跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1074 号

山东省商业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的“18 鲁商 Y1”和“18 鲁商 Y2”进行跟踪评级，确定：

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”

山东省商业集团有限公司发行的“18 鲁商 Y1”和“18 鲁商 Y2”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

山东省商业集团有限公司

可续期公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债券信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 鲁商 Y1	6.40 亿元	AA+	AA+	2018/12/11
18 鲁商 Y2	10.00 亿元	AA+	AA+	2018/12/11

评级时间：2019 年 6 月 11 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	836.18	847.52	917.74	916.77
所有者权益（亿元）	146.80	135.72	165.93	168.52
长期债务（亿元）	304.63	142.64	151.78	177.70
全部债务（亿元）	436.31	406.24	431.74	427.05
营业收入（亿元）	343.42	365.58	379.56	103.61
净利润（亿元）	4.31	3.70	3.44	1.42
EBITDA（亿元）	37.51	30.52	28.20	--
经营性净现金流（亿元）	0.13	38.92	28.46	1.57
营业利润率（%）	18.01	17.68	18.75	18.59
净资产收益率（%）	2.99	2.62	2.28	0.85
资产负债率（%）	82.44	83.99	81.92	81.62
全部债务资本化比率（%）	74.82	74.96	72.24	71.70
流动比率（倍）	1.58	1.12	1.16	1.20
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.08	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.61	1.61	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.29	1.86	1.72	--

注：1、本报告中数据不加注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、长期应付款中计息部分已纳入长期债务；4、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为山东省零售业龙头企业，在股东背景、品牌知名度、零售门店数量以及销售规模等方面仍具有明显的竞争优势。2018 年，公司整体经营情况稳定，资产和收入规模保持增长，综合毛利率水平有所提升，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到零售行业市场竞争激烈、公司房地产业务毛利率较低、地产项目去化速度慢、在建项目资金支出压力较大、整体债务负担很重且债务结构有待优化以及投资收益对利润贡献很大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来随着山东省经济发展，居民消费能力提升，公司零售业务收入有望保持稳定。公司在建房地产项目较多，能为未来的收入结转提供支撑。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”，同时维持“18 鲁商 Y1”和“18 鲁商 Y2”的债项信用等级为 AA+。

优势

1．公司是山东省零售行业的龙头企业，“银座”品牌知名度高，零售业态丰富。公司零售业网点数量保持增长，销售规模不断扩大。

2．公司在生物制药领域具备一定的技术优势和渠道优势，公司所售骨科类药品销量有所增长，生物制药业务盈利能力仍很强。

3．跟踪期内，公司资产规模有所增长；公司自持物业主要以成本法计量，仍有一定增值空间；公司经营活动现金流状况良好，收入实现质量仍较高。

关注

1．公司所处的零售行业市场竞争仍较为激烈，受宏观经济持续低迷、电商冲击等因素的影响，公司零售业务部分门店出现亏损。

2．公司土地储备和在建地产项目主要分布于哈尔滨和山东省内二、三、四线城市，区域集中程度高，有一定去库存压力；地产业务毛利率较低，在建项目较多且投资规模大，未来存在较大的资金支出压力。

3. 跟踪期内，公司债务负担很重，且短期债务占比上升较快，债务结构有待优化；少数股东权益和其他权益工具占比高，权益结构稳定性差。

4. 公司整体盈利能力弱，期间费用对利润侵蚀严重，利润水平对投资收益依赖性高。

分析师

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

刘冰华

电话：010-85172818

邮箱：liubh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

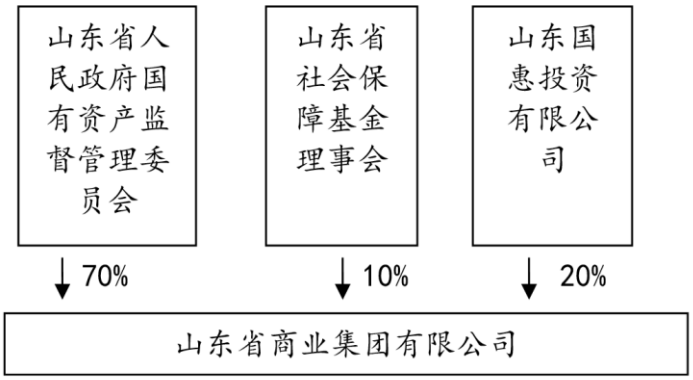
联合信用评级有限公司

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 年变更为现用名。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”）对公司增资 2.20 亿元，公司注册资本由 10.00 亿元变更为 12.20 亿元。

2015 年，山东省国资委决定将持有的公司 30%股权无偿划转至山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东省社保基金”），股权划转于 2017 年 5 月完成。2018 年 5 月，山东省社保基金将持有的公司 20%股权划转给山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠投资”），划转后，山东省社保基金持有 10%股权，山东国惠投资持有 20%股权，山东省国资委持有公司 70%股权；公司章程及工商登记变更登记于 2018 年 5 月完成。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 12.20 亿元，公司控股股东和实际控制人为山东省国资委。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变更，组织结构未发生重大变化。截至 2019 年 3 月底，公司本部设总经理办公室、投资管理部、财务管理部、审计部、法务安全部、教育科技管理部共 6 个职能部门；设青岛办事处、资金管理中心、信息中心、离退休人员管理服务中心和招标中心共 5 个直属机构，以及其他支持部门（具体见附件 1）；公司纳入合并范围内的二级子公司共有 26 家、下属事业单位共 7 家，在职员工合计 40,302 人。

公司拥有两家上市公司。截至 2019 年 3 月底，公司直接持股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）24.49%的股权，公司持有的银座股份股权无质押，公司的零售业务主要由银座股份负责经营。截至 2019 年 3 月底，公司直接持有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）53.02%的股权，公司持有的鲁商置业股权无质押，公司的房地产业务主要由鲁商置业负责经营。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 917.74 亿元，负债合计 751.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）165.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 115.63 亿元。2018 年，公司实现营业收入 379.56 亿元，净利润（含少数股东损益）3.44 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 0.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额 28.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.19 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 916.77 亿元，负债合计 748.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）168.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益 117.79 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 103.61 亿元，净利润（含少数股东损益）1.42 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 0.97 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.61 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区经十路 9777 号；法定代表人：高洪雷。

二、债券发行及募集资金用途

公司面向合格投资者公开发行总额不超过 44 亿元的可续期公司债券已获得中国证券监督管理委员会“证监许可〔2017〕2387 号”文核准。公司分两期发行，其中“山东省商业集团有限公司 2018 年公开发行可续期公司债券（第一期）”已于 2018 年 12 月 18 日发行结束，债券简称“18 鲁商 Y1”，实际发行规模为 6.40 亿元，最终票面利率为 7.50%，“18 鲁商 Y1”于 2018 年 12 月 25 日起在上海证券交易所交易市场集中竞价系统和固定收益证券综合电子平台上市；“山东省商业集团有限公司 2018 年公开发行可续期公司债券（第二期）”已于 2018 年 12 月 24 日发行结束，债券简称“18 鲁商 Y2”，实际发行规模为 10.00 亿元，最终票面利率为 7.50%，“18 鲁商 Y2”于 2019 年 1 月 4 日起在上海证券交易所交易市场集中竞价系统和固定收益证券综合电子平台上市。

表 1 “18 鲁商 Y1”和“18 鲁商 Y2”发行情况

债券代码	债券简称	剩余规模	利率	到期日期	发行期限	已使用金额	是否按照募集约定使用
143970.SH	18 鲁商 Y1	6.40 亿元	7.5%	2021-12-18	3+N	10.00 亿元	是
143971.SH	18 鲁商 Y2	10.00 亿元	7.5%	2021-12-24	3+N	6.40 亿元	是

