跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1632 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：

二〇二〇年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 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+	2019/6/11
18 鲁商 Y2	10.00 亿元	AA+	AA+	2019/6/11

评级时间：2020 年 6 月 18 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	847.52	917.74	1,033.86	1,046.44
所有者权益（亿元）	135.72	165.93	198.33	197.88
长期债务（亿元）	142.64	151.78	175.39	177.02
全部债务（亿元）	406.24	431.74	471.11	492.47
营业总收入（亿元）	365.58	379.56	398.33	80.48
净利润（亿元）	3.70	3.44	6.55	-1.80
EBITDA（亿元）	30.52	28.20	29.51	--
经营性净现金流（亿元）	38.92	28.46	19.12	0.19
营业利润率（%）	17.68	18.75	18.56	15.40
净资产收益率（%）	2.62	2.28	3.60	-3.63
资产负债率（%）	83.99	81.92	80.82	81.09
全部债务资本化比率（%）	74.96	72.24	70.37	71.34
流动比率（倍）	1.12	1.16	1.17	1.17
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	0.06	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.61	1.61	1.04	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.86	1.72	1.80	--

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 1—3 月财务数据未经审计，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，山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）作为山东省零售业龙头企业，整体经营情况稳定，资产和收入规模保持增长，经营活动现金流状况良好。2019 年，公司零售业新开门店数量继续增加，各零售业态协同发展；公司生物制药业务中骨科类药品（颈痛颗粒、颈痛片）年产能显著提升，销量同步增长；公司推进营销机制创新，加快房地产项目去化，签约销售收入和签约销售面积有所增加。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到零售行业市场竞争激烈且受新冠肺炎疫情冲击较大、公司房地产业务毛利率较低且项目去化速度慢、在建项目资金支出压力较大、整体债务负担重且债务结构有待优化以及投资收益对利润贡献较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，公司将持续推动各产业转型升级。其中零售业务将运用互联网技术，结合实体资源，创新经营管理模式；房地产业务将根据需求选择“地产+文化旅游”“地产+乡村振兴”“地产+医养健康”等不同产业业态组合，发展特色产业项目；公司未来将加大生物制药业科技研发力度。公司整体盈利能力和抗风险能力有望继续保持稳定。

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. **公司零售业务深耕山东省省内市场，经营网点数量保持增长。**公司是山东省零售行业的龙头企业，“银座”品牌知名度高，截至 2019 年底，公司百货超市复合门店数量为 178 家，较上年底增加 10 家，经营面积达 387.89 万平方米。

2．**公司生物制药业务经营稳定，产业链进一步完善。**公司在生物制药领域具备一定的技术优势和渠道优势，2019 年，公司所售骨科类药品销量有所增长；公司并购山东焦点生物科技股份有限公司（以下简称“焦点生物”），完善了透明质酸产业链，加强了公司在医美领域的竞争优势。

3．**公司推进营销机制创新，房地产业务签约销售面积、签约销售价格和签约销售收入均有一定增长。**2019 年，公司先后完善了《销售代理公司正负激励办法》《回款激励办法》《全民营销实施细则》等相关制度，创新营销方式，加速去化。房地产业务签约销售面积为 125.75 万平方米，较上年增长 2.11%；签约销售额 143.62 亿元，较上年增长 22.66%。

关注

1．**零售行业竞争激烈，公司部分门店经营亏损。**2019 年，公司所处的零售行业市场竞争较为激烈，受宏观经济持续低迷、电商冲击等因素的影响，公司零售业经营坪效有一定下降，部分门店出现亏损。

2．**公司零售业务受新冠肺炎疫情冲击较大，经营业绩明显下降。**受新冠肺炎疫情的影响，2020 年一季度，银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”）主要经营区域门店收入较上年同期均有明显下降；其中百货商场和购物中心受疫情冲击较大，收入分别较上年同期下降 33.37%和 50.13%，大型综合超市收入较上年同期下降 17.12%；购物中心毛利率较上年同期下降 10.02 个百分点至 11.69%，百货商场和大型综合超市毛利率较上年同期略有下降。

3．**公司地产项目区域集中度高，存在去库存压力和较大的资金支出压力。**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；2019 年，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；同时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。

4．**公司债务负担重，存在短期偿还压力；权益结构稳定性有待提升。**截至 2019 年底，公司全部债务资本化比率达 70.37%，债务负担进一步加重；短期债务占比较高，债务结构有待优化。公司所有者权益中，少数股东权益和其他权益工具占比高，权益结构稳定性有待提升。

5．**费用控制能力有待提升，利润对投资收益依赖性较高。**2019 年，公司费用收入比为 16.83%，较上年上升 0.18 个百分点，费用控制能力有待提升；公司实现投资收益 6.61 亿元，投资收益占营业利润比重为 57.71%，对利润影响较大。

分析师

候珍珍　登记编号（R0040215120003）
罗　峤　登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-851712818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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：

