

跟踪评级公告

联合[2018] 276号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东省商业集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“17鲁商CP001”、“17鲁商CP002”和“17鲁商CP003”的信用等级为A-1。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山东省商业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定

债项信用

| 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 | 2018/9/13 | A-1 | A-1 |
| 17 鲁商 CP002 | 10 亿元 | 2018/11/9 | A-1 | A-1 |
| 17 鲁商 CP003 | 6 亿元 | 2018/12/19 | A-1 | A-1 |

评级时间：2018 年 2 月 9 日

财务数据

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 现金类资产(亿元) | 96.27 | 61.35 | 70.54 | 63.64 |
| 资产总额(亿元) | 632.26 | 707.72 | 836.18 | 838.24 |
| 所有者权益合计(亿元) | 120.24 | 142.66 | 146.80 | 150.91 |
| 短期债务(亿元) | 264.68 | 273.59 | 284.59 | 293.44 |
| 长期债务(亿元) | 36.25 | 88.67 | 152.01 | 124.31 |
| 全部债务(亿元) | 300.92 | 362.27 | 436.61 | 417.75 |
| 营业总收入(亿元) | 351.40 | 352.25 | 343.42 | 280.07 |
| 利润总额(亿元) | 10.13 | 8.77 | 7.76 | 4.91 |
| EBITDA(亿元) | 29.63 | 29.07 | 37.51 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 0.30 | 0.11 | 0.13 | 28.47 |
| 营业利润率(%) | 18.02 | 17.29 | 17.99 | 17.47 |
| 净资产收益率(%) | 4.85 | 3.06 | 2.93 | -- |
| 资产负债率(%) | 80.98 | 79.84 | 82.44 | 82.00 |
| 全部债务资本化比率(%) | 71.45 | 71.75 | 74.84 | 73.46 |
| 流动比率(%) | 128.23 | 141.11 | 158.39 | 142.65 |
| 经营现金流负债比(%) | 0.09 | 0.03 | 0.03 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 10.16 | 12.46 | 11.64 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.45 | 1.36 | 1.46 | -- |

注：1. 2017 年 1~9 月财务数据未经审计；2. 全部债务中包括有息长期应付款，未包括计入所有者权益的永续中期票据（合计 35.67 亿元）。

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）

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，资产总额持续增长，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”）也关注到公司零售业务受政策和行业因素影响有所下滑、房地产业务盈利能力下滑，且存货规模大、债务负担很重以及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。未来随着山东省经济的较快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，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的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“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，区域竞争优势得到保持。
2. 2017 年公司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。
3. 跟踪期内，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能力持续下滑，且在建及在售地产项目区域以二、三线城市为主，受政策及市场影响去库存压力较大。

2. 公司在省内青岛、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，多家店面出现经营性亏损；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，公司省外店面的盈利水平相对较弱。
3. 公司资产中以房地产开发成本及开发产品为主的存货、其他应收款占比高，且其他应收款中应收代管企业往来款为无固定期无息使用，大量占用资金并增加融资负担，整体资产流动性偏低。
4. 公司债务规模快速增长，债务负担很重，短期偿债压力很大；未来随着房地产业务的持续投资，对外融资压力大。
5. 公司本部无经营性业务，资产流动性低，债务负担重，自身偿债能力弱。

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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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2017年9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：在法律法規规定的范围内对外投资与管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2017年9月底，公司下设办公室、战略发展部、投资管理部、财务管理部、人力资源管理部、风险防控管理部等10个职能部门；

¹ 截至2017年9月底公司实收资本为22.77亿元，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。

纳入合并报表范围内二级子公司22家，事业单位6家。

截至2016年底，公司合并资产总额836.18亿元，所有者权益合计146.80亿元（含少数股东权益49.42亿元）；2016年公司实现营业总收入343.42亿元，利润总额7.76亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额838.24亿元，所有者权益合计150.91亿元（含少数股东权益50.54亿元）；2017年1~9月，公司实现营业总收入280.07亿元，利润总额4.91亿元。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司存续期内短期融资券包括“17鲁商CP001”、“17鲁商CP002”和“17鲁商CP003”，募集资金合计26亿元，均已按计划使用完毕。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

| 债项简称 | 发行金额 | 余额 | 起息日 | 到期兑付日 |
|-----------|------|----|------------|------------|
| 17鲁商CP001 | 10 | 10 | 2017/9/13 | 2018/9/13 |
| 17鲁商CP002 | 10 | 10 | 2017/11/9 | 2018/11/9 |
| 17鲁商CP003 | 6 | 6 | 2017/12/19 | 2018/12/19 |

资料来源：中国货币网、公司提供

四、宏观经济和政策环境

2016年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。

2016年，中国GDP实际增速为6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现2.0%的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017年1~9月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI稳中有升，PPI和PPIRM保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017年1~9月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017年1~9月，中国固定资产投资（不含农户）45.8万亿元，同比增长7.5%（实际增速2.2%），增速较1~6月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同

期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础设施建设投资增速（15.9%）较1~6月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较1~6月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展PPP模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017年1~9月，中国社会消费品零售总额26.3万亿元，同比增长10.4%，增速与1~6月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月，全国居民人均可支配收入19342元，同比增长9.1%（实际增速7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017年1~9月，中国货物贸易进出口总值20.3万亿元，同比增加16.6%，但增速较1~6月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经

经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。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，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 商业零售业

2016 年以来，商品零售额增长缓中趋稳，限额以上大中型法人企业销售额增长加快。根据《2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，全年社会消费品零售总额 332316 亿元，比上年增长 10.4%，增速较上年放缓 0.3 个百分点；扣除价格因素，实际增长 9.6%，增速较上年放缓 1.0 个百分点。按消费类型统计，商品零售额 296518 亿元，增长 10.4%；餐饮收入 35799 亿元，比上年增长 10.8%。2016 年下半年，7、9、11、12 月，全国百家重点大型零售企业零售额同比为正增长，其中 9、11、12 月增速高于上年同期，12 月增速高达 7%，可见呈现回稳态势。

