

信用等级公告

联合[2018] 1060 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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⁺，“17 鲁商 CP001”、“17 鲁商 CP002”和“17 鲁商 CP003”的信用等级为 A-1，“13 鲁商 MTN001”、“14 鲁商 MTN002”、“15 鲁商 MTN001”、“15 鲁商 MTN002”和“17 鲁商 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。



联合资信评估有限公司

二零一八年六月十四日

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跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

债券简称	余额	到期 兑付日	跟踪评 级结果	上次评 级结果
17 鲁商 CP001	10 亿元	2018/09/13	A-1	A-1
17 鲁商 CP002	10 亿元	2018/11/09	A-1	A-1
17 鲁商 CP003	6 亿元	2018/12/19	A-1	A-1
13 鲁商 MTN001	8 亿元	2018/11/20	AA ⁺	AA ⁺
*14 鲁商 MTN002	7 亿元	2019/12/25	AA ⁺	AA ⁺
*15 鲁商 MTN001	10 亿元	2020/06/25	AA ⁺	AA ⁺
*15 鲁商 MTN002	9 亿元	2020/08/12	AA ⁺	AA ⁺
17 鲁商 MTN001	10 亿元	2020/10/20	AA ⁺	AA ⁺

注: *为永续中期票据, 所列到期兑付日为首个约定赎回日。

跟踪评级时间: 2018 年 6 月 14 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	61.35	70.54	63.76	52.22
资产总额(亿元)	707.72	836.18	847.52	838.84
所有者权益合计(亿元)	142.66	146.80	135.72	136.28
短期债务(亿元)	273.59	284.59	263.60	302.93
长期债务(亿元)	88.67	152.01	144.37	101.23
全部债务(亿元)	362.27	436.61	407.97	404.15
营业总收入(亿元)	352.25	343.42	365.58	100.27
利润总额(亿元)	8.77	7.76	7.13	1.97
EBITDA(亿元)	29.07	37.51	30.52	--
经营性净现金流(亿元)	0.11	0.13	38.92	1.01
营业利润率(%)	17.29	17.99	17.52	16.75
净资产收益率(%)	3.06	2.93	2.73	--
资产负债率(%)	79.84	82.44	83.99	83.75
全部债务资本化比率(%)	71.75	74.84	75.04	74.78
流动比率(%)	141.11	158.39	139.34	139.17
经营现金流负债比(%)	0.03	0.03	8.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.46	11.64	13.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.36	1.46	1.61	--

注: 1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计; 2. 全部债务中包括其他非流动负债中长期应付债券 40 亿元, 应付债券中短期债券已调整至短期债务; 3. 所有者权益中包括永续中期票据募集资金净额 25.70 亿元, 相关债券未计入全部债务。

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”)作为山东省国资委控股的国有企业, 继续巩固商业零售、生物制药、房地产、教育和传媒等在内的多元化业务格局, 零售主业实现销售回暖, 营业收入保持较大规模。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司房地产业务盈利能力偏弱且存货规模大, 利率上扬导致财务费用高企, 公司债务负担重且短期偿债压力很大, 未来投资规模大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

2017 年以来, 公司抓住实体零售增长回暖的契机拓展销售, 零售业收入止跌回升, 房地产经营性现金流入随售价的提升和回款力度的加大而有所好转, 公司整体现金流状况有所改善。跟踪期内, 山东省国资委将公司改建为国有资本投资公司并对公司进行重新定位。山东省经济快速发展、居民消费能力增强, 公司在山东省零售行业中市场地位突出, 未来结合山东省政府政策红利和股东支持, 随着降负债工作的持续推进, 以及各板块业务的进一步协同发展, 公司信用基本面将得到支撑。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 维持“13 鲁商 MTN001”、“14 鲁商 MTN002”、“15 鲁商 MTN001”、“15 鲁商 MTN002”和“17 鲁商 MTN001”的信用等级为 AA⁺, 维持“17 鲁商 CP001”、“17 鲁商 CP002”和“17 鲁商 CP003”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司是山东省国资委下属国有企业, 完成国有资本投资公司改建, 重新定位为山东省国资委旗下重要战略投资及融资、产业整合和创业投资主体, 政府支持力度大。

分析师

景雪 陈婷

邮箱: 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)

网址: www.lhratings.com

2. 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, 旗下控股银座集团股份有限公司和鲁商置业股份有限公司两家上市公司。
3. 公司是山东省零售行业的龙头企业, 零售网点不断增加、销售规模持续扩大, “银座”品牌知名度高, 区域竞争优势得到保持; 截至2018年3月底, 公司拥有百货及百货超市复合门店、便利店等共计430家门店, 经营面积527.90万平方米。
4. 2017年以来, 公司房地产业务销售均价有所提升, 加大成本控制和回款力度, 鲁商置业股份有限公司经营活动现金流转正, 带动公司整体经营获现大幅提升。
5. 公司现金类资产对存续期内短期融资券的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内, 公司零售及房地产业务盈利空间维持低位, 在建及在售地产项目区域以二、三线城市为主, 开发及销售时间较长, 受政策及市场影响去库存压力较大。
2. 公司资产中存货及其他应收款持续攀高, 对资金形成占用, 弱化资产流动性。
3. 公司债务负担重, 资产中房地产开发成本及开发产品存货、其他应收款占比高, 资金占用明显, 短期偿债压力很大, 未来随着零售和房地产持续投资, 对外融资压力大。
4. 公司存续多只中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 且一旦出现递延, 累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由山东省商业集团有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东省商业集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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，2010年更为现名。2006~2008年间，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”）、山东省财政厅多次批复对公司进行国有资本金转入和股权增资。2011年12月和2012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，山东省国资委以国有资本经营预算支出为公司增资合计4.20亿元。2015年，山东省国资委决定将公司30%股权无偿划转至山东省社保基金理事会，股权划转于2017年5月完成。截至2018年3月底，公司注册资本为人民币12.20亿元¹，山东省国资委为公司控股股东和实际控制人。

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的业务体系，产业布局涉及教育、传媒等众多行业，旗下控股银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”）和鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”）两家上市公司。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。

¹ 截至2018年3月底，公司实收资本为22.52亿元，除股东直接投资12.20亿元外，其余为山东省财政厅向公司未持股但纳入公司合并范围代管的事业单位的资本金拨款。

截至2018年3月底，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、风险防控中心共6个职能部门；纳入合并报表范围内全资二级子公司22家，事业单位6家。

截至2017年底，公司合并资产总额847.52亿元，所有者权益合计135.72亿元（含少数股东权益49.37亿元）；2017年公司实现营业总收入365.58亿元，利润总额7.13亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额838.84亿元，所有者权益合计136.28亿元（含少数股东权益49.72亿元）；2018年1~3月，公司实现营业总收入100.27亿元，利润总额1.97亿元。

公司注册地址：山东省济南市山师东路4号；法定代表人：王仁泉。

三、募集资金使用情况

公司存续期内中期票据5期、短期融资券3期，募集资金均已按计划使用完毕，且跟踪期内已于相关债券付息日足额付息。

表1 截至2018年5月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17鲁商CP001	10.00	10	2017/09/13	2018/09/13
17鲁商CP002	10.00	10	2017/11/09	2018/11/09
17鲁商CP003	6.00	6	2017/12/19	2018/12/19
13鲁商MTN001	8.00	8	2013/11/20	2018/11/20
*14鲁商MTN002	7.00	7	2014/12/25	2019/12/25
*15鲁商MTN001	10.00	10	2015/06/25	2020/06/25
*15鲁商MTN002	9.00	9	2015/08/12	2020/08/12
17鲁商MTN001	10.00	10	2017/10/20	2020/10/20

注：*为永续中期票据，所列到期兑付日为首个约定赎回日。

根据永续中期票据“14鲁商MTN002”、“15鲁商MTN001”和“15鲁商MTN002”