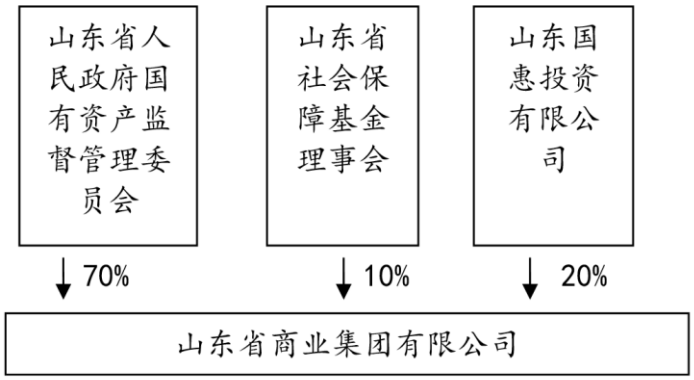
联合信用评级有限公司

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公司 10%股权，山东国惠投资持有公司 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 2020 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 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019 年，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）；截至 2019 年底，公司纳入合并范围内的二级子公司共有 28 家、下属事业单位共 7 家；在职员工合计 39,991 人。

公司拥有两家上市公司。截至 2020 年 3 月底，公司直接持有银座股份（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，银座股份为公司零售业的重要经营单位。截至 2020 年 3 月底，公司直接持有鲁商健康产业发展股份有限公司（以下简称“鲁商发展”，证券代码为 600223.SH）53.02%的股权，公司持有的鲁商发展股权无质押，公司的房地产业务主要由鲁商发展负责经营。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1,033.86 亿元，负债合计 835.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）198.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益 120.52 亿元。2019 年，公司实现营业收入 397.67 亿元，净利润（含少数股东损益）6.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 19.12 亿元，现金及现金等价物净增加额 15.52 亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额1,046.44亿元，负债合计848.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）197.88亿元，其中归属于母公司所有者权益118.75亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入80.27亿元，净利润-1.80亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.25亿元；经营活动产生的现金流量净额0.19亿元，现金及现金等价物净增加额20.39亿元。

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使用情况

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	6.40 亿元	是
143971.SH	18 鲁商 Y2	10.00 亿元	7.5%	2021-12-24	3+N	10.00 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使用完毕，公司已支付“18 鲁商 Y1”和“18 鲁商 Y2”上一期利息。

三、行业分析

2019 年，伴随着消费需求、消费渠道、消费方式的转变以及电商红利期的退潮，零售额增速进一步放缓。网络零售业态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，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的发展趋势。2020 年一季度，零售行业受新冠疫情影响较大，随着疫情逐步得到控制，部分被推迟的消费逐渐恢复。

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，2019 年，我国社会消费品零售总额 411,649 亿元，同比增长 8.0%，增速比上年进一步放缓。按经营单位所在地分，2019 年，城镇消费品零售额 351,317 亿元，同比增长 7.9%，增速同比下降 0.9 个百分点；乡村消费品零售额 60,332 亿元，同比增长 9.0%，增速同比下降 1.1 个百分点。按消费类型分，2019 年，餐饮收入 46,721 亿元，同比增长 9.4%，增速较上年基本持平；商品零售 364,928 亿元，同比增长 7.9%，增速同比下降 1.0 个百分点。

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。按零售业态分，2019 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 6.5%、1.4%、3.2%和 1.5%，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；但各个业态增速普遍放缓，实体零售企业面临较大压力。

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。截至 2020 年 3 月，我国网络购物用户规模达 7.10 亿，较 2018 年底增长 16.4%，占网民整体的 78.6%。2019 年，全年实物商品网上零售额为 85,239 亿元，按可比口径计算，比上年增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，比上年提高 2.3 个百分点，与其他国家相比，渗透率已较为饱和。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。

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。

随着新一代消费群体的崛起，也带来了新的消费需求。相较于价格，他们更在于品质以及相应的性价比，愿意为高端产品付出更高的费用，消费升级成了顺应消费者需求转变的解决方案。为留住消费者，不管是永辉超市、沃尔玛等传统零售企业，还是苏宁易购、盒马鲜生等电商企业都开始寻求转型，向更新的智能零售模式发展。

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。2019 年 8 月 27 日，国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，从顺应消费变革和消费升级的趋势、引导电商培育新消费、拓宽生态产品线上线下销售渠道到调整电商零售，推出了 20 条提振消费信心的政策措施。

2020 年一季度，新冠疫情短期内在一定程度上抑制了可选消费品的消费需求，人们外出消费大幅减少，大型百货商场等场所是主要回避对象。然而食品等生活必需品刚性较大，消费需求未因此减少，新冠疫情对超市行业影响相对较小。因更多消费者线开始选择线上下单，生鲜及生活用品电商企业得到了良好得发展，实体零售企业受到一定负面影响，但一定程度上推动了配送到家业务的发展。第二季度，随着疫情逐步得到控制，多地下调疫情防控等级，部分被推迟的消费逐渐恢复。