图 1 2010~2016 年中国商品零售额及增速变动情况
(单位：亿元)



资料来源：Wind 资讯

2017 年上半年，中国零售行业持续向好，全国社会消费品零售总额 17.2 万亿元，同比增长 10.4%，增速较去年同期回升 0.1 个百分点，比一季度提高 0.4 个百分点。连锁零售销售增长平稳，增速有所加快。据商务部统计，上半年国内 2300 家零售重点企业销售额同比增长 4.1%，增速比上年同期提高 3.3 个百分点，零售企业营业利润和利润总额同比分别增长 7.6% 和 6.6%，较去年同期分别提高 7.8 个百分点和 14.3 个百分点，增速回暖态势凸显。

网络零售作为中国零售行业发展中的强劲动力，近年来一直保持中高速增长，2016 年中国网络零售交易总额达 5.16 万亿，同比增长 26.2%，但增速比上年下滑 7.1 个百分点；其中网上商品零售额 41944 亿元，增长 25.6%，占社会消费品零售总额比重的 12.6%。网络零售已逐渐进入平稳增长成熟阶段，企业竞争从增量扩张转入存量开发，发展质量、服务水平和购物体验全面提高。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2016 年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.5%，降幅相比上年扩大了 0.4 个百分点，也是自 2012 年以来增速连续第五年下降。中国连锁经营协会“2016 年行业基本情况及连锁百强调查”结果显示，2016 年连锁百强销售规模 2.1 万亿元，同比增长 3.5%；门店总数 11.4 万余个，同比增长 5.9%。数据显示，百强销售增幅持续下降，小型店铺销售、门店双增长，国有企业面临较大压力；通过关闭低效门店，减员增效，改进商品经营，创新服务，百

强企业运营质量逐步改善，租金支出总额同比下降0.5%，总用工人数下降5%。2016年，百强企业净利润率约为2.4%，比上年提高0.5个百分点。

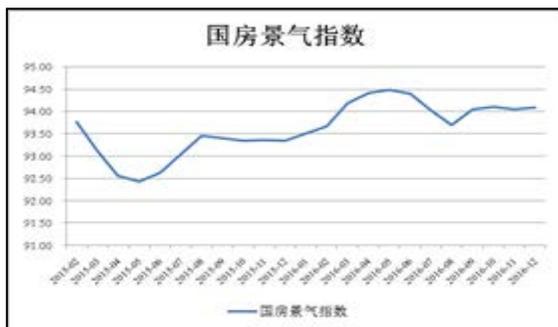
近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，使得传统商家只能在激烈的市场竞争中寻求自身的转型。目前零售行业正呈现出多种竞争模式的逐步升级，包括业态融合、完善供应链体系、线上线下融合等。

整体来看，2017年国民经济运行稳中向好，零售行业回暖凸显，预计全年社会消费品零售总额增速仍将保持在10%左右，比同期GDP增速高出3~4个百分点；商品结构将进一步优化，新零售经营模式不断试错完善，网络零售增速仍将保持领先。对比发达国家，目前中国零售行业经济增加值占GDP的比重仍处于较低水平，零售行业对中国经济增长的贡献仍有较大提高空间。从长期来看，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，中国零售行业将会呈现稳定良好的发展态势。

2. 房地产行业

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

图2 2015年以来国房景气指数（频率：季）



资料来源：Wind 资讯

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。

2017年1~9月份，全国房地产开发投资80644亿元，同比名义增长8.1%，增速比1~8月份提高0.2个百分点。房地产开发企业房屋施工面积738065万平方米，同比增长3.1%，增速与1~8月份持平。房屋竣工面积57694万平方米，增长1.0%，增速回落2.4个百分点。商品房销售面积116006万平方米，同比增长10.3%，增速比1~8月份回落2.4个百分点。其中，住宅销售面积增长7.6%。

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”，中国首部住房租售法规公开征求意见，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。

未来，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，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。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，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

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《2016年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2016年山东省经济运行稳中有进，全省实现生产总值（GDP）67008.2亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%。其中，第一产业增加值4929.1亿元，增长3.1%；第二产业增加值30410.0亿元，增长6.5%；第三产业增加值31669.0亿元，增长9.3%。产业结构调整优化，三次产业比例由上年的7.9:46.8:45.3调整为7.3:45.4:47.3。人均生产总值67706元，增长5.5%。

居民人均收入稳步增长，消费能力进一步增强。2016年全省居民人均可支配收入24685元，比上年增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%；人均消费支出15926元，增长9.2%。城镇居民人均可支配收入34012元，增长7.8%，扣除价格因素实际增长5.5%；人均消费支出21495元，增长8.3%。农村居民人均可支配收入13954元，增长7.9%，扣除价格因素实际增长6.0%；人均消费支出9519元，增长8.8%。

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。2016年社会消费品零售总额30645.8亿元，比上年增长10.4%。

其中，餐饮收入额3244.0亿元，增长13.7%；商品零售额27401.7亿元，增长10.0%。城镇消费品零售额24447.9亿元，增长10.2%；乡村消费品零售额6197.9亿元，增长11.0%。

2016年，山东省房地产开发投资稳定增长。全年完成投资6323.4亿元，比上年增长7.3%。其中，住宅投资4690.2亿元，增长6.6%；房屋施工面积59957.1万平方米，增长4.8%。其中，住宅施工面积44158.1万平方米，增长4.5%，竣工面积8253.5万平方米，下降0.3%。其中，住宅竣工面积6358.2万平方米，增长2.8%。房屋销售面积快速增长：商品房销售面积11789.9万平方米，比上年增长21.2%。其中，住宅销售面积10598.6万平方米，增长24.3%。