的发行条款，在赎回权方面，上述中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在上述中期票据发行第5年及之后的每年均具有可赎回权。

在利率方面，在上述中期票据第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。本期中期票据采用固定利率计息，前5个计息年度利率保持不变，自第6个计息年度起，每5年重置一次票面利率。其中前5个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差，如公司在第5年不行使赎回权，从第6~10个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加300个基点，此后每5年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。如因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

在递延利息支付方面，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及已经递延的所有利息及其孳息。强制付息事件是指在付息日前12个月内，如果公司向普通股股东分红（包括上交国有资本收益）、减少注册资本或公司下属上市公司向普通股股东分红，公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息。2017年全年，公司未接到山东省国资委的缴纳通知，因此未上交国有资本收益。截至本报告日，银座股份已于2017年8月完成2016年度分红；鲁商置业由于各地产开发项目对资金需求依然较大，且年度母公司可供分配利润仍为负数，近年持续未分红。由此，公司递延利息支付可能性小。

综合以上分析，公司存续期内永续中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息

递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇

储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较上年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，

如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好、政府性债务风险管控加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍

将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

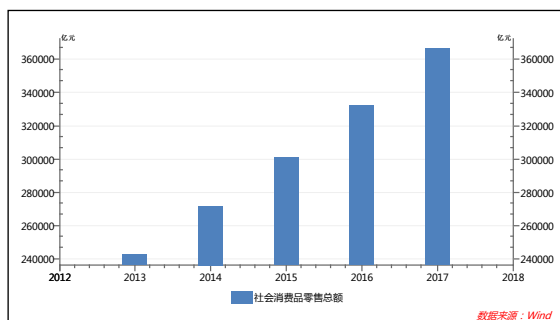
五、行业及区域经济环境

1. 商业零售业

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。

根据国家统计局数据发布，2017年全年，中国社会消费品零售总额为366262亿元，比2016年增长10.2%，增速较2016年放缓0.2个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额314290亿元，增长10.0%；乡村消费品零售额51972亿元，增长11.8%。按消费类型统计，商品零售额326618亿元，增长10.2%；餐饮收入额39644亿元，增长10.7%。

图1 近年社会消费品零售总额（单位：亿元）



资料来源：Wind资讯

根据中华全国商业信息中心统计，2017年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长2.8%，增速快于2016年3.3个百分点。其中，粮油食品类增长3.1%，增速提高3.6个百分点；服装类增长4.3%，增速提高4.1个百分点；化妆品类增长9.5%，增速提高8.1个百分点；日用品类增长0.1个百分点，增速提高0.5个百分点；家用电器类增长2%，增速提高1.5个百分点。

2017年全年，网上实物商品零售额实现54806亿元，同比增长28%，增速比2016年加快2.4个百分点，对社会消费品零售总额增长的贡献率为35.4%，比2016年提高8.06个百分点，拉动社会消费品零售总额增长3.61个百分点，比2016年提高0.76个百分点。网上实物商品零售额占社会消费品零售总额的比重为15%，比2016年提高2.4个百分点。2017年，网下实体店零售额同比增长7.6%，增速较2016年放缓0.9个百分点。

虽然2017年实体店零售额增速有所回落，但从2017年初，中国宏观经济稳中向好，零售市场景气度于2017年下半年步入复苏阶段。整体消费市场结构升级，实体零售企业加快转型升级，具体体现在开拓新零售新业态、发展农村消费市场、提升供应链、增强消费者体验等多个方面，线上、线下消费市场更加协同发展，零售企业效益得到提高。

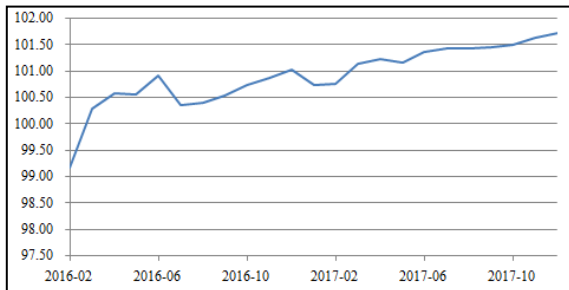
总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，实体零售企业通过开拓新零售新业态、发展农村消费市场、提升供应链、

增强消费者体验等进行转型升级和改革创新，实现线上、线下消费品市场协同发展。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的发展态势。

2. 房地产行业

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图2 2016年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开

发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，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，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

政策方面，2017年以来，北京、上海、石家庄、郑州、广州等先后发布了对本地楼市的收紧政策，掀起了新一轮楼市收紧调控浪潮。北京发布了《关于完善商品住房销售和差别化信贷政策的通知》，明确首套房“认房又认贷”，具体为1、企业购买的商品住房再次上市交易，需满3年及以上，若其交易对象为个人，按照本市限购政策执行。2、a：居民家庭名下在本市无住房且无商业性住房贷款记录、公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的执行现行首套房政策，即首付款比例不低于35%，购买非普通住房的首付款比例不低于40%（自主型商品住房、两限房等政策性住房除外）。b：居民家庭名下在本市已拥有一套住房，以及在本市无住房但有商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的首付款比例不低于60%，购买非普通自住房的首付款比例不低于80%。3、暂停发放贷款期限25年（不含25年）以上的个人住房贷款（含住房公积金贷款）。317限贷政策，精准打击借公司名义购房的炒房客，以及改善大房子的改善型刚需。2017年7月，中共中央政治局召开会议，针对

房地产市场，会议强调“稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制”，中国首部住房租赁法规公开征求意见，租售同权开始进行地区试点，受此影响，房地产市场明显降温。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

3. 山东省经济发展概况

公司业务主要集中在山东省范围内，山东省经济发展对公司经营产生直接影响。

据山东省统计局公布的《2017年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2017年山东省经济运行稳中有进，全省实现生产总值(GDP)72678.2亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。其中，第一产业增加值4876.7亿元，增长3.5%；第二产业增加值32925.1亿元，增长6.3%；第三产业增加值34876.3亿元，增长9.1%。产业结构调整优化，三次产业比例由上年的7.3:45.4:47.3调整为6.7:45.3:48.0。人均生产总值72851元。

居民人均收入稳步增长，消费能力进一步

增强。2017年城镇居民人均可支配收入36789元，比上年增长8.2%；人均消费支出23072元，增长7.3%。农村居民人均可支配收入15118元，增长8.3%；人均消费支出10342元，增长8.6%。城镇、农村居民人均现住房建筑面积分别为37.6平方米和42.5平方米。年末民用汽车拥有量1952.9万辆，增长11.3%。其中，私人轿车1140.1万辆，增长11.7%。

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。2017年社会消费品零售总额33649.0亿元，比上年增长9.8%。其中，餐饮收入3602.6亿元，增长10.5%；商品零售30046.4亿元，增长9.7%。城镇消费品零售额26814.5亿元，增长9.7%；乡村消费品零售额6834.5亿元，增长10.3%。

2017年，山东省房地产开发投资稳定增长。房地产开发投资6637.2亿元，比上年增长5.0%。其中，住宅投资4929.5亿元，增长5.1%。房屋施工面积63563.2万平方米，增长6.0%。其中，住宅施工面积46742.1万平方米，增长5.9%。竣工面积8429.1万平方米，增长2.1%。其中，住宅竣工面积6406.5万平方米，增长0.8%。商品房销售面积12813.2万平方米，增长8.7%。其中，住宅销售面积11201.0万平方米，增长5.7%。

总体看，跟踪期内，山东省经济保持较大规模且发展形势良好，为公司经营提供了有利的外部环境；居民消费能力稳步增强，为省内零售业提供了良好的发展环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司为山东省国资委控股的大型国有企业，持股比例为70%；山东省社保基金理事会持股30%。公司实际控制人为山东省国资委。