资料来源：联合评级整理

截至本报告出具日，“18 鲁商 Y1”和“18 鲁商 Y2”募集资金已按募集说明书规定用途全部使用，“18 鲁商 Y1”和“18 鲁商 Y2”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司属于零售行业。随着国民经济的发展，零售业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。

根据国家统计局统计，2018 年，我国社会消费品零售总额 380,986.85 亿元，同比增长 8.98%，增速比上年同期下降 1.32 个百分点，增速有所放缓。按经营单位所在地分，2018 年，城镇消费品零售额 325,636.90 亿元，同比增长 8.79%；乡村消费品零售额 55,349.95 亿元，同比增长 10.12%。按消费类型分，2018 年，餐饮收入 42,715.85 亿元，同比增长 9.47%；商品零售 338,217.00 亿元，同比增长 8.92%。

零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态共同发展的局面，呈现出多元化发展趋势。面对“千店一面”的同质化竞争、网络零售的消费分流、消费需求升级转变等不利形势，近年来流通领域供给侧改革和结构性改革逐步推进，实体零售转型升级加快步伐，转型过程中，不同业态增速明显分化。根据中华全国商业信息中心统计，2018 年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 0.70%，增速较 2017 年下降 2.1 个百分点。2018 年，限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额比上年分别增长 6.8%、3.2%、6.2%

和 1.8%，超市和专业店销售的增速优于百货店和专卖店的销售增速。

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。电子商务凭借低廉的价格，快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对消费的促进力度越来越强。面对电商发展带来的压力，传统企业纷纷发力电商，利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势，开展 O2O 的多渠道经营探索。2018 年，我国网上零售额分别为 90,065 亿元，较上年增长 23.90%，2018 年网上零售额增速较上年下降 8.30 个百分点。2018 年，我国网上零售额占社会消费品零售总额的比例为 18.43%，较上年下降 1.16 个百分点，与其他国家相比，渗透率已较为饱和。根据美国商务部数据，2018 年美国电商销售额占总零售额的 11.20%；根据日本产业省数据，2018 年日本电商渗透率为 5.24%。我国电商发展水平超过美、日等发达国家，新技术、新业态不断涌现。随着线上零售逐渐饱和，我国电商企业也开始逐步往线下转型，线上、线下消费品市场融合或将是未来零售业发展趋势。

从行业政策看，政府积极鼓励零售行业发展新业态、新模式，促进线上线下融合，支持零售行业升级转型。同时，个税的改革将会促进居民购买力从而提振零售行业。2018 年 12 月 22 日，国务院印发《个人所得税专项附加扣除暂行办法》，个税改革新增 6 项专项附加扣除，该项目于 2019 年 1 月 1 日起施行。个税改革将释放居民购买力，能够有效提振消费行业。

消费者如今的购买行为往往跨越多个渠道：搜索、比较、决策和购买在多个渠道完成，网络口碑和朋友推荐对其影响至关重要，消费者利用技术和主动获取信息的能力提高。从零售商角度看，未来实体零售商和网络零售商将长期共存。传统零售商在积极地向线上拓展业务，以获得渠道拓展，打造跨渠道消费体验，为消费者提供更多样和有价值的服务。淘宝、京东等网上零售商也在向线下部署业务，如建立线下提货点、开门店或体验店、与实体店联合促销等，以期获得商品展示、方便消费者试用、降低配送复杂度、提供跨渠道消费体验等。

总体看，跟踪期内，实体零售转型升级加快步伐，各零售业态增速明显分化；实体零售业态中，超市、专业店销售额增速优于百货店、专业店销售额增速。网络零售业态增速有所下降，但对实体零售业态的冲击仍在持续。随着实体零售企业调整业态配比、优化产品结构、加强线上线下整合等方式，各实体零售业态销售情况有望好转。

四、管理分析

2018年7月，经山东省人民政府出具的《山东省人民政府关于任免高洪雷等工作人员职务的通知》（鲁政任〔2018〕79号），任命高洪雷担任公司董事、董事长和法定代表人职务。公司原董事长和法定代表人为王仁泉先生，由于工作调动原因，王仁泉先生不再担任公司董事长和法定代表人。

公司董事长高洪雷先生，1963年4月出生，硕士研究生学历，高级政工师。曾任新泰县人事局干部、新泰县职教办干部、新泰市委企业政治部干部；共青团新泰市委代理书记、书记、党组书记；新泰市地方税务局局长、党组书记；共青团泰安市委书记；泰安市委宣传部副部长、市文明办主任；山东省煤田地质局副局长、党委常委；山东省煤田地质局局长、党委书记等。2018年起任公司党委书记、董事长。

跟踪期内，除上述情况外，公司高级管理人员未发生重大调整，管理制度延续以往，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

目前公司已形成包括商业零售、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。2018年，公司实现营业收入379.56亿元，同比增长3.82%，稳中有升。2017~2018年，公司净利润分别为3.70亿元和3.44亿元。

从收入构成来看，2017~2018年，零售业务为公司核心业务，零售业务收入占比均超过70%，2018年公司零售业收入为271.84亿元，同比增长1.28%。2018年，公司生物制药收入为8.58亿元，同比增长18.67%，主要系公司生产的颈痛片、颈痛颗粒销售规模扩大，以及医药商业规模扩大所致。2018年，公司房地产业务结转收入79.63亿元，同比增长5.48%，房地产收入受个别项目结转进度影响较大。2018年，公司其他收入为19.50亿元，主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务收入， 收入占比较低。

从毛利率来看，2018年，公司零售业毛利率为20.46%，较上年小幅提升；生物制药业毛利率为62.85%，保持在较高水平；公司房地产业毛利率分别为15.67%，与其他房地产企业相比，毛利率仍处于较低水平。受上述因素的影响，2018年，公司综合毛利率为20.85%，较上年小幅提升。

表 2　2016~2018 年公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
零售业	247.26	72.00	20.17	268.40	73.42	18.72	271.84	71.62	20.46
生物制药业	6.64	1.93	58.73	7.73	2.11	60.67	8.58	2.26	62.85
房地产业	76.46	22.26	14.61	75.49	20.65	14.29	79.63	20.98	15.67
其他	13.06	3.80	40.20	13.96	3.82	38.90	19.50	5.14	29.05
合计	**343.42**	**100.00**	**20.44**	**365.58**	**100.00**	**19.50**	**379.56**	**100.00**	**20.85**

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。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 103.61 亿元，较上年同期增长 3.34%，主要系零售业销售收入增长所致；综合毛利率为 19.90%，较上年变化不大；公司实现净利润 1.42 亿元。

整体看，跟踪期内，公司营业收入保持增长，零售业仍为公司主要收入来源，公司综合毛利率小幅提升。

2．零售业

2018年，公司仍采取统一采购与分散采购相结合的方式。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，结算方式为一月一结，以银行承兑汇票结算为主。公司零售业供应商较为分散，总计两千余家，2018年前五大供应商分别为古驰（中国）贸易有限公司、雅诗兰黛（上海）商贸有限公司、瑞韵达贸易（上海）有限公司、普拉达时装商业（上海）有限公司和百利建科技开发（宁波）有限公司，公司向前五大供应商占总采购额比重很低，符合零售业的经营特点。

公司在物流体系建设方面持续投入，目前已有四个物流配送中心在运营。山东银座配送中心、曲阜银座配送中心、潍坊配送中心和统一银座物流配货中心的库区占地面积分别为32.24万平方米、12.45万平方米、11.00万平方米和1.48万平方米。公司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，配送准确率接近100%，订单处理满足程度达到95%以上。公司的自有物流配送系统为其连锁经营门店的发展提供了强有力的支持。

公司零售业的经营模式仍采用联营、经销、代销、租赁等方式，2018年，四种模式在营业收入中的占比约为30.10%、62.04%、4.92%、2.94%。

零售业态方面，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、便利店、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。

