	2009年		2010年		2011年		2012年6月	
	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	61	152.55	80	181.85	93	228.99	100	247.96
超市	122	5.84	142	6.50	164	6.62	169	6.64
家居店	7	37.53	9	54.03	12	72	13	80
家电店	10	2.00	21	4.08	33	5.75	30	5.83
购物中心	0	0	2	21.60	3	36.1	3	36.1
汽车	7	2.13	7	2.13	7	2.13	10	3.13

资料来源：公司提供

目前公司零售业店面均处于所在地的商业中心区域，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所在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

商城名称	经营面积(万平方米)	开店时间	物业权属	经营方式	销售额(万元)	
					2011年	2012年1-6月
山东银座商城	4.2	1996	自有	百货	306989.68	160044.25
济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	95386.42	48129.83
济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	41665.84	18956.95
东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	67257.32	37233.29
泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	63114.40	32943.50

商城名称	经营面积 (万平方米)	开店时间	物业权属	经营方式	销售额(万元)	
					2011 年	2012 年 1-6 月
淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	80153.42	44141.89
济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	44222.69	22725.47
滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	37147.35	21392.39
滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	22439.62	11574.27
临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	54167.01	25985.23
日照银座商城	1.9	2006	租赁	百货+超市	29652.88	16356.73
淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	24595.83	13319.44
潍坊银座商城	5.66	2010	自有	购物中心	35274.85	20912.27
菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	53504.50	29456.30
新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	19785.31	9678.14
泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	13218.13	6423.14
济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	41048.00	20986.74
邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	19688.40	9762.39
济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	22795.72	11563.34
莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	30086.29	15215.88
济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	9936.34	4742.53
石家庄东方购物广场	5.5	2009	自有	百货+超市	68805.27	36996.55
博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	19223.20	10563.24
长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	13336.84	6832.16
章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	18984.76	10505.00
济宁银座购物广场	2.3	2008	自有	百货+超市	26372.55	14717.04
莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	13625.98	7216.91
滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	22806.62	13825.73
银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	28555.85	15323.62
濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	13880.45	7312.37
合计	72.88	--	--	--	1337721.52	704836.59

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约为62%、5%、30%和3%。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。

经营业态

公司“银座”零售业经营业态方面，公司实施多业态并举、立体式发展的战略，目前涉及有百货超市复合店、超市、家居广场、家电店、购物中心、便利店、汽车4S店等多种业态，并通过第三方支付和电子商务拓展零售业经营渠道。其中百货超市复合店、购物中心和家居专卖店为三种主力业态。

百货超市复合店业态突出“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。目前公司拥有100家百货门店，经营面积合计达247.96万平方米。

购物中心业态是“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。目前公司拥有3家潍坊银座商城、银座商城玉函店（济南）和银座和谐广场（济南）。

家居专卖店业态经营主体为山东银座家居有限公司，以“银座家居广场”为统一商号。目前银座家居广场已在济南、淄博、威海、东营、临沂、滨州、青岛、潍坊、济宁等城市拥有13家家居广场门店，经营面积合计达80万平方米。银座家居广场经营范围涉及建材、家具、家装、家饰等一切与居住有关的商品和服务，是山东省内目前唯一的大型家居连锁企业，在山东省建材家居行业中处于领先地位。借鉴百货店的管理模式，采取“商场化管理，市场化经营”的方式。

家电专业店业态以“银座电器”为统一商号。公司引入三联电器管理团队，旨将做大做强“银座电器”连锁家电零售业务，使之成为银座零售业的重要组成部分。目前，公司已在山东省内14个城市开设30家家电专业店。

便利店业态全部以“统一银座”作为商号，经营主体为公司下属的银座股份与台湾统一超商股份有限公司（以下简称“统一超商”）合资组建的山东统一银座商业有限公司（以下简称“统一银座商业”，银座股份持股49%）。统一超商是世界便利店第一品牌“7-Eleven”的永久经营权获得者，是台湾地区最大的零售企业。借助统一超商在城市便利店运营方面的丰富经验，统一银座便利店自2006年以来发展迅速，目前已在山东省内拥有169家门店，占据山东便民连锁超市第一位的位置。

汽车4S店业态的经营主体为山东银座汽车有限公司。公司汽车销售明确定位于中高档主流汽车品牌4S店经营，目前在济南市内拥有7家汽车4S店和3家城市展厅，经营品牌有奥迪、

一汽大众、上海大众、长安福特、上海通用和斯柯达。

表6 2012年6月底公司汽车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
山东银座天祥汽车有限公司	长安马自达	2009.07.15

资料来源：公司提供

第三方支付业务主要由公司控股的一卡通公司制作、发行和推广应用“山东一卡通”。

“山东一卡通”是采用无线射频技术，集公交卡、商场购物卡、旅游卡等多种功能于一身的第三方支付卡，可在公交、出租、高速公路、公众旅游、公用事业缴费、餐饮娱乐、购物、加油、社区、便民性服务等领域刷卡应用。目前“山东一卡通”已在山东省内十七地市实现互联互通。2011年8月29日，一卡通公司获得由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》，该证又被业界称为“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。

电子商务方面，公司通过银座网上商城为用户提供“24小时免费送货上门、货到满意付款、7日内无条件退换货、免费上门服务、支持上门刷卡”等全方位的贵宾式服务。近年来，银座网上商城在进一步完善母婴产品的基础上，将产品线逐渐扩展到日用百货、3G数码、精品家居、化妆品、食品等诸多品类，成为公司拓展零售业经营的重要渠道。

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。目前公司零售业前五大供应商主要为：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：2010~2011年公司零售业销售规模连续位居中国连锁百强第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。目前公司控股的银座股份已成为沪深两市商业板块中的绩优企业，为零零售业筹集发展所需资金搭建了好的资本平台。

品牌优势：“银座”品牌经营设施齐备，产品质量有保障，服务质量良好，得到了消费者的认可，在山东市场具备显著的品牌优势。

发展规划

公司未来在零售业的总体发展规划是：以规模扩张为主线，实施差异化经营战略，做到“因地制宜”，通过自建、租赁、兼并、联合等多种手段，多业态并举，在形成山东市场绝对竞争优势的基础上，开拓全国市场，使“银座”成为全国零售商业的强势品牌。