2. 公司规模

公司作为山东省零售行业的龙头企业，持续巩固其现代零售业为主，生物制药和房地产

为辅的经营格局及规模。

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2018年3月底，公司拥有163家百货及百货超市复合门店、205家便利店、11家家居店、5家购物中心、37家家电专营店、9家汽车专营店（6家4S店和3家城市展厅），经营面积合计527.90万平方米。公司控股的银座股份（证券代码为600858.SH，2018年3月底公司直接持股24.49%，公司合并范围持股33.86%，其中子公司山东银座商城股份有限公司持有的390.42万股已质押）为A股上市公司，为零售业筹集发展所需资金搭建了资本平台。在中国连锁经营协会“2017年中国连锁百强”名单中，银座股份以152.16亿元（含税）的销售规模，位列百强第44位。

生物制药方面，公司下属山东福瑞达医药集团公司（以下简称“福瑞达医药”）是以山东省药学院为技术依托，集科、工、贸于一体的大型医药企业集团公司，经营业务涉及药品、原料药、医疗器械、消毒卫生用品、化妆品、保健食品及食品等多个领域，拥有“颈痛片”等多个自有品牌，并为“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道。福瑞达医药参股的合作医药生产商山东博士伦福瑞达制药有限公司为国内最大的眼科药品生产基地，是中国制药工业企业100强；福瑞达医药骨科主导产品“施沛特”注射液在国内市场占有率超过40%。福瑞达医药下属的山东福瑞达生物化工有限公司为全球最大的玻璃酸钠研发及生产基地，产品不仅在国内市场占据主导地位，远销欧美、日本、韩国等国际市场。目前福瑞达医药拥有12家下属企业和1家省级科研院所、3个省级实验室。

公司房地产业务经营主体为A股上市公司鲁商置业，证券代码为600223.SH，2018年3月底公司直接持股53.02%（无质押）。公司房地产业务与公司零售、酒店等其他板块有机结合，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2017年底，鲁商置业在建面积282.35万平方米，全年房地产实际投资额达60.41亿元。

3. 股东支持

政府支持方面，山东省人民政府将公司作为重点培育的产业集团之一，将省财政厅、省计委提供给公司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。此外，隶属公司管理的科研院所和教育产业持续获得国家财政的资金支持，2017年公司获得各项政府补助为5646.38万元，同比持续增长。

2016年，根据《山东省国资委关于山东省商业集团有限公司改建国有资本投资公司实施方案的批复》（鲁国资企改字〔2016〕18号），山东省国资委同意将公司改建为国有资本投资公司，将公司功能定位为贯彻省委省政府战略意图、积极参与相关重大产业转型项目和公共服务项目的战略投资主体，以市场方式进行资本运作的融资主体，以资本为纽带对企业内外部资源进行重组整合的产业整合主体，以能够发挥集团资源优势的新兴业务为重点的创业投资主体。到2020年，集团将着力打造成为以零售为主业，以地产和金融为平台，以商业综合体和健康产业为协同发展载体，跨区域布局、多业态协同、运营力领先的现代服务业国有资本投资公司。

2018年1月，国务院正式批复《山东省新旧动能转换综合试验区建设总体方案》，在山东省规划的新旧动能转换“十强”产业中，公司将结合自身重点培育的新型业务，进一步做强医养健康、现代金融、精品旅游（托管单位业务）等新兴产业相关业务，并依靠集团优势业务打造新旧动能转换发展平台。

总体看，考虑到山东省经济快速发展、居民消费能力增强，公司在山东省零售行业中市场地位突出，未来结合山东省政府政策红利和股东支持，随着地产、医药、教育、传媒等业

务板块的逐步协同发展，公司综合竞争力有望获得持续提升。

七、管理分析

公司于 2017 年 5 月完成国有资本投资公司改建后，跟踪期内，公司在高管人员、治理结构、管理制度、员工构成等方面无重大变动。

八、重大事项

2016 年 8 月，鲁商置业公告《2016 年非公开发行股票预案》，计划发行股票数量不超过 4.20 亿股，募集资金总额不超过 20.00 亿元。募集资金将用于鲁商蓝岸丽舍 A3、A4 和鲁商中心首府 1C 项目，两个项目均位于山东省青岛市，预计总投资合计 56.29 亿元。本次发行完成后，公司对鲁商置业的直接持股比例不低于 37.37%，仍为鲁商置业的控股股东。2017 年 9 月，公司召开股东大会并决议将此次非公开发行股票决议有效期延长一年至 2018 年 9 月 26 日，发行方案不变。

截至 2018 年 3 月底，鲁商蓝岸丽舍 A3、A4 地块分别已完成工程进度的 40% 和 70%，鲁商中心首府 1C 正在进行土石方工程。目前本次非公开发行已获得山东省国资委批复同意，发行申请已获证监会受理，尚需获得中国证监会的核准。

房地产行业属于资金密集型行业，目前鲁商置业地产开发业务资金需求量大，尽管得到控股股东和实际控制人在资金和资源方面的大力支持，近年来财务杠杆不断加高，2018 年 3 月底资产负债率已高达 94.06%。本次非公开发行募集资金到位后，可以有效降低鲁商置业资产负债率水平，降低财务成本，提高公司的盈利水平，另一方面有利于提升鲁商置业的

资金实力，拓展公司的经营规模，促进公司健康良性发展。

九、经营分析

跟踪期内，公司业务结构仍为商业零售、生物制药、房地产为主，传媒、教育为辅的多元化的业务格局，实现营业总收入 365.58 亿元，同比增长 6.45%。零售业收入保持较大规模，对公司营业收入贡献率始终保持在 70% 以上，且受益于宏观经济增速的回升和市场对电商冲击的逐步消化，2017 年实现收入 268.40 亿元，同比增长 8.55%。生物制药业务收入在自主研发颈痛系列中药及“施沛特”销量增长的推动下继续攀升，2017 年实现收入 7.73 亿元。房地产业务方面，2017 年交房进度与上年基本持平，实现收入 75.49 亿元。公司其他收入主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务收入，2017 年实现 13.96 亿元，同比变动不大。

从业务毛利率来看，零售业仍为公司毛利润的主要来源，2017 年在零售行业回暖的契机下，公司在加码吸引客流、提升销售过程中有所让利，零售业务毛利率回落至 18.72%。生物制药毛利率小幅波动，2017 年为 60.67%。房地产业务方面，公司为适应市场不断更新产品类型，高端住宅占比持续下降，产品以刚需住房为主，同时拿地成本不断攀升，而目前主力项目所在的三、四线城市去库存压力较大，综合导致公司房地产业务毛利率维持在较低水平，2017 年为 14.29%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 100.27 亿元，同比增长 10.01%，零售业和房地产业务由于季节性因素暂时偏低；当期公司整体毛利率为 18.26%，同比下降 0.36 个百分点。

表 2 公司营业总收入构成和毛利率情况

业务板块	营业总收入 (亿元)				毛利率 (%)			
	2015年	2016年	2017年	18年1~3月	2015年	2016年	2017年	18年1~3月
零售业	279.46	247.26	268.40	86.69	18.43	20.17	18.72	16.23

生物制药业	6.01	6.64	7.73	1.98	60.07	58.73	60.67	59.18
房地产业	58.64	76.46	75.49	7.66	19.94	14.61	14.29	20.16
其他	8.13	13.06	13.96	3.93	43.67	40.20	39.90	38.77
合计	352.25	343.42	365.58	100.27	19.98	20.44	19.50	18.26

资料来源：公司提供；

注：“其他”类收入主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务收入。

1. 零售业

零售业一直是公司重点发展的核心业务，经营主体为银座股份和山东银座商城股份有限公司（公司持股40.03%，其章程规定由公司决定其生产经营，对其拥有实际控制权，因此纳入合并范围；以下简称“银座商城”）等，并为规避同业竞争，由银座股份对非上市零售资产和业务进行代管。截至2017年底，银座股份资产总额117.27亿元，净资产32.30亿元；2017年实现营业收入130.06亿元，利润总额1.26亿元，在经营提效和资产处置收益共同作用下，同比