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独资企业，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，现已形成现代零售业为主，生物制药和房地产为辅的经营格局。

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2017年9月底，公司拥有159家百货及百货超市复合门店、205家便利店、11家家居专营店、5家购物中心、37家家电专营店、10家汽车专营店（7家4S店和3家城市展厅），经营面积合计515.93万平方米。在中国连锁经营协会“2016年中国连锁百强”

名单中,公司以63.39亿元(含税)的销售规模,蝉联百强第6位。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,2017年9月底公司直接持股24.49%,公司合并范围持股33.86%,其中山东银座商城股份有限公司持有的698.49万股已质押)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。

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”)成立于1993年4月,是以山东省药学科学院为技术依托,集科、工、贸于一体的大型医药企业集团公司。福瑞达医药涉及药品、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“颈痛颗粒”、“颐莲”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股份有限公司(以下简称“鲁商置业”,证券代码为600223.SH,2017年9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2016年底,鲁商置业在建项目建筑面积285万平方米,全年房地产实际投资额达110.28亿元。

3. 股东支持

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,将集团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。

七、管理分析

由于国有资本投资公司改建,公司于2017年5月根据山东省国资委和山东省社会保障基金理事会的相关决定完成了治理结构及管理层的变更。本次变更后,公司设董事会,由7名董事组成;设监事会,由5名监事组成;设总经理1名。公司董事长仍为王仁泉,总经理仍为凌沛学,财务总监仍为张波;副总经理人数由3人变更为6人。

总体看,上述变更的完成使公司治理结构得到完善,有利于公司有效履行国有资本投资公司的职能,未对公司正常生产经营产生显著影响。此外,公司在管理制度、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。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。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。2017年9月，公司公告延长此次非公开发行股票决议有效期和授权有效期至2018年9月26日，发行方案不变。

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，2017年9月底资产负债率已高达94.02%。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，2016年实现营业总收入343.42亿元，同比略有下降。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，但受整体经济形势下滑、电商冲击以及政府限制“三公消费”等因素的影响，公

司零售业收入水平持续下降，2016年实现收入247.26亿元；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，2016年实现收入6.64亿元；房地产业务方面，随着2016年在建项目竣工交房进度的加快，确认收入76.46亿元，同比大幅增长30.39%。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，2016年实现13.06亿元，同比增长主要来自一卡通、教育、零售供应商小额贷款等业务收入的增加。

从业务毛利率来看，零售业仍为公司毛利润的主要来源，2016年毛利率为20.17%，同比有所提升，主要由于来自超市、家电、购物中心等业态零售业务提质增效所致。生物制药毛利率小幅波动，2016年为58.73%。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逐年下降，2016年降至14.61%。

2017年1~9月，公司实现营业总收入280.07亿元，实现综合毛利率18.99%，同比均变化不大。

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（%） | | | |
|-------|-----------|--------|--------|---------|--------|-------|-------|---------|
| | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 17年1-9月 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 17年1-9月 |
| 零售业 | 280.58 | 279.46 | 247.26 | 226.56 | 18.45 | 18.43 | 20.17 | 17.39 |
| 生物制药业 | 5.91 | 6.01 | 6.64 | 5.60 | 58.21 | 60.07 | 58.73 | 58.57 |
| 房地产业 | 56.82 | 58.64 | 76.46 | 36.38 | 22.35 | 19.94 | 14.61 | 16.51 |
| 其他 | 8.09 | 8.14 | 13.06 | 11.52 | 46.60 | 43.67 | 40.20 | 39.07 |
| 合计 | 351.40 | 352.25 | 343.42 | 280.07 | 20.40 | 19.98 | 20.44 | 18.99 |

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；合计数与细分加总有微小差异系四舍五入造成。

1. 零售业

零售业始终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39.27%，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2016年底，银座股份资产总额120.03亿元，所有者权益合计32.39亿元；2016年实现营业收入128.45亿元，同比下降11.97%；由于营收缩减的同时三费持续上升，尤其青岛、威海、烟台、河北等地多个百货物

业经营性亏损，拉低利润总额至0.78亿元，同比下滑68.84%。

2016年，公司在山东省内新开业百货及百货超市复合店12家（关闭1家）、便利店7家，并在北京市新开业购物中心1家。截至2017年9月

底，公司拥有159家百货及百货超市复合门店、205家便利店、11家家居专营店、5家购物中心、37家家电专营店、10家汽车专营店（7家4S店和3家城市展厅），经营面积合计515.93万平方米。

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 | | 2017年9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 | 129 | 308.14 | 139 | 324.18 | 150 | 340.18 | 159 | 351.88 |
| 便利店 | 189 | 7.14 | 197 | 7.82 | 204 | 8.37 | 205 | 8.40 |
| 家居店 | 9 | 73.70 | 9 | 73.70 | 9 | 73.70 | 11 | 85.80 |
| 家电店 | 36 | 6.50 | 37 | 6.62 | 37 | 6.62 | 37 | 6.62 |
| 购物中心 | 3 | 36.10 | 3 | 36.10 | 4 | 50.10 | 5 | 60.10 |
| 汽车 | 10 | 3.13 | 10 | 3.13 | 10 | 3.13 | 10 | 3.13 |
| 合计 | 376 | 434.71 | 395 | 451.43 | 414 | 482.10 | 427 | 515.93 |

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2017年9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14家省外百货超市复合店及购物中心。受整体经济形势下滑、电商冲击以及政府限制“三公消费”等因素的影响，公司主要零售网点收入大面积下滑。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，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。