在区域拓展上，继续坚持“区域集中、区域领先、立体开发”的战略，加快在青岛、烟台、威海地区和县域市场的经营网络覆盖。在地级市场，一方面完成在全省17地市的战略布局；一方面还将深入研究市场需求，探索“同城分店”错位经营、优势互补、协同发展的格局，形成密集渗透的竞争态势，达到牢牢占领市场、控制市场的目的。在县级市场，将认真总结县级店的展店经验，研究适合县级和乡镇市场发展的经营模式、商品组合和经营定位，进一步加快县级市场的发展步伐。在展店方式上，在采取租赁模式的基础上，从长远受益着眼，重视自己建店；同时将进一步研究兼并联合策略，力争实现大的突破。积极拓展省外市场，重点抓好在周边省市的发展，参与全国市场的竞争与合作，尽快把银座打造成全国性的强势品牌。

在业态选择上，公司将以百货、大卖场和购物中心为主力业态，并拓展家居等专业店和汽车、家电等专卖店，实现错位发展、优势互补、协调联动，提升“银座”的竞争优势。同

时，结合公司房地产业务，加快“SHOPPING MALL”的筹建和开业。

在发展方式上，公司将在租赁、自建的同时，运用收购、重组、兼并、合资、加盟、输出管理、策略联盟等方式，加快发展，迅速壮大规模。在加快扩张展店的同时，零售业还将做好已开店的经营调整工作，对部分主力门店在店堂环境、品类组合、商品结构等方面进行调整改造、提升档次，以更加迎合当地市场日益增长的消费需求。各新开分店也将进一步调整市场定位，提高竞争能力，确保销售稳步增长，牢牢占据竞争的主体地位。

在管理上，为更好的支持规模扩张，配送系统、信息系统和连锁体制等配套建设也将尽快建立完善。物流配送体系的建设，将结合区域扩张的特点和要求，着力构建通畅、高效的物流配送体系。信息系统建设将尽快建立以计算机管理为导向的流程管理模式，强化“进、

销、存”系统的实时掌控和数据分析能力，做到及时、全面提供经营需要的各项数据分析，用信息化手段提高经营管理效率。连锁体制建设是零售业实施扩张发展战略的根本，公司将进一步完善“总部—中心店—分店”的组织体制，为进一步做大做强零售业奠定体制基础。

主要在建项目

截至2012年6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60.5亿元，截至2012年6月底已完成投资21.07亿元，2012~2014年4月仍需投入39.43亿元。

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7 截至2012年6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 (万平方米)	建设期间	工程 进度	总投资 (亿元)	累计完成投资	资金来源
银座三期	0.67	2011.6-2012.11	75%	6	3.6	自有
临沂银座中心	4	2009.10-2013.12	48%	12	5.74	银行贷款3.85亿元，其他自筹
青岛银座中心	1.53	2011.03-2013.10	14%	16	5	开发贷6亿元，其他自筹
青岛李沧银座广场	2.69	2011.01-2013.10	25%	21	9.7	开发贷9亿元，其他自筹
济南经一路项目	3.23	2012.02-2014.04	10%	5.5	2.2	开发贷3亿元，其他自筹

资料来源：公司提供

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。2010年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2010年实现医药工业总产值11933.82亿元，同比增长27.07%。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十二五规划纲要》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。

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，其中医疗改革仍是主线，推动了基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。从中期看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

《医药工业“十二五”发展规划》的核心

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。《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。

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 家公司和山东省药科学院。主要产品是眼科、骨科中西药品、消毒与卫生护理用品、保健食品、医疗器械、医药与化工原料以及化妆品等。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1~6月，生物制药板块实现收入5.01亿元，占2011年全年的48.41%。

表 8 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 15 大系列 90 多个品种。在现有销售模式的基础上，开发网店销售，并取得了很好的收益。
山东福瑞达生物医药有 限公司	药用、食用和化妆品 用透明质酸	年生产能力 30 吨，是国内最大的透明质酸生产基地。产品远销美国、日本、欧盟、韩国等国家和地区。
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	公司已开发以骨科、妇科、内科为主的五大系列四十余个品种，并有 30 个品种陆续取得生产批件后上市，其中多采用科技含量高、国际或国内领先的制剂技术，使传统中药焕发了新的生命力。2010 年来，新立项在研品种 20 余个，其中正痹关节片、侧金盏总黄酮口腔贴片已获得国家食品药品监督管理局临床批件，正在进行临床试验。
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
山东福瑞达生物科技有 限公司	主要致力于生物多 糖、抗菌肽及生物大 分子聚合物等绿色食 品添加剂和药品原料 类产品的研制、开发 和销售。	拥有现代化的生物发酵、生化提取及纯化设备、符合 GMP 要求的空气净化系统和厂房，以及国际水平的检测仪器，生产过程实施严格的质量管理过程，保证产品质量的可靠性和稳定性。

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。此外，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，公司生物制药板块利润空间逐步收窄。

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%。然而伴随着房价的过快上涨，政府对房地产的政策取向发生了转变，由支持逐步转向收紧。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1~7月，全国房地产开发投资36774亿元，同比名义增长15.4%，较上年同期33.6%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，调控效果在限购城市逐步显现，百城价格指数开始下跌。2010年随着《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》等调控措施的实施，从2010年5月份开始，房屋销售价格同比涨幅连续8个月回落，2010年12月份新建住宅和二手住宅销售价格同比涨幅分别为7.6%和5.0%，比涨幅最高的4月份回落7.8和5.5个百分点。进入2011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，进入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。具体来看，2012 年 1~5 月百城价格指数持续下跌，6 月百城住宅均价为 8688 元/平方米，环比上涨 0.05%，结束了连续 9 个月环比下跌的态势。与去年同期相比，6 月百城住宅均价下跌 1.9%，较 2010 年以来的阶段性高点下跌 2.2%。

从房地产资金来源情况看，利用外资、自筹资金等各类资金增速均有不同程度下降。据 wind 数据显示，2011 年房地产开发企业本年资金来源 83245.94 亿元，比上年增长 14.2%，增速较上年下降 12.1 个百分点。其中，国内贷款 12563.79 亿元，与上年基本持平；利用外资 813.63 亿元，增长 2.9%，增速较上年的 64.93% 大幅下降；自筹资金 34093.4 亿元，增长 27.99%，较上年下降 20 个百分点；其他资金 35775.12 亿元，增长 8.57%，增速较上年下降 9 个百分点。2012 年 1~7 月房地产开发企业到位资金 50832 亿元，同比增长 6.2%，较上年同期大幅下降 16.9 个百分点。