分别增长1.25%和61.54%。

2017年，公司在山东省内新开业百货及百货超市复合店14家、便利店1家、家居店2家，并在菏泽新开业购物中心1家；调整关闭百货及百货超市复合店3家、汽车4S店1家。截至2018年3月底，公司拥有163家百货及百货超市复合门店、205家便利店、11家家居店、5家购物中心、37家家电专营店、9家汽车专营店（6家4S店和3家城市展厅），经营面积合计527.90万平方米。

表3 公司零售业店面经营情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2014年底		2015年底		2016年底		2018年3月底	
	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积
百货及百货超市复合店	139	324.18	150	340.18	161	354.22	163	357.16
便利店	197	7.82	204	8.37	205	8.40	205	8.40
家居店	9	73.70	9	73.70	11	92.60	11	92.60
家电店	37	6.62	37	6.62	37	6.62	37	6.62
购物中心	3	36.10	4	50.10	5	60.10	5	60.10
汽车	10	3.13	10	3.13	9	3.02	9	3.02
合计	395	451.43	414	482.10	428	524.96	430	527.90

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多家分店。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2018年3月底，公司已在河北邢台、河北石家庄、河南濮阳、江苏徐州和北京等地拥有13家省外百货超市复合店及购物中心。

尽管整体收入恢复正增长，但公司在山东省内青岛、威海、烟台等地市场切入时间较晚，较当地品牌和企业处于竞争劣势，经营微利遭到物业建设成本及三费的严重侵蚀，部分门店

出现经营性亏损；同时由于外部省份经济环境、居民消费习惯和水平与山东省区别较大，公司在拓展市场区域的同时面临更严酷的竞争环境和经营挑战，省外店面的盈利水平相对较弱。2017年，考虑当地竞争态势及公司自身盈利前景，公司已调整关闭徐州银座商城和烟台银座商城，将威海银座商城转为家具店，逐步优化店面结构。

在业态结构方面，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。零售商业物业中，地区主力门店以自有为主；而考虑到资金压力及店面配置的灵活性，公司2017年以来新开业的主力店面全

部为租赁物业。除城市旗舰店外，其他同城分店以租赁为主，整体看，公司零售店面自有面积占比达到40%。租赁合同多为20年的长期租约，租金每5年一调整。公司零售业的经营模式仍采用联营、经销、代销、租赁等方式，其中以联营为主。跟踪期内，公司物流能力变化不大，目前已拥有四个物流配送中心在运营，库区合计占地面积57.17万平方米，包括仓库和面包及熟食加工区等，主要为超市业态提供仓储和配送服务。公司的自有物流配送系统为业务连锁经营模式扩张提供了强有力的支持。

截至2018年3月底，公司零售业主要在建工

程为济南天启和淄博中心店二期项目，总投资17.10亿元，已完成投资5.34亿元。济南天启项目位于济南市历城区港西立交东南地块，力诺阳光科技园西侧，北临经十东路，西临港西路，南临规划路。建设总用地面积14.11万平米，项目总建筑面积为29.05万平方米，主要建设内容为汽车4S店集群、综合维修中心、汽车文化主题商业、综合服务中心。其他在建项目均为百货及百货超市复合店新建或扩建工程，另有较大的拟建项目为东营银座中心店扩建工程，计划总投资3.50亿元，目前处于待拆建状态。

表4 截至2018年3月底公司零售业主要在建、拟建项目（单位：万平方米、亿元）

项目	占地面积	建设期间	总投资	累计完成投资	资金来源
济南天启项目	14.11	2015.04-2020.03	13.71	3.94	自有资金，银行贷款
淄博中心店二期	1.36	2016.07-2018.10	3.39	1.40	自有资金，银行贷款
东营银座中心店扩建	--	拟建	3.50	--	自有资金，银行贷款
合计	15.47	--	20.60	5.34	--

资料来源：公司提供

为配合发展规划的实施，公司以统计口径为基础，制定了未来三年零售业务的投入规划。从项目类别来看，主要是零售业展店和自建商场，规划建设总投资为60.00亿元。除了固定资产的资本性投入，拟建项目未来运营还需要经销、代销等方式的铺货营运资金的投入和联营、租赁等模式下以供应商为主体的铺货资金的投入。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。

2. 生物制药

目前公司生物制药的生产经营主要由福瑞达医药负责，以“颈痛片”等自有品牌的中药产销及骨科药“施沛特”销售为主，各类药品销量持续上升。2017年公司新增产能逐步释放，实现“颈痛片”产量及销量大幅提升，颈痛系列销售收入同比持续增长。此外，公司通过促销和广告主推小儿解感颗粒，由于市场上纯中药的小儿药品较少，而小儿解感颗粒安全性高、服用方便，疗效较好，市场占有率持续上升，

销售进一步放量。公司医药商业所售福瑞达医药骨科主导产品“施沛特”在全国骨科药物市场上具有主导地位，市场占有率超过40%，由公司销往全国各大中城市，2017年销量达到320万盒，同比增长9.59%。

截至2017年底，福瑞达医药资产总额17.16亿元，所有者权益合计6.22亿元；2017年实现营业收入7.73亿元，利润总额1.81亿元，其中投资收益1.63亿元主要为非关联交易处置参股公司华熙福瑞达生物医药有限公司股权收益。整体看，福瑞达医药销售和管理费用高企，主业盈利能力偏弱。

表5 公司生物制药业营业收入构成（单位：万元）

类别	2015年	2016年	2017年	18年1~3月
1. 医药工业	16493	18728	23586	6232
颈痛片	7905	8824	10859	2760
颈痛颗粒	4466	5125	6839	1805
四季感冒胶囊	1554	1792	2229	681
小儿解感颗粒	1460	1705	2172	597
雪莲归芪口服液	1108	1282	1487	389
2. 医药商业	43570	47662	53740	13581

施沛特	43570	47662	53740	13581
-----	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

公司历来重视新产品和新技术的开发工作，2017年生物制药板块的研发费用为1.40亿元，为当期收入的18.11%。截至2018年3月底，公司开展的各类在研课题项目162项，已完成146项。近三年来申请国家专利120项，获得发明专利授权67项。完成山东省重点科技攻关项目67个。荣获山东省科技进步二等奖30项、三等奖3项。至今为止，研发的产品获得63新药证书，24个临床批件。公司下属的药学科学院申请省级以上科研平台22项，获批20项。申报国家“十二五”科研规划中的重大新药创制课题3项；申报国家863科技攻关项目2项；申报山东省各类科技项目3项，发表SCI/EI论文45篇，学术专著13部。公司下属的药学科学院申请省级以上科研平台22项，获批19项；申报国家“十二五”科研规划中的重大新药创制课题3项；申报国家863科技攻关项目2项；申报山东省各类科技项目3项。2017年，福瑞达医药实现技术转让收益3898万元，同比稳中有增。

公司药品销售以经销商渠道为主，2017年前五大客户销售占福瑞达医药营业收入的90%，集中度很高。货款回收主要采取两种方式，其中30%客户为现款销售（先款后货），70%的客户（一般为合作两年以上，销货额500万以上的客户）可享受账期一个月的赊销期。

3. 房地产

公司的房地产项目主要由下属的鲁商置业负责运营。鲁商置业所开发项目业态涵盖了大型购物广场、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。截至2017年底，鲁商置业资产总额433.95亿元，所有者权益合计26.21亿元；2017年实现销售收入75.49亿元，利润总额2.53亿元；当年公司加设立内控指标加大回款力度，同时控制各项成本支出，经营活动现金流净额实现15.55亿元，同比由负转正。