公司百货超市复合店以稳定的速度扩张，每年新开店7~9家，截至2018年底，公司百货超市复合门店数量为168家，经营面积370.34万平方米。截至2018年底，公司在山东省内拥有204家便利店直营门店，分布于济南市五区及章丘、济阳、泰安、长清等地，“统一银座”便利店占据山东便民连锁超市第一位。

2018年，公司家居店、家电店和购物中心数量较上年基本稳定。公司于2009年开设家电专业店，截至2018年底，公司已在济南、东营、滨州、泰安、淄博、莱芜、菏泽等14个城市开设37家家电专业店。银座购物中心是公司近年来重点拓展新型的业态形式，截至2018年底，公司拥有5家购物中心，分别为潍坊银座商城、银座商城玉函店、银座和谐广场、北京和谐广场和菏泽和谐广场。2018年，公司汽车4S店数量有所减少，主要系公司原有的汽车城市展厅只负责对外展示，不销售汽车，为减少租金费用，公司选择关闭了汽车城市展厅所致；公司汽车4S店销售定位为中高档主流汽车品牌，目前公司在济南市内拥有6家汽车4S店，经营品牌有奥迪、一汽大众、上海大众、上海通用、斯柯达和广州本田。

表 3　2016~2018 年公司零售业店面情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2016年			2017年			2018年		
	店面数	经营面积	收入	店面数	经营面积	收入	店面数	经营面积	收入
百货超市复合店	150	340.18	183.20	161	354.22	193.11	168	370.34	195.00
便利店	204	8.37	9.12	205	8.40	9.29	204	8.35	9.05
家居店	9	73.70	3.34	11	92.60	3.57	10	92.6	3.93
家电店	37	6.62	8.47	37	6.62	8.75	37	6.62	7.02
购物中心	4	50.10	11.99	5	60.10	10.82	5	60.1	11.88
汽车 4S 店	10	3.13	27.86	9	3.02	42.85	6	2.79	44.95
合计	**414**	**482.10**	**247.26**	**428**	**524.96**	**268.40**	**430**	**540.80**	**271.84**

资料来源：公司提供

经营坪效方面，2018 年，受市场竞争激烈、电商冲击等影响，除购物中心、汽车 4S 店外，公司各业态经营坪效均有所下降（见表 4）。2016~2018 年，公司汽车 4S 店经营坪效持续上升，主要系汽车城市展厅关闭以及单价较高的平行进口车销量增加所致。2018 年，公司零售业主要经营网点中有 16 家处于亏损状态（见表 5）。

表 4　2016~2018 年公司零售业态经营坪效情况（单位：万元/平方米）

店面种类	2016 年	2017 年	2018 年
百货超市复合店	0.54	0.55	0.53
便利店	1.09	1.11	1.08
家居店	0.05	0.04	0.04
家电店	1.28	1.32	1.06
购物中心	0.24	0.18	0.20

汽车 4S 店	8.90	14.19	16.11
合计	0.51	0.51	0.50

资料来源：公司提供，联合评级整理。经营坪效= 收入/营业面积

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。在山东省外，截至2019年3月底，公司已在河北邢台、河北石家庄、河南濮阳、及北京等地拥有13家省外百货超市复合店及购物中心。

公司零售业店面大部分处于所在城市的商业中心区域，公司自有门店较多，主要经营网点中自有门店面积占比为 68.58%（如下表所示）；其余门店为公司通过租赁形式获取，公司与业主签订的租赁合同多为 20 年的长期租约，租金每 5 年调整一次。公司新增零售店铺的获取方式以租赁为主，部分门店采用和业主合作模式，前期不需支付租金，业主享受利润分成，租金成本整体可控。从经营情况看，2018 年，公司零售业主要经营网点中有 16 家处于亏损状态。

表 5　2018 年公司零售业主要经营网点销售情况（单位：万平方米、年、万元）

序号	商城名称	经营面积	开店时间	物业权属	经营方式	2018 年	
						销售额	净利润
1	山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	289,696.00	-1,738.83
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	66,779.09	5,930.11
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	64,965.50	2,497.15
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	44,382.12	1,730.47
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	50,921.76	2,823.62
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	61,359.38	3,631.14
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	33,537.48	1,243.90
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	25,881.00	922.76
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	31,145.17	-856.92
10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	57,492.72	3,949.60
11	日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	50,765.69	2,048.68
12	淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	20,961.82	644.33
13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	49,752.51	1,675.02
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	51,444.05	4,008.37
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	18,103.61	228.11
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	4,864.98	-113.27
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	52,668.04	-412.40
18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	3,748.35	-553.94
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	20,105.14	931.94
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	26,913.92	1,141.51
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	21,960.71	3,724.26
22	石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	20,949.56	-1,866.89
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	14,250.87	455.09
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	11,626.83	456.91
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	20,045.27	959.81

26	济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	13,249.31	-1,248.86
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	12,908.90	395.13
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	23,339.71	766.54
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	36,936.06	1,775.23
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	38,522.28	1,377.31
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	7,906.89	182.15
32	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	5,346.89	156.53
33	鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	5,462.04	43.80
34	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	14,881.76	-1,298.87
35	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	9,221.46	-1,077.96
36	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	4,843.41	-1,400.23
37	张家口银座商城	4.10	2014	自有	百货+超市	32,232.73	1,255.91
38	济南和谐广场	14.50	2011	自有	购物中心	51,945.34	3,181.82
39	临沂和谐广场	8.20	2012	自有	购物中心	36,076.06	-497.00
40	银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	36,413.10	2,284.87
41	青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	13,472.06	-4,252.78
42	北京和谐广场	14.00	2016	自有	购物中心	12,305.19	-1,560.18
43	菏泽和谐广场	10.00	2017	租赁	购物中心	10,071.42	-320.74
44	淄博高青银座	2.02	2017	租赁	百货+超市	5,171.62	-368.71
45	临沂银座人民广场店	2.38	2017	租赁	百货+超市	6,908.68	-1,818.90
46	德州齐河银座	1.85	2017	租赁	百货+超市	4,116.62	29.96
合计		**151.47**	--	--	--	**1,495,653.10**	**31,065.55**

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司零售业主要在建工程为济南天启等3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24.80亿元，截至2019年3月底，公司已完成投资14.45亿元，未来仍需投资10.35亿元。

表 6　截至 2019 年 3 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	2015.04-2020.12	13.71	4.22	自有资金、银行贷款
淄博中心店项目	1.36	2016.7-2018.10	3.39	3.28	自有资金、银行贷款
齐鲁医药学院新校区项目	1.00	2016.8-2019.9	7.70	6.95	自有资金、银行贷款
合计	**16.47**	--	**24.80**	**14.45**	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司零售业务深耕山东省省内市场，采取以百货超市复合店为主、其他多种业态相结合的方式经营，零售业态丰富，经营网点数量保持增长，规模优势明显；但受市场竞争激烈的影响，经营坪效有所下降，部分门店亏损。公司零售业自有店铺较多，租赁门店签约期限较长，新开部分门店采用与业主合作模式，能在一定程度上抵消租金上涨的风险。

3．房地产

公司的房地产项目主要由下属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。

（1）土地储备

公司土地获取方式以“招拍挂”为主，公司每年拿地规模根据现有土地储备量以及房地产市场情况而定。2018 年，公司获取烟台莱山区于家滩项目、淄博经开区项目、菏泽打鱼店项目，通过并购取得了即墨绿富、青岛八大湖共 6 个项目，并与中南置地联合摘得临沂南坊 B25 东北侧地块。

截至 2019 年 3 月底，公司的土地储备约 79.76 万平方米（土地占地面积），主要位于哈尔滨、济宁、青岛、淄博和菏泽等二三四线城市，哈尔滨项目拿地时间较早，未来拟建商业和公寓，受规划调整影响开发进度较为缓慢。拿地成本方面，公司位于哈尔斌、青岛、济宁的土地拿地时间较早，土地成本相对较低，公司整体拿地成本不高。