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 1~7 月房地产开发企业土地购置面积 18982 万平方米，同比下降 24.3%；土地成交价款 3836 亿元，同比下降 16.9%。

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 1~7 月份，房地产开发企业房屋施工面积 489216 万平方米，同比增长 15.3%，增速比 1~6 月份回落 1.9 个百分点；房屋新开工面积 103905 万平方米，下降 9.8%，降幅比 1~6 月份扩大 2.7 个百分点；房屋竣工面积 38608 万平方米，增长 19.0%，增速回落 1.7 个百分点；销售方面，2012 年 1~7 月份，商品房销售面积 48593 万平方米，同比下降 6.6%，降幅比 1~6 月份缩小 3.4 个百分点；商品房销售额 28699 亿元，下降 0.5%，降幅缩小 4.7 个百分点。

行业政策

从行业政策来看，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 17 日，国务院发出《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。

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。行业调控将在以后相当长的时间内常态化。

2010 年，国务院出台《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，要求加快保障性安居工程建设。2010 年 6 月 12 日，住房城乡建设部等七部委联合制定《关于加快发

展公共租赁住房的指导意见》，保障性住房体系逐步完善。为确保完成全国保障性安居工程建设任务，2011 年以来，中国政府先后发布了《关于切实落实保障性安居工程资金加快预算执行进度的通知》、《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》等一系列政策措施，多渠道多层次力促保障房建设顺利推进。

中央保障房建设补助资金力度加大，多部委强调落实。由于 2011 年开工的 1000 万套保障房在今年会继续施工，加上今年新开工 700 万套的任务，保障房的在建规模将达到一个新高度，资金的需求量较往年也有所提高。今年中央财政保障房建设计划补助资金 2100 亿元，相比去年实际的 1700 亿元增长 23.1%。截至 2012 年 4 月底，中央已下达 1483 亿元补助资金，基本建成 150 万套，完成投资 2470 亿元。

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。

未来发展

房地产调控是 2011 年的市场主旋律，未来房地产调控政策在相当一段时间内仍将延续。这次严厉的调控加速了中国城市化往二三线城市的转型，未来 10 年中国将进入以二三线城市为主体的第二轮城市化。过去十余年内依赖土地增值、房价高速上涨的盈利模式在常态化的行业调控下将会发生变化。未来政府在房地产供应结构上的调整主要有四个方面：一是住房供应体系进一步健全，将加快提供基本住房保障，大量增加保障房和中低价位商品房供应，而让市场满足中高层次需求；二是将继续遏制投机投资性购房，通过健全差别化住房信贷、税收政策，来合理引导自住性和改善性住房需求；三是将坚持租售并举，注重培育和发展租赁市场及二手房市场；四是在继续增加住宅有

效供应的同时，积极引导商业地产、旅游地产、老年住宅的开发。

短期看，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，同时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。

从长远看，在政府大力转变房地产供应结构的情势下，中国房地产正在进入产业升级调整阶段。未来中国房地产行业有四个发展趋势：一是房地产产品细分化，尤其商业地产细分化；二是房地产由资本收益向现金流收益发展，更多的商业物业会采取持有运营获取长期的现金流收益；三是房地产金融会不断完善、高速发展，为中国房地产业发展注入更多丰富血液；四是房地产中介服务更加全程化、专业化。

另一方面，保障性住房建设成为国家政策支持的重点。“十二五”期间，中国城镇保障性安居工程将建设 3600 万套，覆盖面达到 20% 左右。随着各地政府对保障房建设工作的日益重视，大量低收入人群的住房需求得到有效的释放。

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) 公司房地产业务经营情况

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鲁商置业，全面负责现有房地产项目的运营工作。2008 年底，公司以定向增发方式完成了对 A 股上市公司山东万杰科技股份有限公司（ST 万杰）的重组，将主要的房地产业务注入该公司，实现了房地产业务的整合上市。交易完成后，公司下属公司合计持有 ST 万杰 52.60% 的股份，2009 年 7 月 ST 万杰更名为鲁商置业（证券代码为 600232.SH，公司持股 60.02%）。

产品开发及销售

表 9 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 1~6 月
开工面积	54	134.36	177	50
竣工面积	57	63.42	69.9	8.88
销售面积	40	53.35	87.8	35.89

资料来源：公司提供

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。

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 165.5 万平方米，总投资额 116.7 亿元，截至 2012 年 6 月底，已完成投资 67.22 亿元，未来三年仍需投入 35.58 亿元。

表10 截至2012年6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	12.4	12.4	-	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	3	3	-	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	7.3	7.3	-	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	19	11	8	2008.07 -2015.12	1#楼竣工，销售 100%（五证齐全）；2#、6#楼竣工交付预售 99.5%（五证齐全）；3#、4#、5#楼开始施工，其中 3#施工至地上 6 层，4、5#桩基施工（四证齐全）
东营银座 城市广场	商业	11	5	2.8	2.2	2004.11 -2013.12	一、二期竣工，销售 90%（五证齐全）；三期正在办理施工许可手续
青岛鲁商中心 燕儿岛	住宅+商业	74.5	70	30.72	25.58	2010.04 -2015.04	一期（住宅）正在精装，销售 95%（五证齐全）；二期 5、6、7、8、9 号楼均已封顶，正在进行内外装施工，预售 75%
合计	--	165.5	116.7	67.22	35.58	--	--

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、济宁鲁商南池公馆以及哈尔滨鲁商松江新城等项目。上述项目规划建筑面积442.34万平方米，计划总投资188.42亿元，截至2012年6月底已完成投资119.17亿元，未来仍需投入65.4亿元。

表11 截至2012年6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	34.8	25.3	9.5	2007.03 -2014	一、二期已交房（五证齐全）；三期已售完（五证齐全）；四期在售（五证齐全）。
青岛即墨 动感世代	住宅	28.43	9.60	9.2	0.4	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 98%（五证齐全），三期主体封顶，销售 99%。
青岛鲁商 蓝岸国际	住宅	35	16.02	13.52	2.5	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 25%，8 号楼未售，总体销售 60%（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	25	3	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 90%以上（五证齐全）；三期高层封顶，预售 60%。
济宁鲁商南池 公馆	住宅+商业	45	23	8	15	2011-2014	一期洋房加高层主体封顶，内外装饰，预售 75%，二期洋房封顶，高层在建
哈尔滨鲁商松 江新城	住宅+商业	215	100	38.15	35	2011-2017	一期洋房封顶，正在办理预售
合计	--	442.34	188.42	119.17	65.4	--	--