2017年，公司继续加快建设进度，2017年开工面积和竣工面积分别为141.45万平方米和145.00万平方米。同时，随着签约销售面积的快速增加、销售均价的回升和公司内部加大回款力度措施的实施，签约销售及回款金额分别增至95.96亿元和108.60亿元。当期确认销售面积保持较大规模，确认收入72.10亿元，同比基本持平；年底另有预售房款120.57亿元。较签约和销售面积而言，近三年公司竣工面积较大，存货水平不断提高；累积竣工未售的面积约32.86万平方米，存在一定的库存压力。

表6 公司房地产开发及销售情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项 目	2015年	2016年	2017年	18年 1~3月
开工面积	82.12	115.43	141.45	25.35
竣工面积	92.02	136.06	145.00	14.19
签约销售面积	73.35	99.83	113.23	15.95
签约销售金额	53.98	72.58	95.96	14.20
签约销售均价	7359.24	7270.36	8474.79	8902.82
确认销售面积	62.87	93.06	82.91	8.03
确认销售收入	56.09	73.60	72.10	6.81
实现销售回款	77.73	92.15	118.60	23.32

资料来源：公司提供

注：确认销售收入仅为房屋销售收入，不含物业服务、房屋出租等房地产相关业务收入。

公司项目主要分布于山东省的济南、青岛、临沂、泰安以及黑龙江的哈尔滨、重庆等地。公司在建、在售项目主要分布于二、三线城市，部分项目去化压力较大。近年公司产品结构中，花园洋房、别墅等高档住宅销售占比下降，住宅产品逐渐以刚需住房为主，主力项目中：哈尔滨松江新城一次性支付土地款而分期开发，且销售前期遇到东北地区整体处于楼市低谷，开发和去化速度放慢，导致利息费用等成本加大；菏泽鲁商凤凰城所在城市市场不景气，且区域经济薄弱导致整体汇款周期较长；青岛蓝岸丽舍团购订单拉低利润空间，且涉及旧城改造及拆迁使得开发周期延长；上述多方因素共同导致公司房地产销售均价及毛利率在低位徘徊。2018年1~3月，上述情况得到缓解，多

个城市房地产市场逐渐回暖，公司销售均价及毛利率明显回升，盈利状况有望相应得到改善。

跟踪期内，公司积极践行养老地产发展方向，正在施工的临沂知春湖项目公司养老旅游地产的首个项目，项目位于临沂市河东区汤头镇，距离市区约 30 公里，北邻御汤街，东临 205 国道，交通便利，依托附近汤头镇配套，紧邻省煤炭疗养院。项目由五大组团园区构成，分别为旅游度假组团乐活园，汤山养生组团乐心园，健康颐养组团乐养园，艺术家村组团乐画园，生态人居组团乐慧园。项目占地约 2600 亩，总建筑面积约 190 万平方米，截至 2018 年 3 月底，临沂知春湖项目签约销售 3.95 万平方米，签约额 2.42 亿元，回收房款 1.66 亿元，去化速度有所加快。

截至 2018 年 3 月底，公司房地产可售面积（不含已预售面积）共 125.40 万平方米，主要分布在济南、青岛、临沂、哈尔滨、重庆等地。2017 年公司获取出让地 18.79 万平方米，同比增长 33.64%。截至 2018 年 3 月底，公司拥有土地储备 55.72 万平方米，其中商业地产占 23.37%，土地出让金已全部交齐。储备项目集中在山东省内和哈尔滨，拟开发建筑面积为 149.19 万平方米，储备量充裕。

总体来看，2017 年公司房地产开发投资及销售保持较大规模，储备项目及可售面积较为充足，未来 3 年房地产业务板块仍将保持较快发展。至 2020 年底前，三大系列产品仍需投资 210.55 亿元，对外筹资压力持续存在。同时，联合资信注意到，近年来国家不断出台房地产相关调控政策，各省市也在不断调整具体房地产相关规定，公司房地产销售受到影响，目前库存压力大；考虑到公司房地产项目中，综合类地产开发较多，且“银座”品牌在山东市场有独特的品牌优势，公司省内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。

4. 经营效率

从经营效率指标来看，2017 年公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数

分别为 54.27 次、0.81 次和 0.43 次，应收账款管理有所加强，公司整体经营效率一般。

5. 未来发展

未来公司将进一步推进零售业立体化发展战略，继续深耕山东市场，坚持密集展店，快速推进同城分店、县级市场布点，加大社区商业和乡镇市场开发力度，多业态并举，多方式展店，进一步巩固和增强在省内的绝对竞争优势。同时，兼顾省外发展，逐步打造跨区域多业态协同发展的竞争格局。坚持科学发展，坚持效益优先，创新经营模式，积极探索推进线上线下融合发展，进一步加强商品结构调整和供应链整合，提升经营能力，实现公司零售业的稳健、可持续发展。

房地产业务方面，公司坚持根植济青，双核驱动，聚焦重点区域，实施重点突破。深耕山东，在继续推进已进入城市发展的同时，在省内聚焦济南、青岛、临沂、烟台、济宁等五个区域经济中心；积极实施全国化战略，在省外积极拓展京沪等一线城市和二线发达城市。抓住国家积极推进城镇化和消费升级的契机，以绿色健康产品和智慧健康社区服务为特色，形成标准化产品系列，将住宅产业及综合配套开发业务打造成公司未来 5-10 年最具优势的业务中心和利润中心；打造健康服务、社区服务和招商运营三大服务体系，稳步发展与地产相关的商业综合体和养老健康产业的开发，增加主业增值点，获取新的利润增长点；围绕地产上下游产业寻找增值点，大力实施产业升级和转型。

2018 年初，公司层面成立了降负债工作小组，由公司领导担任工作小组负责人，制定了详细具体的降负债、调结构工作计划。一方面将积极探索多渠道、中长期限融资，通过长债置换短债，优化融资结构；另一方面，盘活和处置闲置和低效资产，加快去库存步伐，加快资金回笼，减少资金占用，回收相关单位欠款，压缩有息负债规模。同时，公司已将工作落实

到下属各产业，分别下达降负债目标，并由各产业根据目标制定了具体实施方案。此外，将同步推进债转股业务、上市公司再融资、相关资产的资产证券化业务、财务公司整合配置资金资源等，协同提升资金管理水平，降低公司运营风险。

十、财务分析

公司提供的2017年财务报表已经中天运会计师事务所有限公司审计，并已出具了标准无保留意见的审计结论。公司2018年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2017年公司新纳入合并范围子公司1家：山东舜博股权投资管理有限公司，处置子公司1家：北京天创伟业投资管理有限公司。公司2018年1~3月合并范围较2017年无变化。总体看，跟踪期内公司合并范围变化不大，财务数据可比性强。

截至2017年底，公司合并资产总额847.52亿元，所有者权益合计135.72亿元（含少数股东权益49.37亿元）；2017年公司实现营业总收入365.58亿元，利润总额7.13亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额838.84亿元，所有者权益合计136.28亿元（含少数股东权益49.72亿元）；2018年1~3月，公司实现营业总收入100.27亿元，利润总额1.97亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额847.52亿元，同比增长1.36%。资产构成中流动资产占74.45%，非流动资产占25.55%。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

截至2017年底，公司流动资产合计630.98亿元，同比增长4.30%，构成以存货（占57.90%）、其他应收款（占10.72%）和预付款项（占10.31%）为主。