表 7　截至 2019 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

土地储备项目	开发类型	土地面积	拟开发建筑面积	取得时间	取得成本	楼面均价
哈尔滨鲁商松江新城	住宅+商业	26.50	74.99	2010 年 11 月	17.08	2,277.64
青岛鲁商蓝岸新城	住宅	4.32	12.68	2014 年 6 月	1.30	1,025.24
济宁运河公馆	住宅+商业	7.68	27.00	2015 年 7 月	2.27	840.74
青岛鲁商中央公馆	住宅+商业	18.25	28.98	2014 年 1 月	4.16	1,435.47
淄博鲁商中心	住宅+商业	5.83	13.00	2018 年 6 月	2.26	1,738.46
菏泽鲁商蓝岸公馆	住宅+商业	17.18	59.66	2018 年 8 月	9.35	1,567.21
合计	--	**79.76**	**216.31**	--	**36.42**	**1,683.69**

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备成本普遍较低，土地储备规模尚可，按目前的开发进度，可以满足公司未来 1~2 年房地产业务发展需求；公司储备的土地部分主要位于哈尔滨以及山东省内二、三、四线城市，有一定的去库存压力。

（2）项目开发情况

2018 年，公司房地产新开工面积较上年有所增长，为 148.24 万平方米；2018 年竣工面积为 114.84 万平方米，同比下降 20.80%，主要系公司控制开发节奏所致。

表 8　2016~2018 年公司房地产开发情况（单位：万平方米、个）

项目	2016年	2017年	2018年
当期开工面积	115.43	141.45	148.24
当期竣工面积	136.06	145.00	114.84
期末在建面积	285.00	281.45	314.85
期末在建数量	15	14	21

资料来源：公司提供

从在建项目分布看，公司在建项目以“鲁商城市广场”、“鲁商花园住宅”、“鲁商生态别墅”三大产品系列为主。

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。目前已开发完成的有济南鲁商广场、泰安银座城市广场、济南银座晶都国际等项目，在建、在售的为青岛

鲁商中心燕儿岛、临沂鲁商中心和泰安鲁商中心等。上述在建项目规划建筑面积172.12万平方米，总投资额152.00亿元；截至2019年3月底已完成投资95.56亿元。

鲁商花园住宅是公司结合城市服务配套、地域人文脉络、自然景观资源，所开发的城市生活怡居项目。目前在建、在售的主要有济南鲁商常春藤、哈尔滨鲁商松江新城、菏泽鲁商凤凰城等项目等。上述项目规划建筑面积1,060.95万平方米，计划总投资721.42亿元，截至2019年3月底已完成投资410.27亿元。

鲁商生态别墅为位于城市自然风景区的高端品牌项目。公司已完工项目包括青岛即墨一山一墅、北京顺义蓝岸丽舍项目和重庆云山原筑等；目前在建项目为鲁商国际社区、临沂知春湖。上述项目规划建筑面积217.20万平方米，计划投资总额68.70亿元，截至2019年3月底已完成投资24.40亿元。

总体看，公司在建项目以“鲁商城市广场”、“鲁商花园住宅”、“鲁商生态别墅”三大产品系列为主，开发节奏较快，在建面积规模较大，能够满足公司未来几年的销售需求。目前公司在建项目尚需投资金额较大，公司未来面临较大的资金支出压力。

（3）项目销售情况

从公司房产项目销售情况来看，公司在售项目主要分布于山东省内二、三、四线城市。2018年，公司加快推盘速度，签约销售面积为123.15亿元，较上年有一定增长；公司签约销售均价为9,507.92元/平方米，较上年明显提升，主要系公司花园洋房、别墅等高档住宅项目销售增加所致。

表9　近年来公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

项目	2016年	2017年	2018年
当期签约销售面积	99.83	113.23	123.15
当期签约销售金额	72.58	95.96	117.09
当期签约销售均价	7,270.36	8,474.79	9,507.92

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，受公司加快推盘速度以及高端住宅项目销售增加的影响，公司签约销售面积、签约销售价额和签约销售收入均有一定增长。考虑到公司在售项目主要分布在山东省内，区域集中程度较高，未来可能存在一定的政策波动风险。

4．生物制药

目前公司生物制药业务主要由山东福瑞达医药集团公司（以下简称“福瑞达医药”）负责，福瑞达医药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13家子公司、1家省级科研院所和3个省级实验室。公司生物制药业务的主要产品是眼科和骨科类中西药品、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。公司重视新产品和新技术的开发工作，2017~2018年，公司生物制药板块的研发费用分别为1.40亿元和1.55亿元，约占当期生物制药板块收入的18.11%和18.07%。

表 10　公司所售主要医药商品基本情况（单位：万盒）

药品名称	产能	技术水平	主要针对市场及疗效	销售渠道
颈痛颗粒	135	国家二级中药保护品种和专利产品，有效率高达 92%	主要针对颈椎病患者，解决了神经根型颈椎病的颈部僵硬、疼痛、麻木等症状	经销，各大医院
颈痛片	260	国家二级中药保护品种和专利产品，有效率高达 92%	主要针对颈椎病患者，解决了神经根型颈椎病的颈部僵硬、疼痛、麻木等症状	经销，各药店
四季感冒胶囊	110	药方平和，发散而不烈，无过汗伤津之弊，老幼孕皆宜	风寒感冒患者，四季风寒感冒引起的发热头疼、咽喉疼痛、咳嗽口干等症状	经销，各医院、药店
小儿解感颗粒	120	配方针对儿童，专治小儿感冒	主要针对小儿感冒，经临床验证，疗效显著	经销，各医院、药店
雪莲归芪口服液	100	滋养先天，阴阳并调，可令阴阳相济；补益后天，气血双补，以达气血相生；补中寓泻，可使滋而不腻，补而不壅；寒温并用，则温而不燥，清而不寒	适用于阴阳两虚，气血亏损所致的各种虚症。	经销，各医院，药店
施沛特	--	开创了“黏弹性补充疗法”对因治疗骨关节炎的先河，填补了国内空白	已成为治疗骨关节炎的一线药物，为骨科临床提供了一个好的对因治疗的药物	经销，各医院、药店

资料来源：公司提供
注：施沛特为医药商业商品，由公司参股公司山东博士伦福瑞达制药有限公司所产，其生产业务不纳入公司合并范围。

医药商业方面，公司是“施沛特”产品的国内独家代理。公司通过福瑞达医药参股山东博士伦福瑞达制药有限公司（以下简称“山东博士伦”），山东博士伦是国内最大的眼科药品生产基地，是中国制药工业企业100强，其眼科主导产品“润洁”、“润舒”滴眼液在国内的市场占有率保持在20%以上，而骨科主导产品“施沛特”在全国骨科药物市场上具有主导地位，由公司销往全国各大中城市，市场占有率达到40%。由于公司医药商业所售药品直接从参股的生产商博士伦公司采购，采购成本相对较低，同时销售渠道较为成熟，主要客户为医院和药店，公司医药商业利润空间较大。2017~2018年，公司医药商业收入分别为5.37亿元和5.82亿元。

医药工业方面，公司以中药为主要的原材料，生产颈痛片、颈痛颗粒、四季感冒胶囊、小儿解感颗粒以及雪莲归芪口服液等产品。公司严格按照 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，实现生化原料药、成品药、中药、针剂等多种产品全自动生产线。目前主要产品产销率约为 80%~90%，产品价格为国家发改委指导价。

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-零售终端-消费者的销售模式，将商品直接销售给承销商，零售终端包括药店、医院和社区店。公司主要合作经销商包括海南瑞兰特药业有限公司、湖北奥克药业有限公司、湖南民达医药有限责任公司、湖北联众药业有限公司等，2018年向前五大客户销售客户的销售额占医药工业板块收入约90%，集中度很高。结算方式主要有两种，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。