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。商业物业中地区主力门店以自有为主，主要商业网点中自有面积占比为48.06%；同城分店以租赁为主，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，2016年四种模式占营业收入的比重分别约为61.78%、30.22%、4.92%、3.08%，同比变动不大。跟踪期内，公司物流体系变化不大，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。

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”，该公司拥有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》。2016年山东一卡通实现销售49.52亿元，同比增长11.08%；截至2017年9月底山东一卡通签约商户3.22万家，刷卡POS机终端达到7.42万台。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。由于电子商务并非公司主推业务，且大型电商的网络购物市场份额很高，银座网上商城差异定位和竞争力不足，2016年，银座网实现销售收入1728万元，同比大幅下降；

截至2017年9月底签约商户达到1480家。

截至2017年9月底，公司零售业主要在建工程为济南天启等4个项目，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、住宅等多种物业形态。上述项目总投资21.45亿元，截至2017年9月底已完成投资8.61亿元。

表4 截至2017年9月底公司零售业主要在建工程（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 | 2015.04-2018.12 | 13.71 | 3.94 | 自有资金，银行贷款 |
| 枣庄银座枣庄店工程 | 2.20 | 2015.02-2017.12 | 3.50 | 2.96 | 自有资金 |
| 淄博中心店二期 | 1.36 | 2016.07-2018.05 | 3.39 | 1.40 | 自有资金，银行贷款 |
| 德州大学路项目 | 0.72 | 2016.05-2017.12 | 0.85 | 0.31 | 自有资金 |
| 合计 | 18.39 | -- | 21.45 | 8.61 | -- |

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13.54亿元。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，其下属有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等12家子公司、1家省级科研院所和3个省级实验室。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、医药与化工原料及化妆品等，拥有“颈痛颗粒”等多个自有品牌，并为“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道。目前公司所产药品中，颈痛颗粒、通宣理肺胶囊、阿昔洛韦片已进入山东省基本药物目录。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，销量和收入效应将在未来逐步体现。

截至2016年底，福瑞达医药资产总额13.34

亿元，所有者权益合计4.47亿元；2016年实现营业收入6.64亿元，利润总额0.34亿元，销售和管理费用高企导致福瑞达医药整体盈利能力偏弱。

表5 公司生物制药业营业收入构成（单位：万元）

| 类别 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 17年1-9月 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 医药工业 | 16139 | 16493 | 18728 | 15988 |
| 颈痛片 | 7826 | 7905 | 8824 | 7102 |
| 颈痛颗粒 | 4382 | 4466 | 5125 | 4482 |
| 四季感冒胶囊 | 1485 | 1554 | 1792 | 1670 |
| 小儿解感颗粒 | 1392 | 1460 | 1705 | 1635 |
| 雪莲归芪口服液 | 1054 | 1108 | 1282 | 1098 |
| 医药商业 | 42980 | 43570 | 47662 | 40043 |
| 施沛特 | 42980 | 43570 | 47662 | 40043 |

资料来源：公司提供

公司药品销售以经销商渠道为主，2016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。

公司历来重视新产品和新技术的开发工作，2016年生物制药板块的研发费用为1.24亿元，占当期生物制药板块收入比重维持在19%左右。截至2017年9月底，公司开展的各类在研课题项目162项，已完成146项。近3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/IEI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。2016年，福瑞达医药实现技术转让收益3822万元，同比增长9.95%。

3. 房地产

公司的房地产项目主要由下属的上市公司鲁商置业负责运营。鲁商置业所开发项目业态涵盖了住宅、大型购物广场、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2016年底，鲁商置业资产总额425.25亿元，所有者权益合计25.49亿元；2016年实现营业收入76.46亿元，利润总额2.32亿元，同比分别增长30.39%和-9.12%。

由于2015年新项目土地获取较原计划滞后，部分开工计划转到来年实施，2016年开工面积和竣工面积同比大幅增长，分别为115.43万平方米和136.06万平方米。同时，签约销售金额和面积同步波动，2016年分别为72.58亿元和99.83万平方米。随着大面积竣工房产的交付，2016年确认销售面积大幅提高至93.06万平方米，确认收入进而增至73.60亿元，年底另有预收房款为92.54亿元。较签约和销售面积而言，近三年公司开竣工面积较大，存货水平不断提高；累积竣工未售的面积约150万平方米，库存压力大。

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 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 17年1-9月 |
|------|--------|-------|--------|---------|
| 开工面积 | 160.00 | 82.12 | 115.43 | 110.67 |
| 竣工面积 | 137.98 | 92.02 | 136.06 | 87.72 |

| | | | | |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 签约销售面积 | 123.87 | 73.35 | 99.83 | 75.19 |
| 签约销售金额 | 111.47 | 53.98 | 72.58 | 62.50 |
| 签约销售均价 | 8998.95 | 7359.24 | 7270.36 | 8312.28 |
| 确认销售面积 | 60.61 | 62.87 | 93.06 | 37.91 |
| 确认销售收入 | 54.67 | 56.09 | 73.60 | 34.45 |

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。2014~2016年，公司签约销售均价年均下降10.11%，主要由于交房结算收入的产品构成存在差异，近年花园洋房、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，同时部分项目低价促销去库存，导致公司房地产销售（不含物业服务、房屋出租等业务）毛利率不断下降，2016年为14.61%。

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。项目主要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，建筑面积分别约为16万平、20万平、30万平、15万平、31万平。项目占地约2600亩，总建筑面积约190万平方米，截至2017年9月底，临沂知春湖项目签约销售17738.56平米，签约额10490万元，回收房款7568万元，去化速度较慢。