截至2017年底，公司货币资金为61.63亿元，同比下降6.98%，主要是银行存款（占

85.27%）；使用受限制的货币资金14.17亿元（占22.99%），主要是保证金存款和受监管的拆迁补偿款等。

截至2017年底，公司预付款项为65.08亿元，同比增长32.17%，构成包括垫付的拆迁款22.50亿元、拆迁补偿款17.91亿元、土地熟化费5.17亿元、保证金10.25亿元等。预付款项前5名合计33.41亿元，占50.83%，集中度较高。按账龄来看，1年以内的占57.41%、1~2年的占25.15%、2~3年的占7.49%、3年以上占9.95%，超过1年的款项主要为垫付的前期拆迁补偿款和土地竞标保证金，主要由于公司部分地产项目为一二级联动开发模式，前期需垫付拆迁和土地熟化等费用。但随着2015年5月济南市政府出台《关于规范社会资金参与土地熟化工作的意见》，废除“唯一熟化人”制度，以及土地开发风险的逐渐显现，公司将逐步减少参与含土地一级开发项目。

截至2017年底，公司其他应收款67.64亿元，同比增长14.83%，主要为公司与未纳入合并范围的受政府委托代管企业的往来款49.66亿元及存放于济南市房地产行业协会的预售保证金等；坏账计提比例为4.81%。近年来公司持续承担国资委要求的代管职能，向代管企业提供借款，近年来累积余额较高，主要明细如下：

表7 2017年底公司应收非合并范围内代管企业往来款前五名（单位：万元）

债务人名称	账面余额
山东银座旅游集团有限公司	220588.18
山东省林工商总公司	88657.19
北京天创伟业投资管理公司	80073.00
山东世界贸易中心	70338.65
青岛海景（国际）大酒店发展有限公司	24900.00
山东朝能福瑞达生物科技有限公司	12000.00
合计	496557.02

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司存货365.36亿元，同比稍有增长；存货构成主要为开发成本（占60.71%）和开发产品（占32.00%），其中17.59%

的存货已用于抵押借款。2017 年底公司共计提 0.49 亿元的跌价准备，主要针对库存商品和开发产品计提，计提比例偏低。

截至 2017 年底，公司其他流动资产为 60.83 亿元，同比增长 9.92%，主要来自预缴税费和一卡通预存款的增加，二者余额分别为 12.18 亿元和 42.32 亿元。其他流动资产中委托贷款 6.00 亿元，系为子公司山东省空调工程总公司提供给青岛锦绣前程房地产开发有限公司的借款，未来计划对其进行股权投资。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 216.55 亿元，同比下降 6.34%，构成以投资性房地产（占 17.95%）、固定资产（占 39.98%）、无形资产（占 10.92%）为主。

截至 2017 年底，公司发放贷款及垫款 4.26 亿元，同比增长 41.72%，主要为子公司济南市富源小额贷款有限公司对外发放贷款形成。富源小贷实收资本 2.00 亿元，小额贷款发放主要客户类型为集团产业链上下游客户，以中小微企业为主，客户行业分布在建筑、劳务、商业等行业，贷款期限为一年以内，金额范围大部分在 200 万以下，业务开展以来未发生逾期或不良。

截至 2017 年底，公司投资性房地产为 38.87 亿元，同比增长 20.20%。公司投资性房地产为房屋、建筑物（占 80.24%）和土地使用权（占 19.76%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 7.39 亿元；2017 年底，公司累计摊销 9.36 亿元。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 86.58 亿元，同比下降 21.65%；主要系当期处置的子公司北京天创伟业投资管理公司固定资产不再并表所致。固定资产构成主要是房屋建筑物（占 85.52%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 16.15 亿元，累计计提折旧 47.02 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程为 11.79 亿元，同比大幅增长 61.92%，主要系新增齐鲁医

药学院新校区建设项目 1.91 亿元。截至 2017 年底在建工程主要由房地产项目及商业零售门店的基础建设项目构成。截至 2017 年底，公司无形资产 23.66 亿元，同比下降 9.93%，主要为政府征收土地导致减少 2.04 亿元，相应补偿款已到位；构成主要为土地使用权 20.46 亿元和软件 2.72 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 838.84 亿元，规模及构成均较 2017 年底变化不大。其中预付款项较上年底增长 13.38% 至 73.79 亿元，主要由于房地产板块各类土地保证金增加所致；投资性房地产较上年底下降 18.15% 至 31.81 亿元，系银座三期项目部分原出租用房地产转为自用；其他科目变动较小。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金、存货、投资性房地产和固定资产受限比例分别为 27.05%、16.02%、41.21% 和 31.80%，资产整体流动性一般。

表 8 截至 2018 年 3 月底公司资产抵押/受限情况

(单位: 亿元、%)

资产科目	账面价值	抵押/受限金额	抵押/受限比例
货币资金	49.93	14.12	27.05
存货	363.31	58.22	16.02
投资性房地产	31.81	13.11	41.21
固定资产	95.02	30.22	31.80
无形资产	21.98	12.18	55.41

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司资产保持较大规模，其中存货占比较高，构成以开发成本及开发产品为主，其他应收款中应收代管企业欠款对资金形成占用。总体看，公司整体资产质量尚可，资产流动性偏低。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 135.72 亿元（含少数股东权益 49.37 亿元），同比略有所下降。归属于母公司所有者权益中，以实收资本（占 26.08%）、资本公积（占 7.25%）、未分配利润（占 21.50%）、盈余公积（占 8.14%）

和其他权益工具（占 29.76%）为主。其中，实收资本因所属事业单位山东省药学院 2016 年收到财政拨款列入资本公积科目，本年调整到实收资本科目导致增加 1.14 亿元，同时公司合并范围内事业单位对国资委注资所得固定资产进行折旧计提，导致实收资本减少 1.88 亿元；其他权益工具同比下降 27.96% 至 25.70 亿元，主要系 2014 年发行的永续中期票据“14 鲁商 MTN001”到期兑付；资本公积同比下降 14.53%，系前述财政拨款转入实收资本所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计为 136.28 亿元（含少数股东权益 49.72 亿元），较 2017 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

随着公司业务资金需求量的增加，公司负债保持增长态势，截至 2017 年底，公司负债合计 711.81 亿元。负债构成中，流动负债合计占 63.62%，非流动负债占 36.38%，公司负债以流动负债为主。截至 2017 年底，公司流动负债为 452.83 亿元，同比增长 18.56%，主要源于预收款项和一年内到期的非流动负债的增加；构成以短期借款（占 20.19%）、应付账款（占 17.73%）、预收款项（占 28.94%）和其他应付款（占 16.64%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 91.44 亿元，同比下降 12.42%，构成主要为保证借款（占 69.65%）和质押借款（占 13.09%）。应付账款为 80.29 亿元，同比增长 9.58%，主要为商品采购款和工程款。预收款项为 131.06 亿元，2017 年底同比增长 29.90%，主要系当期预售房款增加所致；公司预收款项主要为预收房款，随项目预售进度而有所波动。其他应付款为 75.36 亿元，构成主要包括预售购物卡、购物券款项以及一卡通预存卡余额 48.78 亿元、代建项目专款及代收款 9.34 亿元、应付工程款 8.04 亿元等，同比增长 12.83%，主要由于房地产业务代收拆迁款、购房意向金及应付工程款增加所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 258.98

亿元，同比下降 15.76%，以长期借款（占 31.10%）和应付债券（占 51.39%）为主，应付债券中 113.16 亿元的短期债券已调整至短期债务计算相关指标。其他非流动负债 40.38 亿元，主要由“16 鲁商 01”、“16 鲁商 02”、“17 鲁商 PPN001”“17 鲁商 MTN001”各 10 亿元债券构成。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 702.57 亿元，金额及构成均较 2017 年底变化不大。