表 11　近年来公司医药工业板块产品销量和销售价格情况（单位：万盒、元/盒）

品种	销量			销售价格		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
颈痛片	210	242	270	42.02	44.87	47.42
颈痛颗粒	90	117	145	56.94	58.45	56.94
四季感冒胶囊	73	100	115	24.55	22.29	22.14
小儿解感颗粒	85	110	125	20.06	19.75	19.58
雪莲归芪口服液	62	89	86	20.68	16.71	18.70

资料来源：公司提供

原材料供应方面，目前公司医药工业主要产品为中药类，包括三七、羌活、川芎、连翘、白

芍、桔梗、甘草、柴胡等中药材，中药材采购额占全部原材料采购额的50%以上。公司在原材料采购上严格控制质量，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。公司目前与主要供应商保持了良好的关系。公司中药材原材料供应商较为分散，集中度不高，主要供应商有亳州市祥和药业有限公司、文山州金福三七销售有限公司、安国市广兴昌中药材有限公司、辽宁宏宇生物科技有限公司和安徽济人药业有限公司等。公司原材料采购模式均为询价采购，近年来采购单价基本稳定。公司原材料采购一般均采用压批（收到货验收合格后再付款，如果存在质量问题可不收货直接退回）的结算方式。

总体看，跟踪期内，公司加大对医药板块的研发投入，以颈痛片和颈痛颗粒为代表的自主品牌发展良好；医药商业方面，公司仍为骨科类药品“施沛特”的主要销售渠道，直接从参股的生产商博士伦公司采购，采购成本较低，销售渠道成熟，利润空间较大。

5．重大事项

2018 年 12 月 5 日，根据《鲁商置业：关于受让山东福瑞达医药集团有限公司 100%股权暨关联交易进展的公告》，公司将直接持有的福瑞达医药 100%股权做价 92,669.07 万元转让给上市公司鲁商置业，转让后福瑞达医药变更为公司的三级子公司，同时变更为上市公司鲁商置业的二级子公司；而鲁商置业将其直接持有的泰安银座房地产开发有限公司（以下简称“泰安银座”）97%股权、东营银座房地产开发有限公司（以下简称“东营银座”）100%股权和济宁鲁商置业有限公司（以下简称“济宁鲁山置业”）100%股权转让给公司，上述三家房地产公司股权根据评估值作价 80,589.70 万元，此次交易的差额部分 12,079.37 万元将由鲁商置业以现金方式支付给公司。

从交易标的看，2017 年，福瑞达医药营业收入达 73,902.31 万元，归母净利润 2,249.62 万元，经营活动产生的现金流量净额 8,149.86 万元；2017 年，泰安银座、东营银座和济宁鲁山置业三家房地产公司营业收入合计 10,285.96 万元，净利润合计 972.65 万元。

2018 年 1~10 月，福瑞达医药营业收入达 68,327.68 万元，归母净利润 2,162.79 万元，经营活动产生的现金流量净额 4,119.91 万元；2018 年 1~10 月，泰安银座、东营银座和济宁鲁山置业营业三家房地产公司收入合计 5,059.16 万元，净利润合计 474.66 万元。

总体看，本次关联交易完成后，公司将优质资产福瑞达医药注入上市公司鲁商置业，但鲁商置业转让给公司的三家房地产公司盈利能力较弱，需持续关注三家房地产公司的盈利能力。

6．经营关注

（1）零售业竞争激烈、传统百货业景气度下行给公司带来不利影响

零售行业竞争日趋激烈，近年来，受宏观经济下行、限制“三公消费”政策以及电子商务快速发展的影响，公司零售业务尤其是百货业务受到冲击，新开百货门店有所减少，零售业各业态经营坪效也有一定下降，部分门店经营亏损。零售业务作为公司的核心业务，行业景气度低迷对公司整体经营情况产生了一定不利影响。

（2）房地产项目区域分布集中，盈利能力弱，去化速度慢，未来存在较大的资金支出压力

公司房地产项目主要分布在山东省内二三四线城市，区域集中度高，受当地房地产政策波动影响较大；公司房地产业务毛利率较低，盈利能力有待提升；公司 2018 年加大拿地力度，在建地产项目大幅增长，库存高企，公司存在一定的去化压力；公司在建房地产项目计划投资规模较大，后续面临较大的资金支出压力。

7．未来发展

未来，公司将不断提高资产证券化水平，加快从管理型总部向投资控股型总部的转变，重点抓战略、考核、监督、资本运作和产业协同。

在产业层面，公司零售业要加大与国内最先进的线上企业的合作，在资本运营和模式创新上实现突破，全力推进转型升级。在管理模式上，公司确立以门店为中心的思想，人才、资源和待遇都向门店倾斜，并适当向门店授权，确保责、权、利相匹配。地产业务方面，公司将重点发展工业地产、养老地产、乡村振兴地产，在发展模式上缩短产业链条，减少自持物业。生物制药方面，福瑞达医药继续立足工业企业定位，注重研发和生产。

整体看，公司战略符合自身业务特点，切实可行。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2018年合并财务报表已经中天运会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司2019年1~3月财务数据未经审计。

公司财务报表按照财政部2006年2月颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）以及中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》（2014年修订）的披露规定进行编制。

从合并范围来看， 2018年，公司合并范围内二级子公司数量增加5家。截至2019年3月底，公司纳入合并范围内的二级子公司共有26家、下属事业单位共7家。跟踪期内，公司主营业务未发生变化，合并范围变化对财务数据影响不大，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 917.74 亿元，负债合计 751.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）165.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 115.63 亿元。2018 年，公司实现营业收入 379.56 亿元，净利润（含少数股东损益）3.44 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 0.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额 28.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.19 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 916.77 亿元，负债合计 748.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）168.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益 117.79 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 103.61 亿元，净利润（含少数股东损益）1.42 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 0.97 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.61 亿元。

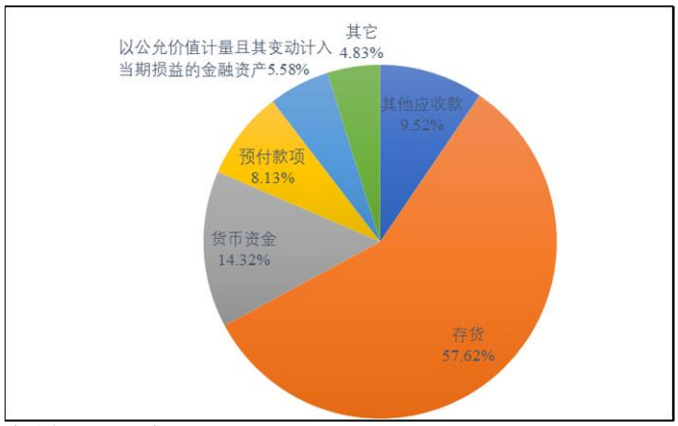
2．资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额 917.74 亿元，较年初增长 8.28%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 74.58%，非流动资产占 25.42%，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产规模684.42亿元，较年初增长8.47%，主要系货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占14.32%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占5.58%）、预付款项（占8.13%）、其他应收款（占9.52%）和存货（占57.62%）构成。

图 2　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司货币资金 98.02 亿元，较年初增长 59.03%，主要系债务融资增加所致；其中库存现金占比 0.35%，银行存款占比 59.57%，其他货币资金占比 40.07%。截至 2018 年底，公司使用权受限制的货币资金为 34.36 亿元，占货币资金比重为 35.06%，主要是各类保证金存款和代建项目专用资金等，受限比率较高。

截至 2018 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 38.22 亿元，较年初增长 26.72 倍，主要系公司以自有资金和外部融资等临时闲置资金购买的理财产品增加所致。

截至 2018 年底，公司预付款项 55.63 亿元，较年初下降 14.53%；预付款项主要为预付在建项目的地价款、土地竞标保证金、工程价款以及预付材料或商品采购货款等。