截至2017年9月底，公司拥有土地储备88.41万平方米，其中商业地产占地面积26.08万平方米，项目主要集中在山东省内、哈尔滨和锦州，包括住宅、商业、别墅、酒店等综合类开发用地，开发投资规模较大。

总体来看，公司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 223.88 亿元，大规模的投资加大了公司对外筹资压力。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，2016 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 39.29 次、0.81 次和 0.44 次，同比变化不大，公司经营效率一般。

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。

十、财务分析

公司提供的 2015 年和 2016 年财务报表已经中天运会计师事务所有限公司审计，并均已出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2017 年三季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2016 年公司新纳入合并范围子公司 2 家：山东省旅游汽车公司和山东富华实业有限公司。公司 2017 年 1~9 月合并范围较 2016 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 2016 年底，公司合并资产总额 836.18 亿元，所有者权益合计 146.80 亿元（含少数股东权益 49.42 亿元）；2016 年公司实现营业总收入 343.42 亿元，利润总额 7.76 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 838.24 亿元，所有者权益合计 150.91 亿元（含少数股东权益 50.54 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 280.07 亿元，利润总额 4.91 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 836.18 亿元，同比增长 18.15%。资产构成中流动资产占 72.35%，非流动资产占 27.65%。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 2016 年底，公司流动资产合计 604.98 亿元，同比增长 16.67%，构成以货币资金（占 10.95%）、存货（占 59.44%）、其他应收款（占 9.74%）和其他流动资产（占 9.15%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金为 66.26 亿元，同比增长 20.05%，主要是银行存款（占 89.31%）；使用受限制的货币资金 9.39 亿元（占 14.18%），主要是保证金存款和受监管的拆迁补偿

偿款等。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 2.19 亿元，主要构成为公司下属公司在二级市场买卖的股票，主要包括亚宝药业、长城动漫、重庆百货等。

截至 2016 年底，公司预付款项为 49.24 亿元，同比增长 38.04%，1 年以内的占 59.69%、1-2 年的占 19.68%、2-3 年的占 7.74%、3 年以上占 12.89%，超过 3 年的款项主要为尚未结算的土地款和土地竞标保证金。预付款项前 5 名合计 21.85 亿元，占 44.37%，集中度尚可。

截至 2016 年底，公司其他应收款 58.91 亿元，同比大幅增长 100.32%，增加主要来自公司与未纳入合并范围的受政府委托托管企业的往来款，其他主要为房地产类子公司存于济南市房地产行业协会的预售保证金；坏账计提比例为 5.53%。近年来公司持续承担国资委要求的托管职能，向托管企业提供无息借款，近年来累积余额较高，主要明细如下：

表 7 2016 年底公司非合并范围托管企业的往来款前五名（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 | 223588.18 |
| 山东省林工商总公司 | 88657.19 |
| 山东世界贸易中心 | 70338.65 |
| 青岛海景（国际）大酒店有限公司 | 25000.00 |
| 济南啤酒集团 | 18585.00 |
| 合计 | 426169.02 |

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司存货 359.57 亿元，同比增长 15.34%，主要系银座股份及鲁商置业房地产项目开发成本增加所致；存货构成主要为库存商品（占 5.44%）、开发成本（占 62.70%）和开发产品（占 30.58%），其中 21.23% 的存货已用于抵押借款。2016 年底公司共计提了 0.27 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 2016 年底，公司其他流动资产为 55.34 亿元，同比增长 26.91%，主要来自委托贷款和

一卡通预存款的增加，二者余额分别为 5.10 亿元和 40.78 亿元。其中委托贷款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 2016 年底，公司非流动资产 231.20 亿元，同比略有增长，构成以投资性房地产（占 13.99%）、固定资产（占 47.80%）、无形资产（占 11.36%）为主。

截至 2016 年底，公司发放贷款及垫款 3.01 亿元，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 2016 年底，公司可供出售金融资产为 10.92 亿元，同比大幅增长 284.31%，主要由于公司 2016 年新增多项可供出售权益工具，金额较大的被投资单位包括：国泰君安证券股份有限公司（6.94 亿元，按公允价值计量）、滨州农村商业银行股份有限公司（2.40 亿元，按成本计量）等。

截至 2016 年底，公司投资性房地产为 32.34 亿元，同比略有下降。公司投资性房地产为房屋、建筑物（占 80.56%）和土地使用权（占 19.44%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 2.81 亿元；2016 年底，公司累计摊销 6.51 亿元。

截至 2016 年底，公司固定资产为 110.51 亿元，构成主要是房屋建筑物（占 88.18%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 29.07 亿元，累计计提折旧 11.61 亿元。

截至 2016 年底，公司在建工程为 7.28 亿元，同比大幅下降 73.70%，主要系青岛乾豪项目及北京六里桥项目当期完工转出。截至 2016 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 2016 年底,公司无形资产 26.26 亿元,同比变动不大,构成主要为土地使用权 22.96 亿元和软件 22.75 亿元。

截至 2017 年 9 月底,公司资产总额 838.24 亿元,规模及构成均较 2016 年底变化不大。其中应收账款较上年底下降 26.23%至 3.56 亿元,主要系收回政府前期所欠回迁房款;在建工程较上年底增长 58.92%至 11.57 亿元,主要系在建项目当期新增投入;其他科目变动较小。截至 2017 年 9 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 15.10%、15.41%、42.60%和 27.49%,资产整体变现能力尚可。

表 8 截至 2017 年 9 月底公司资产抵押/受限情况
(单位:万元、%)

| 资产科目 | 账面价值 | 抵押/受限金额 | 抵押/受限比例 |
|----------|--------|---------|---------|
| 货币资金 | 60.41 | 9.12 | 15.10 |
| 存货 | 365.00 | 56.24 | 15.41 |
| 可供出售金融资产 | 12.03 | -- | -- |
| 投资性房地产 | 29.04 | 12.37 | 42.60 |
| 在建工程 | 11.57 | 7.22 | 62.40 |
| 固定资产 | 117.08 | 32.18 | 27.49 |
| 无形资产 | 23.55 | 12.60 | 53.50 |