表 9 截至 2018 年 5 月底公司合并范围存续直接债务明细（单位：亿元）

债券名称	发行规模	期限	到期兑付日
17 鲁商 SCP010	10	270 天	2018-06-24
18 鲁商 SCP001	8	180 天	2018-07-08
17 鲁商 SCP011	15	270 天	2018-07-21
17 鲁商 SCP012	15	270 天	2018-08-24
17 鲁商 SCP013	10	270 天	2018-09-03
17 鲁商 CP001	10	365 天	2018-09-13
18 鲁商 SCP003	10	221 天	2018-10-16
18 鲁商 SCP002	5	270 天	2018-10-23
17 鲁商 CP002	10	1 年	2018-11-09
13 鲁商 MTN001	8	5 年	2018-11-20
18 鲁商 SCP004	6	254 天	2018-12-07
17 鲁商 CP003	6	1 年	2018-12-19
18 鲁商 SCP005	10	270 天	2019-01-18
16 鲁商债	20	3 年	2019-02-02
*14 鲁商 MTN002	7	5 年	2019-12-25
17 鲁商 PPN001	10	3 年	2020-04-12
*15 鲁商 MTN001	10	5 年	2020-06-25
*15 鲁商 MTN002	9	5 年	2020-08-12
17 鲁商 MTN001	10	3 年	2020-10-20
16 鲁商 02	10	3 年	2021-04-22
16 鲁商 01	10	5 年	2023-04-08
合计	209	--	--

资料来源：中国货币网，公司审计报告

注：*为永续中期票据；除“16 鲁商债”发行主体为鲁商置业，其余债券发行主体均为公司本部。

截至 2017 年底，公司有息债务规模同比有所下降，为 407.97 亿元，其中长、短期债务占比分别为 35.39% 和 64.61%，仍以短期债务为主。考虑到公司存续期内的三期永续中期票据（26 亿元），均具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。将上述永续中期票据调整计入长

期债务后，公司全部债务为 433.97 亿元，其中长、短期债务占比分别为 39.26% 和 60.74%。公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 87.05%、79.82% 和 60.83%。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 404.15 亿元，其中长、短期债务占比分别为 25.05% 和 74.95%。公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 83.75%、74.78% 和 42.62%。将永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务 430.15 亿元，上述三项指标分别为 86.85%、79.59% 和 53.57%。

总体看，跟踪期内公司债务规模稍有下降，构成主要仍为短期债务，债务负担重，短期偿债压力大。

3. 盈利能力

2017 年公司主营业务稳中有升，实现营业总收入为 365.58 亿元；同期营业成本增幅稍高于营业中收入，使得公司营业利润率同比稍有下滑，为 17.52%。

2017 年，公司期间费用占营业总收入的比重 16.01%，同比稍有下降。公司期间费用中，销售费用占比较大，主要是职工薪酬、广告及宣传费等。2017 年，公司期间费用 58.54 亿元，构成主要以销售和管理费用为主，融资成本的上升导致财务费用同比增长 32.39%，进一步侵蚀利润。2017 年，公司资产减值损失同比大幅增长至 1.42 亿元，主要系零售业务当期关停店面产生的坏账损失。近进来公司投资净收益呈逐年增长趋势，2017 年投资收益为 3.59 亿元，主要为福瑞达医药处置参股公司产生的投资收益 1.48 亿元及子公司山东富源投资有限公司股票二级市场交易产生投资收益 1.40 亿元等。

2017 年，公司计入其他收益和营业外收入的政府补助分别为 0.26 亿元、0.31 亿元；同期，公司营业外支出规模较大，为 1.89 亿元，包括零售业务中关停店铺产生的相关费用及房地产板块产生的各类滞纳金等。公司实现利润总额 7.13 亿元，同比下降 8.16%。从盈利指标

来看，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.26% 和 2.73%，同比有所下滑；剔除所有者权益中的永续中期票据后，公司净资产收益率升至 3.37%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 100.27 亿元，同比增长 10.01%；营业利润率为 16.75%。实现利润总额 1.97 亿元，同比增长 19.37%。

总体看，跟踪期内公司收入规模及整体盈利基本稳定，零售业出现回暖，医药业务进一步扩张，房地产行业受宏观政策、产品结构调整及库存压力影响利润空间持续受到挤压，公司整体盈利能力一般。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2017 年公司经营活动现金流入量为 453.74 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 398.72 亿元，同比增长 11.88%；收到其他与经营活动有关的现金 52.35 亿元，主要为往来款、保证金退回、租金和管理费收入等。经营活动现金流出 414.82 亿元，经营活动产生的现金流量净额 38.92 亿元，同比增长明显。2017 年公司现金收入比为 109.07%，同比有所提升。

投资活动现金流方面，2017 年公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模缩减，但投资活动产生的现金流量净额仍表现为净流出，为 -6.80 亿元。

筹资活动现金流方面，跟踪期内公司筹资活动现金流入主要来自取得借款和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要用于偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2017 年筹资活动产生的现金流量净额为 -41.53 亿元，当期还款资金支出规模较大。

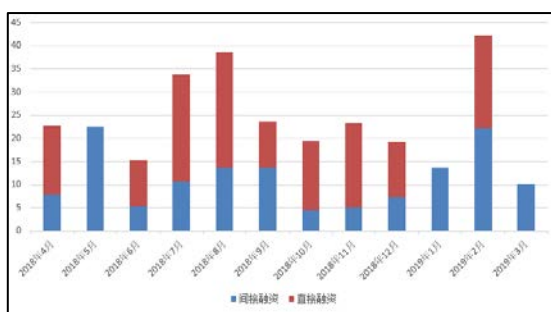
2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.01 亿元、-3.76 亿元和 -5.05 亿元；公司现金收入比较 2017 年全年水平小幅提升至 109.48%。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入量规模较大，收入实现质量受地产项目回款进度加快影响有所提升。未来随着业务经营和投资支出的扩大，公司外融资压力大。

5. 偿债能力

截至 2017 年底，公司流动比率、速动比率分别为 139.34% 和 58.66%，同比均有所下降。截至 2018 年 3 月底，两项指标分别下降至 139.17% 和 58.59%。公司经营现金流动负债比为 8.60%。截至 2018 年 3 月底，公司一年内到期的债券（包括永续中票）余额合计 148.00 亿元，公司 2018 年 3 月底现金类资产（剔除受限部分后）为上述总额的 0.26 倍；公司合并范围应付债券余额为 214.00 亿元，2017 年经营活动现金流入量为上述总额的 2.12 倍。此外，公司将于 2018 年 4 月至 2019 年 3 月期间到期的金融机构间接融资总额为 138.76 亿元，综合考虑应付债券及金融机构间接融资，截至 2018 年 3 月底，公司将于未来一年内到期偿还的债务总规模 286.76 亿元，其中以 2018 年 7 月、8 月及 2019 年 2 月待偿还金额较为集中，其余较分散。整体看，公司短期偿债压力大。

图 3 截至 2018 年 4 月底公司一年内到期债务分布情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供

从长期偿债能力看，2017 年，公司 EBITDA 为 30.52 亿元，EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 分别为 1.61 倍、13.37 倍；考虑永续中票后，全部债务/EBITDA 为 14.22 倍。总体看，公司长期偿债能力较弱。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关

系，截至 2018 年 3 月底，公司在各商业银行获得总授信额度为 399.97 亿元，其中尚未使用额度 195.03 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有银座股份、鲁商置业两家上市公司，直接融资渠道通畅。总体看，公司在资本市场具有较强的融资能力。

截至 2018 年 3 月底，对未纳入合并范围的山东省国资委托管企业担保额 16.04 亿元，目前被担保企业经营状况正常。此外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 1.70 亿元。总体看，公司或有风险可控。

6. 公司本部财务状况

截至 2017 年底，公司本部资产总额 301.29 亿元，流动资产占 84.82%，非流动资产占 15.18%；流动资产主要由其他应收款构成（占 95.98%），截至 2017 年底，公司本部其他应收款 245.27 亿元，主要为与子公司之间往来款；货币资金 9.72 亿元。非流动资产主要是由长期股权投资构成，其中 96.48% 为成本法计量。