截至2018年底，公司其他应收款65.18亿元，较年初下降3.64%。公司往来款规模较大，对公司资金形成一定占用。公司其他应收款前五大应收方欠款金额如下表所示。

表 12　2018 年底其他应收款欠款金额前五名的单位情况（单位：元）

客户名称	款项性质	与本公司关系	金　额
哈尔滨市房屋置业担保有限责任公司	公积金担保保证金	非关联方	48,124,250.00
青岛恒达信投资管理有限公司	往来款	非关联方	45,496,000.00
平安国际融资租赁（天津）有限公司	保证金	非关联方	38,000,000.00
北京东方航华投资有限公司	往来款	非关联方	24,218,774.37
中国外贸金融租赁有限公司	保证金	非关联方	10,000,000.00
合　计			**165,839,024.37**

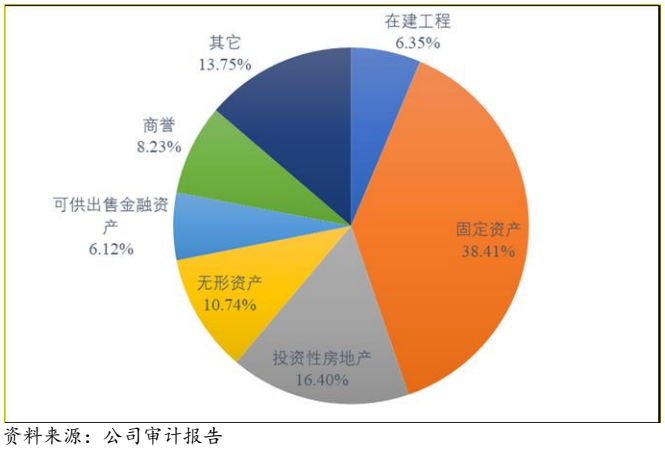
资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 394.34 亿元，较年初增长 7.93%，主要系公司拿地增加，同时在建地产项目持续投入所致；存货构成主要为库存商品（占 4.47%）、房地产开发成本（占 70.78%）和开发产品（占 23.93%）。截至 2018 年底，公司计提存货跌价准备 828.71 万元的。考虑到公司土地储备和在建项目主要位于哈尔滨以及山东省内二、三、四线城市，去化速度较慢，未来可能存在一定的减值风险。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产规模 233.32 亿元，较年初增长 7.74%，主要系可供出售金融资产、长期应收款、固定资产和在建工程增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 6.12%）、投资性房地产（占 16.40%）、固定资产（占 38.41%）、在建工程（占 6.35%）、无形资产（占 10.74%）和商誉（占 8.23%）构成。

图 3　截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 14.28 亿元，较年初增长 29.53%，主要系公司对参股公司投资增加所致。

公司投资性房地产按成本模式计量，截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 38.27 亿元，较年初下降 1.55%。截至 2018 年底，公司投资性房地产余额为 48.96 亿元，以房屋、建筑物（占 80.31%）和土地使用权（占 19.69%）为主；投资性房地产累计折旧 10.69 亿元。

截至 2018 年底，公司固定资产账面余额为 143.62 亿元，较年初增长 3.50%；公司固定资产主要为房屋建筑物（占 76.62 %）、机器设备（占 8.12%）、其他设备（占比 7.60%）和电子设备（占比 6.52%）；固定资产累计折旧 54.00 亿元，公司固定资产成新率 62.39%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司在建工程 14.81 亿元，较年初增长 25.63%，主要系公司对齐鲁医药学院新校区项目增加投资所致。

截至 2018 年底，公司无形资产 25.06 亿元，较年初增长 5.93%，公司无形资产主要为土地使用权（占比 85.63%）。

截至 2018 年底，公司商誉 19.20 亿元，较年初下降 0.03%；公司商誉主要系收购子公司产生，其中，收购鲁商置业股份有限公司产生商誉 6.32 亿元，收购石家庄东方城市广场有限公司产生商誉 2.92 亿元，收购山东海佑福瑞达制药有限公司产生商誉 2.25 亿元以及收购济南伊特网络信息有限公司产生 1.31 亿元。截至 2018 年底，公司未对商誉计提减值准备。公司商誉规模较大，若被收购企业未来经营业绩不达预期，公司商誉将面临一定的减值风险。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 916.77 亿元，较年初下降 0.10%；其中流动资产占 73.51%，非流动资产占 26.49%，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司所有权或使用权受限的资产合计占公司总资产的比重为 19.73%，受限比例较高。

表 13　截至 2019 年 3 月底公司所有权或使用权受限的资产情况（单位：亿元、%）

资产科目	抵押/受限金额	占比
货币资金	34.09	20.43
存货	69.17	41.45
投资性房地产	12.95	7.76
固定资产	41.86	25.08
无形资产	8.82	5.28
合计	**166.89**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产构成以流动资产为主。公司流动资产中货币资金受限比例高；以房地产项目为主的存货占比较高，去化速度较慢；大额其他应收款对运营资金形成占用。非流动资产中商誉规模较大，存在一定减值风险；固定资产成新率一般。公司资产受限比例较高，整体资产质量一般。

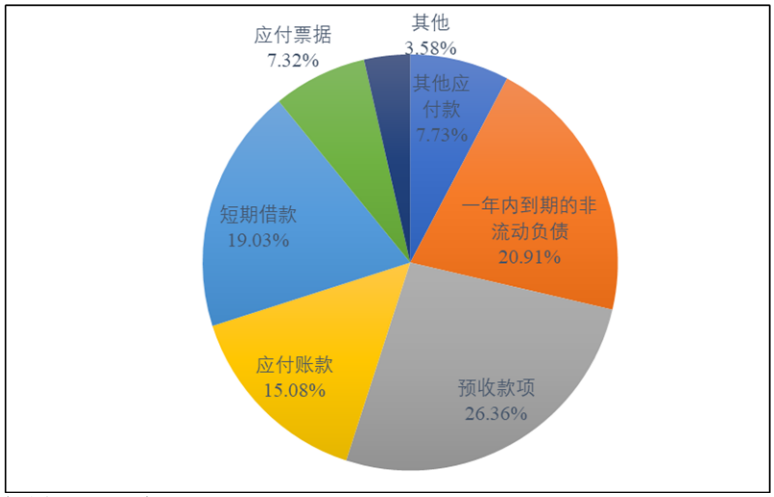
3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 751.81 亿元，较年初增长 5.62%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 78.80%，非流动负债占 21.20%。公司负债合计以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 592.41 亿元，较年初增长 5.07%，主要系短期借款、应收票据和预收账款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 19.03%）、应付票据（占 7.32%）、应付账款（占 15.08%）、预收款项（占 26.36%）、其他应付款（占 7.73%）和一年内到期的非流动负债（占 20.91%）构成。

图 4　截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司短期借款为 112.73 亿元，较年初增长 23.29%；其中保证借款占 54.22%，信用借款占 21.56%，质押借款占 20.27%，抵押借款占 3.95%。

截至 2018 年底，公司应付票据 43.36 亿元，较年初增长 238.05%，主要系零售业务部分供应商结算方式改变所致，公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司应付账款 89.31 亿元，较年初增长 11.24%，主要系公司零售业务规模扩

大以及在建地产项目增加所致，公司应付账款主要为零售业务应付的商品采购款和地产业务应付的工程款。

公司预收款项主要为预收房款。截至 2018 年底，公司预收款项 156.16 亿元，较年初增长 19.15%，主要系公司地产项目签约销售规模持续增长所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 45.77 亿元，较年初下降 39.27%，主要系受“三公”消费限制的影响，公司预售购物卡、购物券等下降所致，公司其他应付款主要是预售购物卡、购物券款项以及一卡通预存卡等。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 123.88 亿元，较年初下降 22.25%，主要系公司偿还一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付债券所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的长期借款为 30.88 亿元，一年内到期的长期应付债券为 93.00 亿元。2016~2018 年，公司非流动负债合计波动下降，年均复合下降 27.99%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 159.41 亿元，较年初增长 7.72%，主要系长期借款和长期应付款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 57.50%）、应付债券（占 33.95%）和长期应付款（占 5.75%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 91.66 亿元，较年初增长 13.81%。从长期借款到期期限分布看，未来 1~2 年内到期 19.13 亿元，2~3 年内到期 57.17 亿元，3 年以上到期 15.36 亿元。公司长期借款集中在 2020 年到期，届时公司将面临一定的集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司应付债券 54.11 亿元，较年初下降 12.86%，主要系公司发行的长期债券在 2018 年下半年集中到期兑付所致。