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33.5亿元，截至2012年6月底以完成投资25.9亿元，未来仍需投入7.6亿元。

表 12 截至 2012 年 6 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	13.2	8	5.2	2009.2-2014	一期已交房（五证齐全），销售率 100%；二期预售 95%（五证齐全）；三期主体封顶，开始内外装饰预售 30%（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	0.8	2008.09-2013.04	一期竣工交房，销售 100%（五证齐全）；二期销售 85%（五证齐全）。
北京顺义蓝岸丽舍项目	别墅	5.78	13	11.5	1.5	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%、三期主体封顶销售率 80%，四期一组团 8 栋洋房销售 40%（四证齐全），二组团 6 栋洋房在建
重庆云山原筑	别墅	7.5	2.50	2.4	0.1	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 80%，销售 50%。
合计	--	39.07	33.5	25.9	7.6	--	--

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6月底，公司拥有土地储备144.08万平方米，其中商业地产项目占地37.29万平方米。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108.58亿元左右，在一定程度上加大公司资金支出压力。

表 13 截至 2012 年 6 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（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	18.92	1.89	100	挂牌	4.87	2011.7
合计		144.08	37.29	482.70	--	152.51	2012-2017

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和全国重点职业技术学院；青岛酒店管理职业技术学院是全国第一家独立设置的酒店管理职业技术学院；山东烹饪高级技工学校在鲁菜的研发和制作方面享有盛誉。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，其主体业务《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，公司销售债权周转次数始终保持在较高水平，2009年~2011年分别为90.57次、116.75次和178.52次。2009~2011年，受房地产业务开发项目增长较快影响，公司存货周转次数逐年下降，2011年为1.55次。2009~2011年，公司总资产周转次数呈小幅下降趋势，2011年为0.90次。

总体看，公司经营效率正常。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的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~2011年度财务报表已经山东天恒信有限责任公司会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2012年上半年财务数据未经审计。

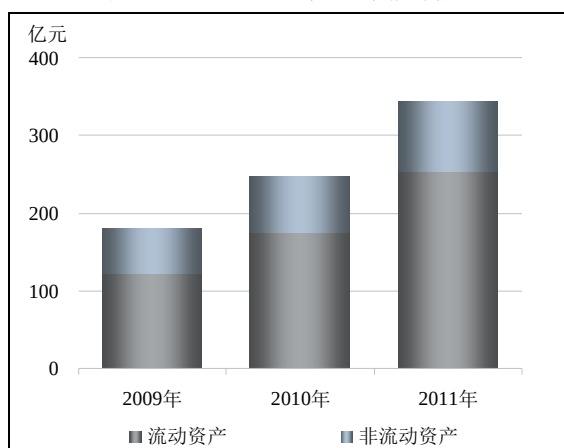
截至2011年底，纳入公司合并报表范围内的子公司13家、事业单位9家；合并报表范围较2010年新增鲁商物产有限公司、三江航天集团财务有限公司（2012年4月更名为山东商业集团财务有限公司）、山东鲁商学院和山东鲁商物流科技有限公司等4家子公司；减少1家子公司济南银座奥森热电有限公司，合并范围变化对财务数据影响不大。

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6月底，公司合并资产总额365.78亿元，所有者权益合计88.37亿元（含少数股东权益43.16亿元）；2012年1~6月，公司实现营业收入155.56亿元，利润总额4.35亿元。

2. 资产质量

图2 2009~2011年公司资产构成



资料来源：公司审计报告

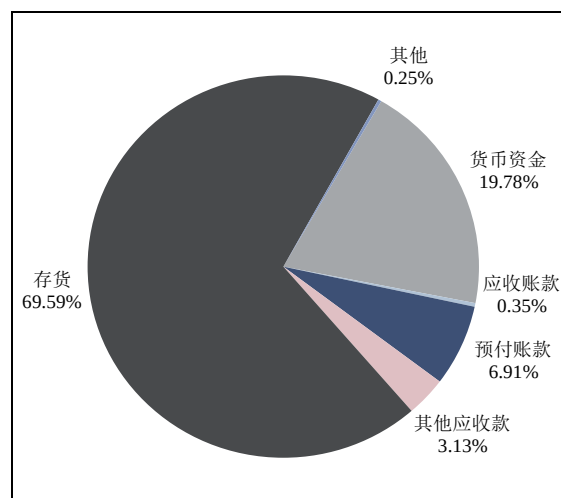
2009年~2011年，公司资产总额保持快速增长态势，年均复合增长38.09%。截至2011年底，公司资产总额343.31亿元，同比增长38.62%，主要来源于货币资金、存货和固定资产的增长。资产构成中流动资产占74.10%，非

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。

流动资产

2009年~2011年，公司的流动资产呈现较快增长趋势，年均复合增长率为44.39%。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3 2011年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2009年~2011年，公司货币资金年均复合增长11.68%。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。

2009年~2011年，公司应收账款账面价值呈现波动下降趋势，年均复合增长率为-28.74%，其中2010年较2009年大幅下降主要由于公司加大应收账款的清收力度，严格信用账期的管理。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。

2009 年~2011 年，公司其他应收款账面价值呈现波动增长，年均复合增长率为 2.18% 构成主要为公司参与房地产储备地块竞拍时所缴纳的保证金。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 14 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。

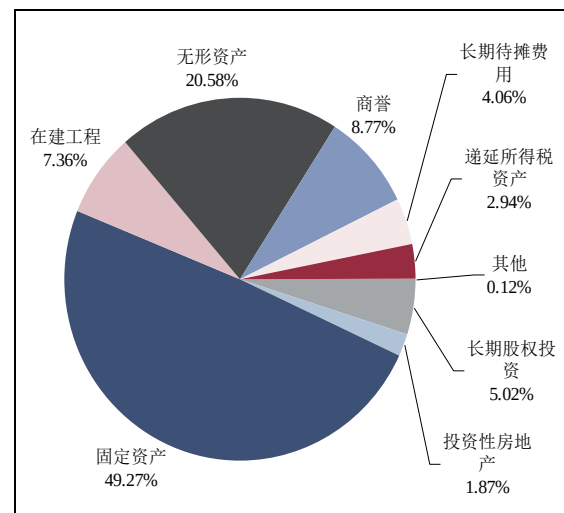
2009 年~2011 年，公司预付账款呈现波动增长趋势，年均复合增长率为 28.19%，主要受投资项目工程预付款影响。公司预付账款主要由预付在建基本建设项目的地价款、设备和工程价款以及预付材料或商品采购货款等构