截至 2017 年底，公司本部股东权益合计 31.21 亿元，其中股本 12.20 亿元；其他权益工具 25.70 亿元，全部为永续中期票据；未分配利润为 -7.91 亿元。截至 2017 年底，公司本部负债合计 270.09 亿元，流动负债占 34.04%，非流动负债占 65.96%；流动负债中短期借款及其他应付款规模较大，分别为 36.95 亿元和 46.25 亿元；非流动负债中应付债券规模大，为 113.16 亿元。

2017 年公司本部实现营业总收入 0.01 亿元，利润总额 -0.34 亿元，亏损额有所收窄。

截至 2018 年 3 月底，公司本部资产总计 306.54 亿元，所有者权益 31.20 亿元，当期本部无营业收入，利润总额 -0.01 亿元。

总体看，公司本部基本无经营性业务，资产以其他应收款和长期股权投资为主，整体流动性低，债务负担重，自身偿债能力弱。

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征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G1037010200628970F），截至2018年5月14日，公司本部无不良未结清信贷信息记录，已结清信贷信息中有32笔不良及关注类贷款，主要系公司2005年承接几家传统批发流通类原子的早期贷款，且目前已全部清偿。总体看，公司本部过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

跟踪期内，公司持续巩固包括商业零售、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保持显著的品牌优势和规模优势，整体竞争实力强。综合看，公司抗风险能力很强。

十一. 存续债券偿还能力分析

截至2018年5月底，公司合并口径存续期内债券合计额度为209.00亿元，其中一年内到期债券余额为143.00亿元。截至2017年底和2018年3月底，公司现金类资产剔除受限部分后，分别为一年内到期债券余额的0.35倍和0.27倍。2017年，公司经营活动现金流入量及净流量分别为一年内到期债券余额的3.17倍和0.27倍，可对相关债券的到期兑付形成一定保障。总体看，公司短期内集中兑付压力很大。

2017年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为存续期内应付债券合计额度的2.17倍和0.19倍；公司EBITDA为应付债券总额的0.15倍。整体看，公司经营活动现金流入量对存续期内应付债券余额的保障能力较强。

表10 截至2018年5月底公司存续债券保障情况
(单位: 倍、亿元)

项目	2017年
一年内到期债券余额	143.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.35
经营活动现金流入量/应付债券余额	2.17

经营活动现金流净额/应付债券余额	0.19
EBITDA/应付债券余额	0.15

资料来源：根据公司年报及公开资料整理
注：现金类资产已剔除受限资金。

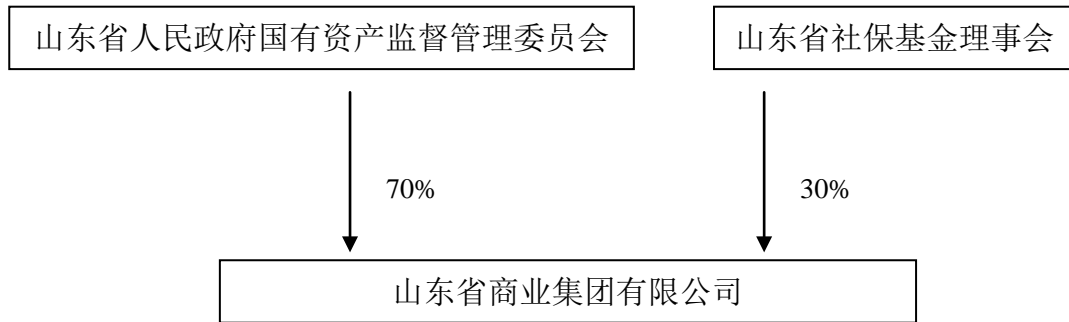
从存续期内中期票据和短期融资券来看，截至2018年5月底，两类债券存续本金合计分别为26.00亿元和50.00亿元。截至2017年底和2018年3月底，公司现金类资产剔除受限部分后，分别为存续短期融资券的1.91倍和1.45倍；2017年公司EBITDA和经营活动现金流净额分别为存续中期票据的0.78倍和0.61倍。

整体看，公司现金类资产对存续期内短期融资券的保障能力较强。

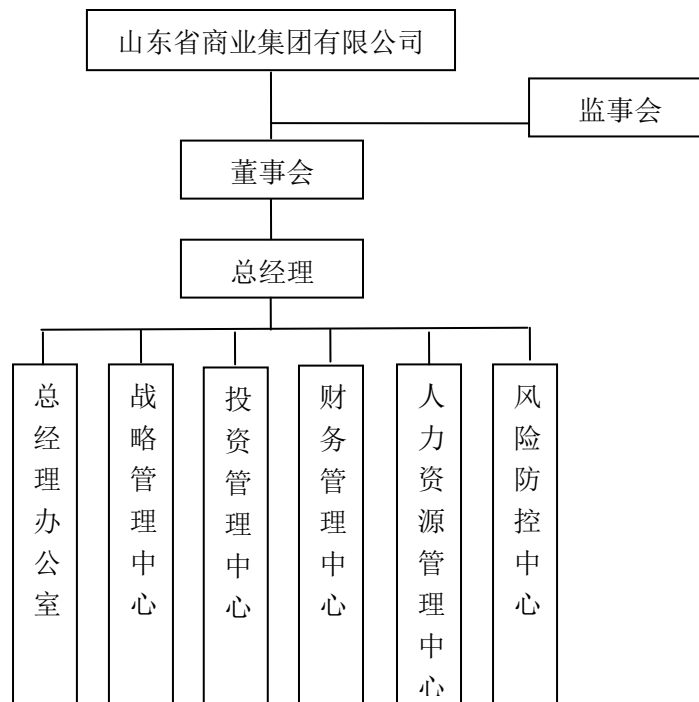
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“13鲁商MTN001”、“14鲁商MTN002”、“15鲁商MTN001”、“15鲁商MTN002”和“17鲁商MTN001”的信用等级为AA⁺，维持“17鲁商CP001”、“17鲁商CP002”和“17鲁商CP003”的信用等级为A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	61.35	70.54	63.76	52.22
资产总额(亿元)	707.72	836.18	847.52	838.84
所有者权益(亿元)	142.66	146.80	135.72	136.28
短期债务(亿元)	273.59	284.59	263.60	302.93
长期债务(亿元)	88.67	152.01	144.37	101.23
全部债务(亿元)	362.27	436.61	407.97	404.15
营业总收入(亿元)	352.25	343.42	365.58	100.27
利润总额(亿元)	8.77	7.76	7.13	1.97
EBITDA(亿元)	29.07	37.51	30.52	--
经营性净现金流(亿元)	0.11	0.13	38.92	1.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.13	39.29	54.27	--
存货周转次数(次)	0.92	0.81	0.81	--
总资产周转次数(次)	0.53	0.44	0.43	--
现金收入比(%)	122.54	103.77	109.07	109.48
营业利润率(%)	17.29	17.99	17.52	16.75
总资本收益率(%)	2.94	3.07	2.26	--
净资产收益率(%)	3.06	2.93	2.73	--
长期债务资本化比率(%)	38.33	50.87	51.54	42.62
全部债务资本化比率(%)	71.75	74.84	75.04	74.78
资产负债率(%)	79.84	82.44	83.99	83.75
流动比率(%)	141.11	158.39	139.34	139.17
速动比率(%)	51.22	64.25	58.66	58.59
经营现金流流动负债比(%)	0.03	0.03	8.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.36	1.46	1.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.46	11.64	13.37	--

注：1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2. 全部债务中包括其他非流动负债中长期应付债券 40 亿元，应付债券中短期债券已调整至短期债务；3. 所有者权益中包括永续中期票据募集资金净额 25.70 亿元，相关债券未计入全部债务。

附件 3 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加)/营业总收入×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
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%

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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

信用等级设置	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