表 14　2018 年底计入应付债券科目的中长期债券明细（单位：亿元、%）

债券简称	发行金额	起息日	到期日	票面利率
16 鲁商 01	10.00	2016 年 4 月 8 日	2021 年 4 月 8 日	3.66
17 鲁商 PPN001	10.00	2017 年 4 月 12 日	2020 年 4 月 12 日	5.80
17 鲁商 MTN001	10.00	2017 年 10 月 20 日	2020 年 10 月 19 日	6.50
18 鲁商 MTN001	9.00	2018 年 11 月 16 日	2021 年 11 月 15 日	7.80
18 鲁商 02	14.00	2018 年 11 月 16 日	2021 年 11 月 15 日	7.50
合计	**53.00**	--	--	--

资料来源：Wind，联合评级整理

截至 2018 年底，公司长期应付款 9.17 亿元，较年初增长 429.60%，主要系应付的融资租赁款增长所致，长期应付款主要由融资租赁款（占比 89.49%）和长期往来借款（占比 8.75%）构成。

截至 2018 年底，公司全部债务为 431.74 亿元，较年初增长 6.28；公司债务结构变化较大，年初全部债务以长期债务为主，截至 2018 年底，全部债务中，短期债务占比 64.85%，长期债务占比 35.15%，以短期债务为主。截至 2018 年底，公司资产负债率较年初下降 2.07 个百分点至 81.92%，主要系公司发行多笔永续债，所有者权益增加所致；公司全部债务资本化比率较年初下降 2.45 个百分点至 72.24%，公司债务负担仍很重；公司长期债务资本化比率较年初下降 3.80 个百分点至 47.74%。

截至 2018 年底，公司将发行的永续债计入其他权益工具，永续债规模为 63.00 亿元。若将永续债调整至负债科目，截至 2018 年底，公司全部债务共计 494.75 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 88.79%、82.78%和 67.60%，调整后的债务负担相比调整前进一步加重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 748.25 亿元，较年初下降 0.47%，较年初变化不大；其中流动负债占 75.24%，非流动负债占 24.76%，负债结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所增长，债务负担仍很重；短期债务规模增长较快，存在较大的短期偿债压力，债务结构有待优化。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 165.93 亿元，较年初增加 22.26%，主要系发行永续债所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 69.69%，少数股东权益占比为 30.31%。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益 115.63 亿元，其中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 18.14%、4.77%、54.48%和 16.47%。

公司其他权益工具主要为永续债，2017~2018 年，公司其他权益工具分别为 25.70 亿元和 63.00 亿元；2018 年公司发行了 37.40 亿元的永续债（“18MNT003”、“18 鲁商 Y1”、“18 鲁商 Y2”、“交银国际信托永续债权式权益性投资”、“工行可续期债权投资”）。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 168.52 亿元，较年初增加 1.57%，权益结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，由于发行永续债，公司所有者权益规模有所增长；少数股东权益和其他权益工具占比仍很高，公司权益稳定性有待提升。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 379.56 亿元，同比增长 3.82%。2017~2018 年，公司利润总额分别为 7.13 亿元和 8.77 亿元，逐年增长，主要系投资收益增长所致；公司净利润分别为 3.70 亿元和 3.44 亿元，较为稳定。

2017~2018 年，公司期间费用分别为 58.96 亿元和 63.19 亿元。2018 年，公司销售费用占比 64.81%，管理费用占比 21.57%，财务费用占比 11.58%，研发费用占比 2.04%，以销售和管理费用为主。2018 年销售费用为 40.95 亿元，同比增长 5.84%； 2018 年管理费用为 13.63 亿元，同比增长 13.74。2018 年财务费用为 7.31 亿元，同比增长 32.39，主要系债务规模增长所致。2017~2018 年，费用收入比分别为 15.91%和 16.31%，期间费用对营业利润侵蚀严重，公司费用控制能力仍有待提升。

2018 年，公司投资收益 4.79 亿元，同比增长 33.64%，主要系公司投资联营、合营企业和金融资产所获得的收益增长所致；公司投资收益占营业利润的比重为 53.92%，投资收益对营业利润贡献很大。

从盈利指标来看，2017~2018年，公司营业利润率分别为17.68%和18.75%。2017~2018年，公司总资本收益率分别为2.19%和1.67%，总资产报酬率分别为1.87%和1.68%，净资产收益率分别为2.62%和2.28%，均有所下滑。公司盈利水平较弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 103.61 亿元，同比增长 3.34%，主要系零售业销售增长所致；综合毛利率为 19.90%，较上年同期变化不大。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所增长，净利润较为稳定；投资收益对公司利润水平影响很大；期间费用对利润侵蚀严重，公司整体盈利能力有待提升。

5．现金流

从经营活动情况来看， 2018年，公司经营活动现金流入为449.86亿元，较上年变化不大，主要为公司销售商品收到的现金以及房地产项目预收款。2018年经营活动现金流出为421.40亿元，较上年增长1.58%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。受上述因素的影响，2017~2018年，公司经营活动产生的现金流净额分别为38.92亿元和28.46亿元，经营活动现金保持净流入状态。

2017~2018年，公司现金收入比为分别为109.07%和104.19%，公司收入实现质量较高。

从投资活动情况来看，2018年，公司投资活动现金流入为16.60亿元，较上年增长343.82%，主要系赎回理财产品增加所致。2018年投资活动现金流出为53.07亿元，较上年增长403.36%，主要系公司使用自有资金以及融资获得的闲置资金购买理财产品增加所致。受上述因素的影响，2017~2018年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-6.80亿元和-36.47亿元。

从筹资活动情况来看， 2018年，公司筹资活动现金流入为391.10亿元，较上年下降8.56%，主要公司当期债券发行规模较上年下降所致。2018年为366.92亿元，较上年下降21.80%，筹资活动现金流出主要为公司偿还债务支出。受上述因素的影响，2017~2018年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为-41.53亿元和24.18亿元。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为1.57亿元，投资活动产生的现金流量净额为10.05亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-11.02亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金保持净流入状态，收入实现质量较高；公司投资活动现金呈净流出状态，经营活动产生现金净流量不能覆盖公司投资活动现金缺口，同时考虑到公司在建地产项目尚需较大规模资金投入，公司面临较大的外部筹资压力。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2017~2018年，公司流动比率分别为1.12倍和1.16倍，速动比率分别为0.47倍和0.49倍；现金短期债务比分别为0.24倍和0.49倍，但考虑到公司货币资金受限比例较高，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看， 2018年，公司EBITDA为28.20亿元，较上年下降7.59%；其中利润总额占比30.86%，计入财务费用的利息支出占比21.63%，折旧占比33.78%，摊销占比13.73%。2018年，公司EBITDA利息倍数为1.61倍，较上年无变化，EBITDA对利息的覆盖程度较低；EBITDA全部债务比由上年的0.07倍下降至0.06倍，EBITDA对全部债务的覆盖程较低。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2019年3月底，公司共获得各家银行授信额度为413.35亿元，其中尚未使用额度162.99 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，具备直接融资渠道。