成。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。

2009 年~2011 年，公司存货呈现快速增长趋势，年均复合增长率为 70.47%，主要由于房地产开发项目的快速增长。截至 2011 年底，公司存货 177.01 亿元，同比大幅增长 98.14%，存货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。

非流动资产

图4 2011年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2009 年~2011 年，公司非流动资产年均复合增长 23.78%。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%。

2009 年~2011 年，公司长期股权投资年均复合增长 36.66%。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 15 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

2009 年~2011 年，公司固定资产年均复合增长 10.43%。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。

2009 年~2011 年，公司投资性房地产增长速度较快，2011 年底为 1.66 亿元，同比大幅增长，主要来自下属购物中心等用于出租的商业物业面积增加。

2009 年~2011 年，公司在建工程呈现波动下降趋势，年均复合增长率为-4.46%，构成主要是商业零售门店的基础建设项目。截至 2011 年底，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。

2009 年~2011 年，公司无形资产年均复合增长 107.58%。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。

2009 年~2011 年，公司商誉年均复合增长 39.86%，主要是公司不断通过收购方式扩展业务，收购成本大于被购买方收购日净资产的差额确认为商誉。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 6 月底，公司资产总额 365.78 亿元，较 2011 年底增长 6.55%，其中流动资产占 73.90%，非流动资产占 26.10%，资产构成较 2011 年底基本保持稳定。流动资产中，其他应收款和存货较 2011 年底分别增长 9.48%和 6.26%；非流动资产中，投资性房地产较 2011 年底增长 75.85%，主要来自新增莱芜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 24.57%，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，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。

3. 负债及股东权益

所有者权益

2009 年~2011 年，公司所有者权益保持较快增长态势，年均复合增长 35.16%。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 6 月底，公司所有者权益合计为 88.37 亿元（含少数股东权益 43.16 亿元），较 2011 年底微增 2.82%，构成基本保持稳定。

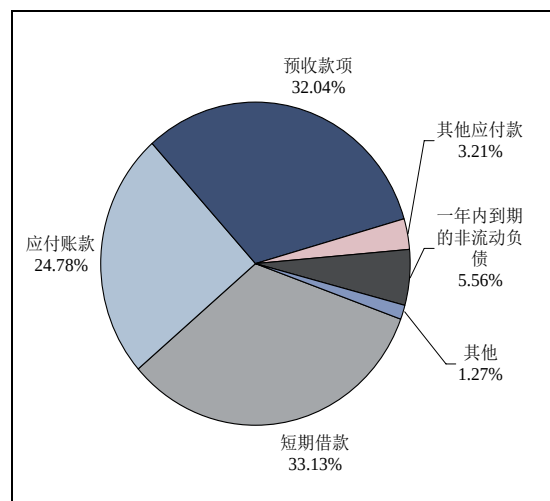
总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2009 年~2011 年，随着公司规模扩大，公司负债保持较快增长态势，年均复合增长 39.10%。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 5 2011 年底公司流动负债构成

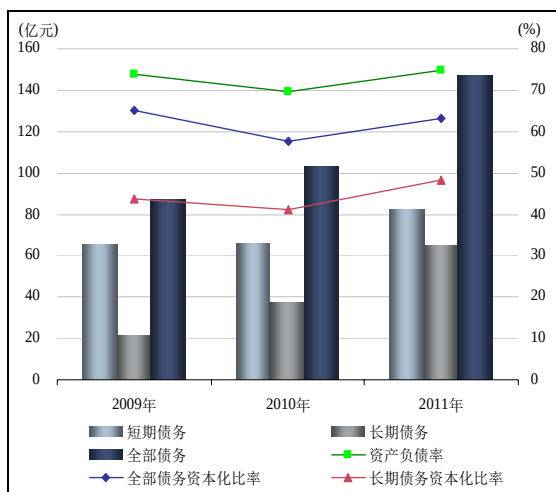


资料来源：公司审计报告

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）。

图6 2009~2011年公司债务指标



资料来源：公司审计报告

截至2012年6月底，公司负债总额277.41亿元，较2011年底增长7.79%，非流动负债占比上升至36.79%。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10亿元，主要是公司于2012年6月非公开发行一期额度为10亿元的定向债务融资工具“12鲁商PPN001”。

2009年~2011年，公司全部有息债务年均复合增长29.85%。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6月底，公司全部债务为165.90亿元，较2011年底增加18.94亿元，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。

2009年~2011年，公司债务负担呈波动上升趋势，其中2010年下属上市子公司银座股份完成定向股权融资募集资金12亿元，使得资产负债率较2009年底下降4.29个百分点。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%，债务水平同比显著上升。2012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75.84%、65.25%和47.75%，债务负担较2011

年底略有上升。

总体看，公司的负债以流动负债为主，符合零售企业的特性。近几年来，公司业务扩张迅速，债务规模增长较快，债务负担加重。

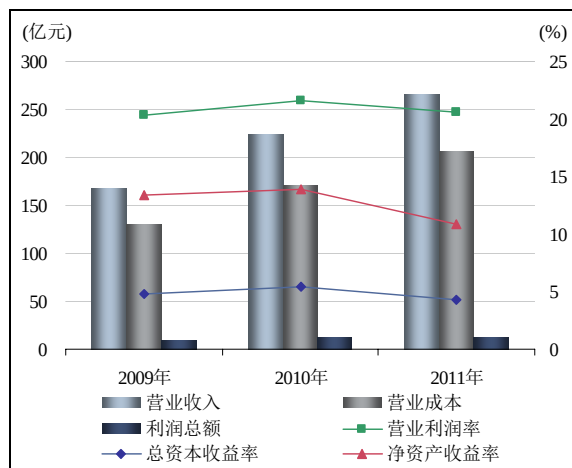
4. 盈利能力

2009年~2011年，公司营业收入年复合增长25.63%，主要来自商业零售收入的增长。2011年公司实现营业收入265.79亿元，同比增长18.82%；2009年~2011年，公司营业成本年均复合增长25.70%，增幅略高于营业收入，2011年为206.74亿元，同比增长20.30%。2009年~2011年，公司营业利润率呈小幅波动上升趋势，2011年为20.60%，同比下降1个百分点。