资料来源:公司提供

总体看,跟踪期内随着零售店面的不断扩张和房地产投资的持续推进,公司资产规模持续扩大。存货以开发成本及开发产品为主,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。其他应收款规模较大,代管企业欠款对资金形成占用并推高公司融资成本负担。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 2016 年底,公司所有者权益合计 146.80 亿元(含少数股东权益 49.42 亿元),同比略有增长。归属于母公司所有者权益中,以

实收资本(占 23.38%)、资本公积(占 7.52%)、未分配利润(占 19.33%)、盈余公积(占 6.70%)和其他权益工具(占 36.63%)为主。实收资本和资本公积同比分别下降 3.13%和 35.17%;本年度审计报告对 2008 年底公司重组山东万杰高科时账务处理造成入账基础错误,更正后实收资本和资本公积同比分别下降 12.19%和 5.57%;实收资本变动主要由于并表的事业单位对国资委注资所得固定资产计提大额折旧 6.55 亿元、山东省国资委向公司代管的事业单位注资 3.39 亿元,资本公积变动系 2015 年子公司银座云生活收到财政拨款 0.40 亿元并列入资本公积,2016 年审计时将其调整至递延收益所致。其他权益工具为公司发行的四期永续中期票据募集资金 35.67 亿元。

截至 2016 年底,公司其他综合收益大幅增至 6.25 亿元。公司子公司持有国泰君安(601211)原始股,国泰君安于 2015 年 6 月上市,但所持股票前期处于限售期,自 2016 年底起解禁,成为流通股,调整为公允价值计量,导致大额增值。

截至 2017 年 9 月底,公司所有者权益合计为 150.91 亿元(含少数股东权益 50.54 亿元),较 2016 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 2016 年底,公司负债合计 689.38 亿元。负债构成中,流动负债合计占 55.40%,非流动负债占 44.60%,公司负债以流动负债为主。截至 2016 年底,公司流动负债为 381.95 亿元,以短期借款(占 27.34%)、应付账款(占 19.18%)、预收款项(占 26.42%)和其他应付款(占 17.49%)为主。

截至 2016 年底,公司短期借款 104.41 亿元,同比增长 21.12%,构成主要为保证借款(占 63.94%)和信用借款(占 18.96%)。应付账款为 73.27 亿元,主要为商品采购款和工程款。预收款项为 100.89 亿元,2016 年底同比增长

23.91%，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 66.79 亿元，同比大幅增长 89.67%，主要由于①房地产业务代收拆迁款、购房意向金及应付工程款增加；②一卡通及银座卡销售增长。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 307.43 亿元，同比增长 40.87%，以长期借款（占 32.86%）和应付债券（占 65.91%）为主，应付债券中 152.62 亿元的短期债券已调整至短期债务计算相关指标。

截至 2017 年 9 月底，公司负债总额 687.33 亿元，较 2016 年底变化不大；从负债构成来看，流动负债和非流动负债分别占比 61.49% 和 38.51%，流动资产比重有所上升。

表 9 截至 2018 年 1 月底公司存续直接债务明细
(单位: 亿元)

| 债券名称 | 发行规模 | 期限 | 到期兑付日 |
|--------------|------|-------|------------|
| 17 鲁商 SCP007 | 10 | 263 天 | 2018-03-30 |
| 17 鲁商 SCP009 | 15 | 253 天 | 2018-04-26 |
| 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 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 |
| 17 鲁商 CP003 | 6 | 1 年 | 2018-12-19 |
| 14 鲁商 MTN002 | 7 | 5 年 | 2019-12-25 |
| 16 鲁商债 | 20 | 3 年 | 2019-02-02 |
| 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 | 208 | -- | -- |

资料来源：中国货币网，公司审计报告

注：债券“14MTN002”、“15MTN001”、“15MTN002”为永续中票。

近年来公司有息债务规模不断增长，2016 年底为 436.61 亿元，其中长、短期债务占比分别为 34.82% 和 65.18%。2014、2015 年公司发

行四期永续中期票据，净募集金额 35.67 亿元，计入所有者权益科目。考虑到上述四期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，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。将上述四期永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务为 472.28 亿元，其中长、短期债务占比分别为 39.74% 和 60.26%。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 86.71%、80.95% 和 62.81%。

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务 417.75 亿元，其中长、短期债务占比分别为 29.76% 和 70.24%。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 82.00%、73.46% 和 45.17%。将永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务 453.42 亿元，上述三项指标分别为 86.24%、79.72% 和 58.10%。

总体看，跟踪期内公司债务规模持续扩大趋势，构成主要为短期债务。公司债务负担趋重，短期偿债压力大。

3. 盈利能力

2016 年公司主营业务稳中有降，实现营业总收入为 343.42 亿元。由于收入占比最高的零售业毛利率提高，公司营业利润率为 17.99%，同比略有增长。

2016 年，公司期间费用占营业总收入的比例 16.55%，同比增加 1.01 个百分点。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。2016 年，公司期间费用 56.85 亿元，构成主要以销售和管理费用为主，对利润侵蚀影响较大。近三年公司投资净收益呈逐年增长趋势，年均复合增长 69.08%，其中 2015 年大幅增至 2.95 亿元，主要是处置所持部分光大银行原始股权所致；2016 年投资收益为 3.03 亿元，主要为处置所持僵尸企业股权获得收益。