截至2019年3月底，公司对外担保余额共计1.94亿元，全部为子公司鲁商置业对房屋购买人提供的抵押贷款担保，或有风险很小。

截至2019年3月底，公司存在一笔重大诉讼。2017年，威海乐源置业有限公司（以下简称“威海乐源”）因租赁合同纠纷向山东省威海市中级人民法院起诉公司，要求公司支付违约金5,285.61万元，支付经济损失12,268.18万元。2019年1月3日，公司收到《山东省威海市中级人民法院民事判决书》〔（2017）鲁10民初342号〕，判决书载明，公司已支付给威海乐源200万元定金，在公司根本违约时应作为违约金的一部分由威海乐源没收，故扣除该200万元后，公司应支付乐源公司违约金5,085.61万元。上述情况为一审判决结果，公司已经提起上诉，目前二审尚未开庭。基于谨慎性原则，公司已在2018年财务报表中就上述违约金及案件受理费确认预计损失和费用5,312.57万元。联合评级将持续关注上述事项进展情况。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（G1037010200628970F），截至2019年4月28日，公司未结清信贷信息中无不良或关注类信贷信息记录，已结清信贷信息中存在32笔不良及关注类贷款，约3,400万元，公司已于2009年全部清偿。

总体看，跟踪期内，公司长短期偿债能力指标表现不佳，但考虑到公司在商业零售品牌上的市场知名度、区域市场占有率、经营规模以及股东背景等方面的优势，公司整体偿债能力仍很强。

7．公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达132.21亿元，为“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”债券剩余本金（16.40亿元）的8.06倍，公司现金类资产对“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”的覆盖程度较高；净资产达165.93亿元，约为“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”债券剩余本金的10.12倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为28.20亿元，约为“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”债券剩余本金的1.72倍，公司EBITDA对“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入449.86亿元，约为“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”债券剩余本金的27.43倍，公司经营活动现金流入量对“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”债券剩余本金的覆盖程度很高。

总体看，综合上述因素，公司对“18 鲁商 Y1”和“18 鲁商 Y2”的偿还能力很强。

七、综合评价

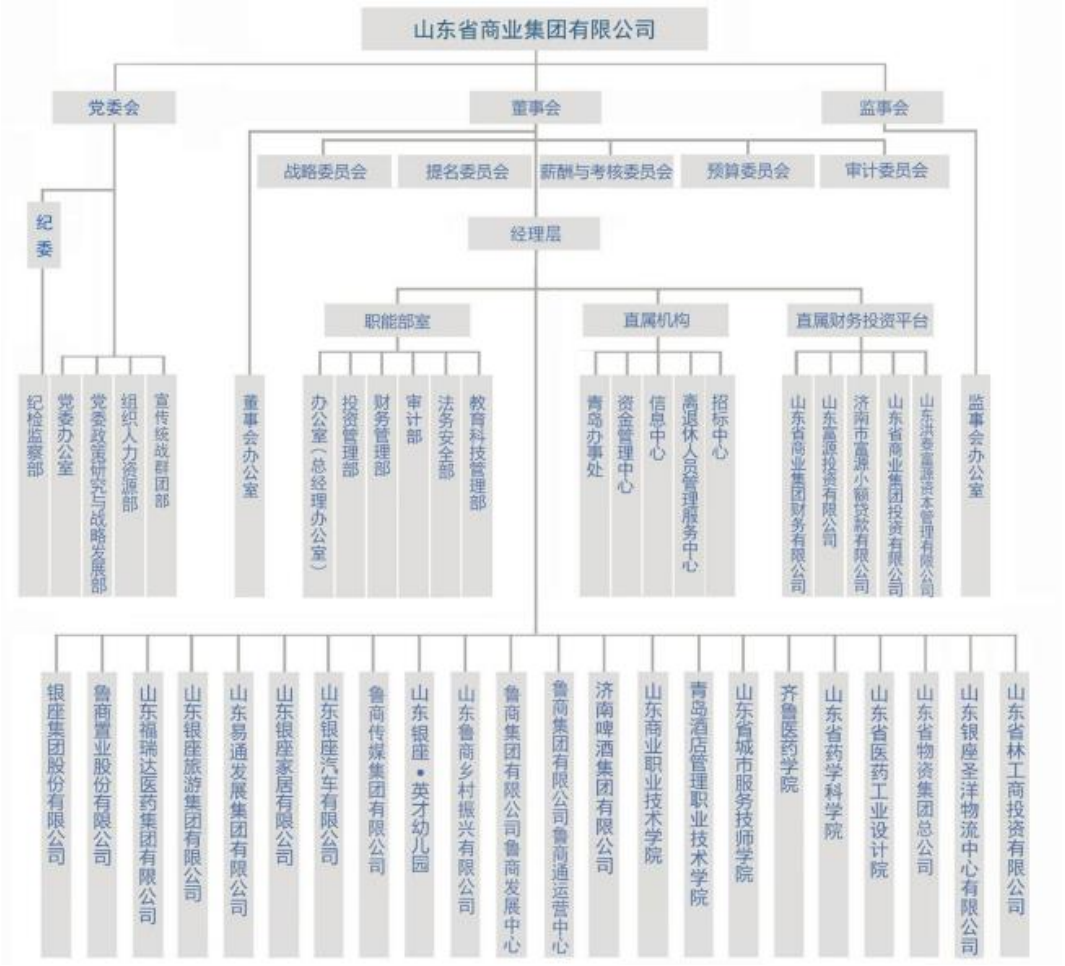
公司作为山东省零售业龙头企业，在股东背景、品牌知名度、零售门店数量以及销售规模等方面仍具有明显的竞争优势。2018 年，公司整体经营情况稳定，资产和收入规模保持增长，综合毛利率水平有所提升，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到零售行业市场竞争激烈、公司房地产业务毛利率较低、地产项目去化速度慢、在建项目资金支出压力较大、整体债务负担很重且债务结构有待优化以及投资收益对利润贡献很大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来随着山东省经济发展，居民消费能力提升，公司零售业务收入有望保持稳定。公司在建房地产项目较多，能为未来的收入结转提供支撑。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”，同时维持“18 鲁商 Y1”和“18 鲁商 Y2”的债项信用等级为 AA+。

附件 1　山东省商业集团有限公司

组织结构图



附件 2　山东省商业集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	836.18	847.52	917.74	916.77
所有者权益（亿元）	146.80	135.72	165.93	168.52
短期债务（亿元）	131.67	263.60	279.97	249.34
长期债务（亿元）	304.63	142.64	151.78	177.70
全部债务（亿元）	436.31	406.24	431.74	427.05
营业收入（亿元）	343.42	365.58	379.56	103.61
净利润（亿元）	4.31	3.70	3.44	1.42
EBITDA（亿元）	37.51	30.52	28.20	--
经营性净现金流（亿元）	0.13	38.92	28.46	1.57
应收账款周转次数（次）	52.13	60.66	47.75	--
存货周转次数（次）	0.81	0.81	0.79	--
总资产周转次数（次）	0.45	0.43	0.43	0.11
现金收入比率（%）	103.77	109.07	104.19	110.93
总资本收益率（%）	3.30	2.19	1.67	--
总资产报酬率（%）	2.77	1.87	1.68	--
净资产收益率（%）	2.99	2.62	2.28	0.85
营业利润率（%）	18.01	17.68	18.75	18.59
费用收入比（%）	16.55	15.91	16.31	15.63
资产负债率（%）	82.44	83.99	81.92	81.62
全部债务资本化比率（%）	74.82	74.96	72.24	71.70
长期债务资本化比率（%）	67.48	51.24	47.77	51.33
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.61	1.61	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.08	0.07	--
流动比率（倍）	1.58	1.12	1.16	1.20
速动比率（倍）	0.64	0.47	0.49	0.49
现金短期债务比（倍）	0.54	0.24	0.49	0.53
经营现金流动负债比率（%）	0.03	6.90	4.80	0.28
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.29	1.86	1.72	--

注：1、本报告中数据不加注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、长期应付款中计息部分已计入长期债务；4、2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。