2009年~2011年，公司三项费用占营业收入的比重波动上升，2011年为16.65%；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年公司实现营业外收入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。

图7 2009~2011年公司盈利指标



资料来源：公司审计报告

2009年~2011年，公司利润总额年复合增长13.11%，2011年为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%。

2012 年 1~6 月,公司实现营业收入 155.56 亿元,利润总额 4.35 亿元,分别为 2010 年全年的 58.53%和 38.22%;营业利润率较 2011 年有所下滑,为 17.86%,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,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

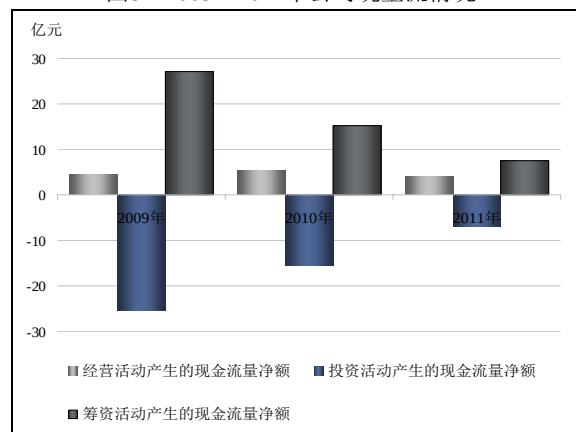
2009 年~2011 年,公司经营活动产生的现金流入量规模较大,年均复合增长 24.81%。2011 年公司的销售商品、提供劳务收到现金 335.00 亿元;2009 年~2011 年,公司经营活动现金流出量年均复合增长 50.87%,增速高于现金流入量,2011 年为 743.70 亿元;近年来,由于公司零售业店面扩张以及房地产项目开发规模增长较快,每年有较大量的保证金缴付和收回,相应的其他与经营活动有关的现金流入和流出金额较大且增加较快,2011 年分别为 412.86 亿元和 392.23 亿元。2011 年公司经营活动的现金流量净额 4.20 亿元。从收入实现质量看,2009 年~2011 年公司现金收入比率分别为 127.70%、103.97%和 126.04%,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。

图8 2009~2011年公司现金流情况



资料来源:公司审计报告

2012 年 1~6 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 2.72 亿元、-3.12 亿元和 5.25 亿元。

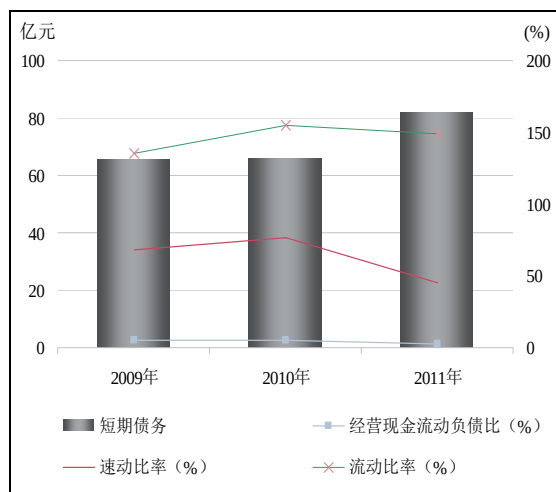
综合以上,随着公司经营规模扩大,公司经营活动产生的现金流入规模扩大,经营活动获现能力较好,但公司零售业拓展店面以及房地产项目的投资规模较大,公司对外部融资依赖性较大。

6. 偿债能力

2009 年~2011 年,公司流动比率和速动比率有所波动,三年平均值分别为 147.89%和 59.03%;其中受存货大幅增长影响,速动比率下降较快。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 6 月底,公司流动比率和速动比率分别为 154.16%和 46.94%,较 2011 年底有所上升。2009 年~2011 年,公司经营现金流动负债比有所下降,三年

平均值为 3.57%，2011 年为 2.45%。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。

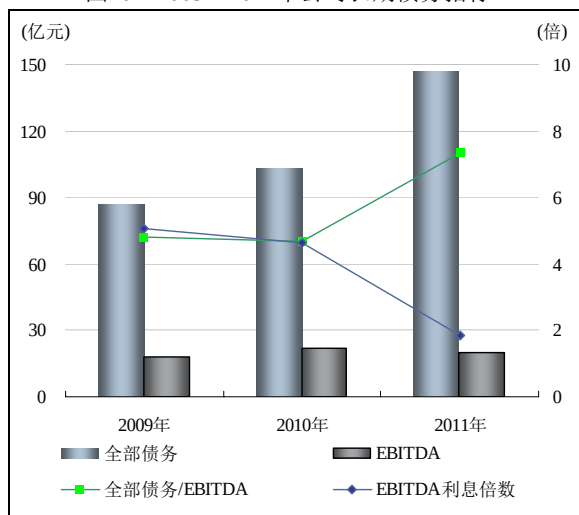
图9 2009~2011年公司短期债务指标



资料来源：公司审计报告

从长期偿债能力看，2009~2011 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.04 倍、4.63 倍和 1.83 倍，三年平均值为 3.31 倍；全部债务/EBITDA 三年平均值为 6.03 倍，2011 年为 7.34 倍，公司 EBITDA 对全部债务保障能力呈下降趋势，目前保障能力一般。

图10 2009~2011年公司长期债务指标



资料来源：公司审计报告

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至2012年6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，公司间接融资渠道畅通。

公司于2006年、2008年、2009年、2010年和2011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6月和8月分两期非公开发行合计20亿元的定向债务融资工具“12鲁商PPN001”和“12鲁商PPN002”。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融资能力。

表 16 截至 2012 年 8 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 PPN001	10 亿元	2012/6/13-2013/6/13
12 鲁商 PPN002	10 亿元	2012/8/17-2013/8/17
合计	50 亿元	--

截至2011年底，公司对外担保额1.08亿元，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。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201208941297），截至2012年8月30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。