2016 年，公司实现营业外收入 0.82 亿元，

主要由财政扶持资金等政府补助构成。同期，公司利润总额 7.76 亿元，同比下降 11.53%。从盈利指标来看，2016 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.07% 和 2.93%，同比变化不大；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 3.88%。

2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 280.07 亿元，同比增长 3.49%；营业利润率为 17.47%。实现利润总额 4.91 亿元，同比增长 6.24%。

总体看，跟踪期内公司收入规模基本稳定，零售业收入受消费政策和行业影响有所下降；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受到挤压，公司整体盈利水平有所下滑。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2016 年公司经营活动现金流入量为 399.85 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 356.37 亿元，同比下降 17.44%；收到其他与经营活动有关的现金 42.83 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 399.73 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.13 亿元，同比略有增长。2016 年公司现金收入比为 103.77%，同比持续下降，收入实现质量有所下滑。

投资活动现金流方面，2016 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 -37.30 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，2016 年筹资活动产生的现金流量净额为 43.60 亿元，融资需求有所上升。

2017 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 28.47 亿元

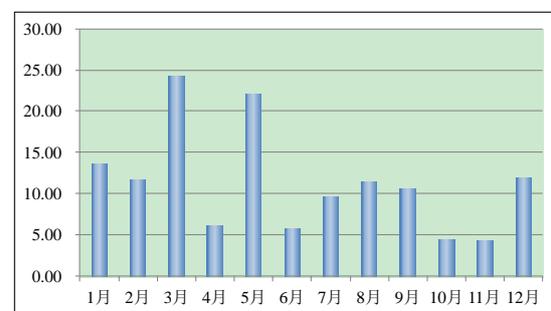
（由于当期房地产销售回款规模较大，上年同期支付土地款较多使得经营活动产生的现金流量净额同比增幅较大）、-6.56 亿元和 -29.52 亿元；收到其他与经营活动有关的现金同比大幅增长至 9.76 亿元，主要由于当期收到托管单位还款 7.36 亿元所致，受此影响，公司现金收入比较 2016 年全年水平提升 23.67 个百分点至 127.44%。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流量规模较大，收入实现质量受地产项目回款进度影响有所波动，经营获现能力偏弱。未来随着业务规模的进一步扩大，公司外融资压力大。

5. 偿债能力

截至 2016 年底，公司流动比率、速动比率分别为 158.39% 和 64.25%，同比均有所上升。截至 2017 年 9 月底，两项指标分别下降至 142.65% 和 56.28%。公司经营现金流动负债比为 0.03%。截至 2017 年 9 月底，公司一年内到期的债券（包括永续中票）余额合计 140.00 亿元，公司现金类资产（剔除受限部分后）为上述总额的 0.39 倍；公司应付债券余额为 234.00 亿元，2016 年经营活动现金流入量为上述总额的 1.71 倍。此外，公司将于 2018 年内到期的金融机构间接融资总额为 135.64 亿元，其中以上半年到期为主，尤以 3 月和 5 月待偿还金额较高，其余分布较为分散。整体看，公司短期偿债压力大。

图 3 公司 2018 年内金融机构间接融资到期日分布情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供

从长期偿债能力看，2016 年，公司 EBITDA 为 37.51 亿元，EBITDA 利息倍数、全

部债务/EBITDA 分别为 1.46 倍、11.64 倍；考虑永续中票后，全部债务/EBITDA 为 12.59 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1月底，公司在各商业银行获得总授信额度为403.82亿元，其中尚未使用额度188.49亿元，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1月底，对未纳入合并范围的山东省国资委托管企业担保额16.24亿元，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1.54亿元。总体看，公司或有风险可控。

6. 公司本部财务状况

截至 2016 年底，公司本部资产总额 308.86 亿元，流动资产占 85.06%，非流动资产占 14.94%；流动资产主要由其他应收款构成（占 98.36%），截至 2016 年底，公司本部其他应收款 258.40 亿元，主要为与子公司之间往来款；货币资金 3.72 亿元。非流动资产主要是由长期股权投资构成，其中 94.47%为成本法计量。

截至 2016 年底，公司本部股东权益合计 43.75 亿元，其中股本 12.20 亿元；其他权益工具 35.67 亿元，全部为永续中期票据；未分配利润为-5.34 亿元。截至 2016 年底，公司本部负债合计 265.11 亿元，流动负债占 26.91%，非流动负债占 73.09%；流动负债中短期借款及其他应付款规模较大，分别为 26.50 亿元和 39.44 亿元；非流动负债中应付债券规模大，为 182.72 亿元。

2016 年公司本部实现营业总收入 0.02 亿元，利润总额-0.69 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司本部资产总计 301.94 亿元，所有者权益 43.19 亿元，当期本部无营业收入，利润总额-0.55 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2月7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公司的早期贷款，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

公司存续期内短期融资券合计额度为26亿元。2016年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为存续期内短期融资券合计额度的15.38倍和1.44倍；截至2017年9月底，公司现金类资产剔除受限资金后，为存续期内短期融资券合计额度的2.10倍。跟踪期内，公司现金类资产对存续期内短期融资券的保障能力较强。考虑到除短期融资券以外，公司仍有大额一年内到期的债券及金融机构间接融资，短期集中支付压力很大。