8. 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。

八、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 15 亿元，占 2012 年 6 月底公司全部债务的 9.04%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2012 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 75.84%、65.25%和 47.75%，以公司 2012 年 6 月底报表财务数据为基础，考虑公司于 2012 年 8 月非公开发行 10 亿元的定向债务融资工具“12 鲁商 PPN002”，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 77.39%、68.36%和 54.48%，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，公司债务负担可能略低于预计值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

截至2012年6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）56.31 亿元，为本期中期票据的3.75倍。公司现金类资产对本期中期票据保障能力强。

2009 年～2011 年，公司 EBITDA 分别为 18.20 亿元、22.00 亿元和 20.03 亿元，分别为本期中期票据发行额的 1.21 倍、1.47 倍和 1.34 倍。2009 年～2011 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 331.30 亿元、345.46 亿元和 747.90 亿元，分别为本期中期票据发行额的 22.09 倍、23.03 倍和 49.86 倍；经营活动产生的现金流量净额分别为 4.57 亿元、5.42 亿元和 4.20 元，分别

为本期中期票据发行额的 0.30 倍、0.36 倍和 0.28 倍。综合看，经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高，但 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

九、结论

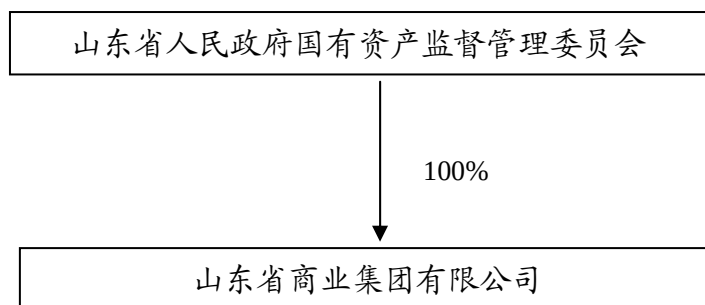
公司是山东省国资委全资直属的大型企业集团，目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒在内的多元化业务格局，核心的商业零售业务在山东及周边市场已具备了显著的品牌优势和规模优势，整体竞争实力强。

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；债务负担较重，未来投资项目资金需求量大，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。

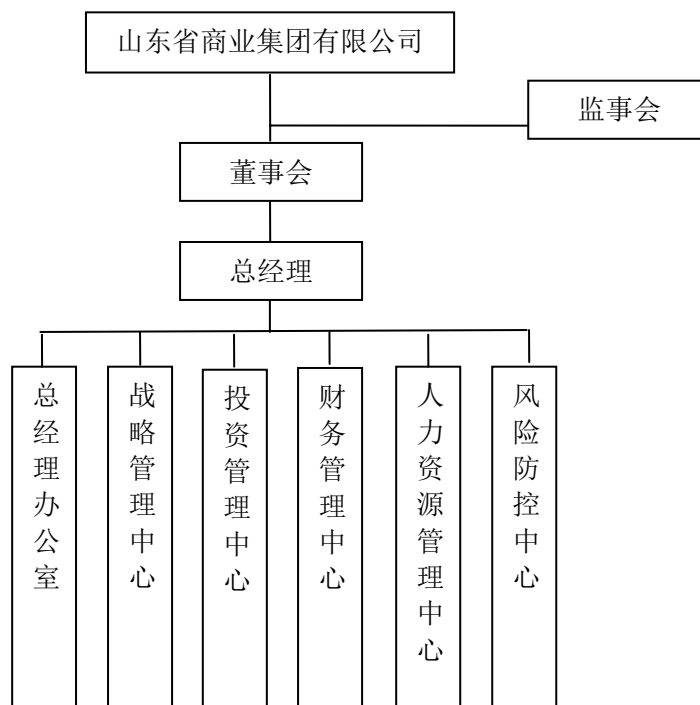
公司现金类资产充裕，经营活动现金流入量大，对本期拟发行中期票据覆盖程度高；公司直接、间接融资渠道畅通。

综合看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 山东省商业集团有限公司股权结构图



附件 1-2 山东省商业集团有限公司组织机构图



附件 1-3 截至 2012 年 6 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 (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	20500.00	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	141.65	9.58	73.98
银座集团股份有限公司	济南	商业零售	5630.25	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	1350.00	33.75	
鲁商集团有限公司	济南	对外投资、房地产开发等	22790.57	50.33	
鲁商置业股份有限公司	淄博	房地产开发	60078.10	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	500.00	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。	11500.00	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	5000.00	100	
山东鲁商物流科技有限公司	济南	物流仓储	1680.00	80	
山东省商业集团财务有限公司	济南	金融行业	58909.82	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 6 月
流动资产：					
货币资金	403355.98	455434.65	503054.30	11.68	551483.60
交易性金融资产	731.59	719.73	173.08	-51.36	1000.00
应收票据	6277.72	8594.40	6292.86	0.12	10634.43
应收账款	17389.73	6057.75	8831.66	-28.74	9987.30
预付款项	106908.26	268308.37	175669.30	28.19	162822.38
应收利息					
应收股利					
其他应收款	76296.04	125984.59	79657.31	2.18	87205.93
存货	609109.74	893384.15	1770134.79	70.47	1880160.72
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	1220069.05	1758483.64	2543813.31	44.39	2703294.35
非流动资产：					
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	46225.99
投资性房地产	584.26	555.27	16635.87	433.60	29253.88
固定资产	359278.04	373872.22	438158.85	10.43	465284.03
在建工程	71698.67	44711.73	65446.62	-4.46	81528.12
工程物资	18.78	324.64	0.33	-86.80	1.90
固定资产清理	1086.84	1087.89	1087.89	0.05	1087.89
无形资产	42480.33	176118.98	183052.06	107.58	184116.44
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	32113.38
递延所得税资产	13918.32	18553.98	26145.65	37.06	24941.08
其他非流动资产					
非流动资产合计	580419.09	718183.53	889265.64	23.78	954540.34
资产总计	1800488.15	2476667.17	3433078.95	38.09	3657834.69

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 6 月
流动负债：					
短期借款	391754.87	423012.53	566870.93	20.29	625358.22
交易性金融负债					
应付票据	49985.00	13850.00	7638.06	-60.91	20252.08
应付账款	66769.98	126876.32	423985.34	151.99	383568.95
预收款项	203167.75	372756.47	548270.74	64.27	616277.28
应付职工薪酬	4922.27	9281.91	6043.83	10.81	11900.80
应交税费	30157.66	31239.81	-13790.46	--	-40113.21
应付利息	942.76	8715.29	15514.98	305.67	5911.28
应付股利	6501.85	6108.39	6358.97	-1.10	13024.07
其他应付款	83008.91	71848.52	54870.93	-18.70	61730.50
一年内到期的非流动负债	64385.00	71105.00	95191.35	21.59	55703.81
其他流动负债					
流动负债合计	901596.04	1134794.24	1710954.67	37.76	1753613.77
非流动负债：					
长期借款	215469.32	303582.65	499868.99	52.31	557704.01
应付债券	150000.00	220000.00	300000.00	41.42	400000.00
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
非流动负债合计	428456.13	588388.81	862675.15	41.90	1020510.16
负债合计	1330052.17	1723183.05	2573629.82	39.10	2774123.93
所有者权益：					
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			37.39		37.39
未分配利润	57936.15	77239.83	95127.25	28.14	109171.07
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	438037.42	29.35	452081.24
少数股东权益	208661.87	376168.09	421411.71	42.11	431629.52
所有者权益合计	470435.97	753484.12	859449.13	35.16	883710.76
负债和所有者权益总计	1800488.15	2476667.17	3433078.95	38.08	3657834.69

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 1~6 月
一、营业收入	1684089.51	2236833.83	2657873.94	25.63	1555641.08
减: 营业成本	1308404.61	1718504.15	2067425.24	25.70	1260040.37
营业税金及附加	34091.25	35279.31	42898.66	12.18	17813.65
销售费用	163215.04	232800.96	301821.72	35.99	144838.12
管理费用	70482.70	98491.75	120376.92	30.69	68542.25
财务费用	34981.62	45839.42	20277.63	-23.86	23807.16
资产减值损失	-7137.29	11163.61	4807.17	--	853.18
加: 公允价值变动收益	85.53	52.20	-12.65	--	0.00
投资收益	6857.85	6988.71	3227.11	-31.40	3182.10
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	86994.95	101795.54	103481.06	9.06	42928.46
加: 营业外收入	6530.54	18375.90	14946.03	51.28	2506.13
减: 营业外支出	4538.13	3849.25	4578.13	0.44	1959.34
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	88987.35	116322.19	113848.96	13.11	43475.25
减: 所得税费用	27873.93	31207.19	25950.55	-3.51	19213.62
四、净利润	61113.42	85115.00	87898.41	19.93	24261.63
其中: 归属于母公司所有者的净利润	35288.95	45446.05	33423.63	-2.68	14043.83
少数股东损益	25824.47	39668.95	54474.78	45.24	10217.81

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 1~6 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	3349967.26	24.81	1891803.28
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	563288.46
经营活动现金流入小计	3312955.16	3454634.87	7479027.22	50.25	2455091.74
购买商品、接受劳务支付的现金	1766887.66	1815639.11	3147826.45	33.48	1780914.61
支付给职工以及为职工支付的现金	79166.37	82365.71	170718.57	46.85	91083.62
支付的各项税费	90342.32	110218.88	196211.60	47.37	99569.03
支付其他与经营活动有关的现金	1330841.45	1392202.53	3922290.97	71.67	456353.40
经营活动现金流出小计	3267237.80	3400426.22	7437047.58	50.87	2427920.67
经营活动产生的现金流量净额	45717.36	54208.64	41979.64	-4.18	27171.07
二、投资活动产生的现金流量:					
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	--	82.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收	1599.65	0.00	2678.14	29.39	201.34
处置子公司及其他营业单位收到的现金净	11.30	0.00	0.00	-100.00	0.00
额					
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	198029.26	--	0.00
投资活动现金流入小计	1610.95	5895.84	242386.03	1126.63	283.84
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支	214196.92	144457.24	114129.42	-27.01	29114.53
投资支付的现金	17698.37	14740.62	22345.92	12.37	1275.65
取得子公司及其他营业单位支付的现金净	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
投资活动现金流出小计	256781.62	159197.86	311888.86	10.21	31444.41
投资活动产生的现金流量净额	-255170.67	-153302.01	-69502.83	-47.81	-31160.57
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	66775.00	427.46	0.00
取得借款收到的现金	929171.77	499610.59	374231.09	-36.54	329130.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	230000.00	--	100000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	60619.78	0.00	456710.79	174.48	7650.65
筹资活动现金流入小计	992191.71	594560.09	1127716.89	6.61	436780.65
偿还债务支付的现金	591188.31	398139.87	724946.58	10.74	269852.69
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	67019.57	45248.18	140942.71	45.02	65018.36
支付其他与筹资活动有关的现金	63617.10	0.00	186642.79	71.28	49447.97
筹资活动现金流出小计	721824.98	443388.05	1052532.08	20.75	384319.02
筹资活动产生的现金流量净额	270366.73	151172.05	75184.81	-47.27	52461.63
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.08	0.00	-41.96	2259.47	-42.84
五、现金及现金等价物净增加额	60913.34	52078.67	47619.65	-11.58	48429.30
加: 期初现金及现金等价物余额	342442.64	403355.98	455434.65	15.32	503054.30
六、期末现金及现金等价物余额	403355.98	455434.65	503054.30	11.68	551483.60

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(%)
1.将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	61113.42	85115.00	87898.41	19.93
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				
经营活动产生的现金流量净额	45717.36	54208.64	41979.64	-4.18
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况：				
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				
现金及现金等价物净增加额	60913.34	52078.67	47619.65	-11.58

附件 5 公司主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
经营效率				
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	121.61
盈利能力				
营业利润率(%)	20.28	21.60	20.60	17.86
总资本收益率(%)	7.67	8.49	5.85	--
净资产收益率(%)	13.44	13.91	10.90	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	31.41	33.15	43.06	47.75
全部债务资本化比率(%)	64.95	57.79	63.10	65.25
资产负债率(%)	73.87	69.58	74.97	75.84
偿债能力				
流动比率(%)	135.32	154.96	148.68	154.16
速动比率(%)	67.76	76.23	45.22	46.94
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	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度	1.21	1.47	1.34	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	22.09	23.03	49.86	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.30	0.36	0.28	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.40	-0.66	-0.18	--

注： 1.公司 2012 年上半年财务数据未经审计。

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调整并已计入短期债务。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
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 2012 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跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

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。