表10 截至2017年9月底公司存续债券保障情况
(单位: 倍、亿元)

| 项目 | 2016年 |
|------------------|--------|
| 一年内到期债券余额 | 140.00 |
| 现金类资产/一年内到期债券余额 | 0.39 |
| 经营活动现金流入量/应付债券余额 | 1.71 |
| 经营活动现金流净额/应付债券余额 | -- |

| | |
|---------------|------|
| EBITDA/应付债券余额 | 0.16 |
|---------------|------|

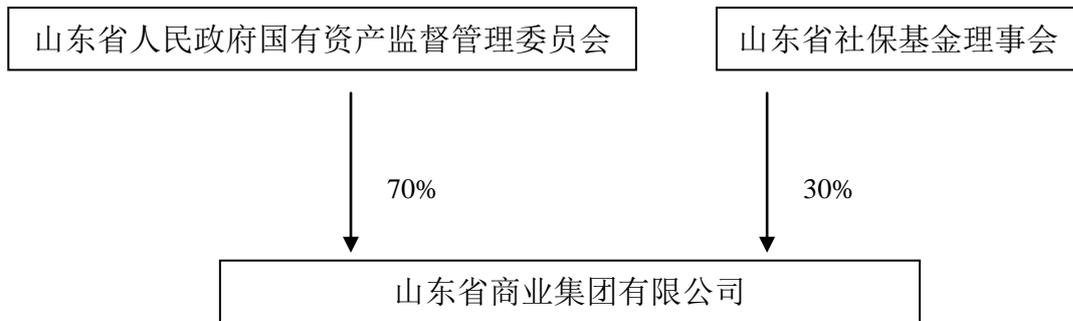
资料来源：根据公司年报及公开资料整理

注：现金类资产已剔除受限资金。

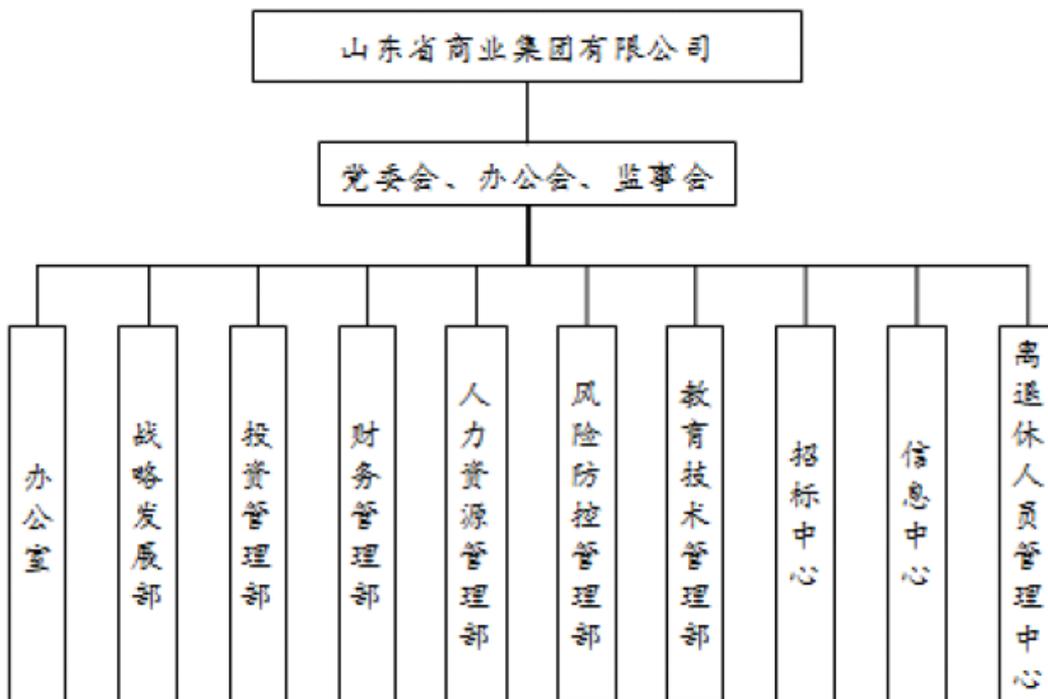
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“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 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 96.27 | 61.35 | 70.54 | 63.64 |
| 资产总额(亿元) | 632.26 | 707.72 | 836.18 | 838.24 |
| 所有者权益(亿元) | 120.24 | 142.66 | 146.80 | 150.91 |
| 短期债务(亿元) | 264.68 | 273.59 | 284.59 | 293.44 |
| 长期债务(亿元) | 36.25 | 88.67 | 152.01 | 124.31 |
| 全部债务(亿元) | 300.92 | 362.27 | 436.61 | 417.75 |
| 营业总收入(亿元) | 351.40 | 352.25 | 343.42 | 280.07 |
| 利润总额(亿元) | 10.13 | 8.77 | 7.76 | 4.91 |
| EBITDA(亿元) | 29.63 | 29.07 | 37.51 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 0.30 | 0.11 | 0.13 | 28.47 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 58.95 | 37.13 | 39.29 | -- |
| 存货周转次数(次) | 1.03 | 0.92 | 0.81 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.60 | 0.53 | 0.44 | -- |
| 现金收入比(%) | 123.40 | 122.54 | 103.77 | 127.44 |
| 营业利润率(%) | 18.02 | 17.29 | 17.99 | 17.47 |
| 总资本收益率(%) | 3.55 | 2.94 | 3.07 | -- |
| 净资产收益率(%) | 4.85 | 3.06 | 2.93 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 23.16 | 38.33 | 50.87 | 45.17 |
| 全部债务资本化比率(%) | 71.45 | 71.75 | 74.84 | 73.46 |
| 资产负债率(%) | 80.98 | 79.84 | 82.44 | 82.00 |
| 流动比率(%) | 128.23 | 141.11 | 158.39 | 142.65 |
| 速动比率(%) | 41.98 | 51.22 | 64.25 | 56.28 |
| 经营现金流流动负债比(%) | 0.09 | 0.03 | 0.03 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.45 | 1.36 | 1.46 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 10.16 | 12.46 | 11.64 | -- |

注：1. 2017 年 1~9 月财务数据未经审计；

2. 全部债务中包括有息长期应付款，未包括计入所有者权益的永续中期票据（合计 35.67 亿元）。

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 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 |