四、管理分析

跟踪期内，管理运作正常，但根据山东省省委省政府要求，公司不再设置监事会，同时控股子公司银座股份董事长发生变更。

2019年5月，根据《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》（鲁发〔2018〕42号），规定山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，不再设立省属企业

监事会；山东省国资委、山东省发展和改革委员会、山东省财政厅和山东省社保基金理事会联合下发的《关于杨少军等20人免职的通知》（鲁国资任字〔2018〕42号）、《关于臧云廷免职的通知》（鲁鲁国资任字〔2018〕52号）要求，公司原山东省委驻派的监事会主席韩斌及监事沈万秀、臧云廷职务自然免除。

2020 年 5 月 6 日，子公司银座股份召开股东大会，宣布侯功海先生因工作原因不再担任董事、董事长及专门委员会相关职务及代行董事会秘书职责，选举布廷现先生为银座股份第十二届董事会董事。同日，银座股份召开了第十二届董事会 2020 年第五次临时会议，审议通过了《关于选举公司董事长的议案》，选举布廷现先生为银座股份董事长，任期为本届董事会届满为止。

跟踪期内，公司董事会和高级管理人员未发生变动，主要管理制度延续以往，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，公司营业总收入保持增长，综合毛利率与上年持平。零售业仍为公司主要收入来源，毛利率较上年略有下降；房地产业务受个别项目结转进度影响较大，结转收入规模大幅增加；生物医药业主要产品产能扩大，销售收入增加，毛利率维持在较高水平。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业总收入和毛利率较上年同期均有较大幅度下降。

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。2019 年，公司实现营业总收入 398.33 亿元，较上年增长 4.95%，主要系房地产业务结转收入增加所致；公司实现营业利润 11.46 亿元，较上年增长 26.49%；2019 年，公司实现净利润 6.55 亿元，较上年增长 90.53%，主要系投资收益增长所致。

从收入构成来看，2019年，零售业务仍为公司核心业务，公司全年实现零售业收入274.14亿元，较上年变化不大，占营业总收入比重为68.82%，较上年略有下降；房地产业务为公司第二大业务板块，2019年结转收入92.50亿元，同比增长16.16%，房地产收入受个别项目结转进度影响较大，占营业总收入的比重上升至23.22%；公司生物制药收入为10.39亿元，同比增长21.10%，主要系公司颈痛片、颈痛颗粒产能和销售规模扩大，以及医药商业规模扩大所致，占营业总收入比重较低；公司其他业务主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务，2019年实现收入21.29亿元，同比增长9.18%，主要系齐鲁医药学院收入增加所致。

从毛利率来看，2019年，公司零售业毛利率较上年下降0.47个百分点至19.99%；生物制药业毛利率较上年提升0.59个百分点至63.44%，保持在较高水平；公司房地产业毛利率较上年提升0.64个百分点至16.31%，与其他房地产企业相比，毛利率仍处于较低水平；其他业务毛利率提升2.68个百分点至31.73%。受上述因素的影响，2019年，公司综合毛利率为20.96%，较上年变化不大。

表 2　2017－2019 年公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
零售业	268.40	73.42	18.72	271.84	71.62	20.46	274.14	68.82	19.99
生物制药业	7.73	2.11	60.67	8.58	2.26	62.85	10.39	2.61	63.44
房地产业	75.49	20.65	14.29	79.63	20.98	15.67	92.50	23.22	16.31
其他	13.96	3.82	38.90	19.50	5.14	29.05	21.29	5.34	31.73
合计	**365.58**	**100.00**	**19.50**	**379.56**	**100.00**	**20.85**	**398.33**	**100.00**	**20.96**

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
资料来源：公司提供

2020 年一季度，新冠肺炎疫情对公司零售业冲击较大，公司实现营业总收入 80.48 亿元，同比下降 22.33%；公司综合毛利率 17.29%，较上年同期减少 2.61 个百分点；公司净利润亏损 1.80 亿元，上年同期净利润为 1.42 亿元。

2．零售业

2019 年，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，经营坪效略有下降，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。

2019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，采购集中度很低，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。公司物流中心主要为超市业态提供仓储和配送服务，自主配送和供应商配送的商品分别占约39%和61%，其中自主配送的主要为生鲜等类商品。

公司零售业的经营模式仍采用联营、经销、代销、租赁等方式，2019年，四种模式在营业收入中的占比分别为62.40%、29.67%、4.95%和2.98%，较上年变化不大。

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，每年净新开店7~10家。2019年，因房租到期，公司关闭济南银座明湖购物广场、德州阳光花园店和东营大王店3家门店。截至2019年底，公司百货超市复合门店数量为178家，较上年底增加10家门店，经营面积387.89万平方米。

截至2019年底，公司在山东省内拥有203家便利店直营门店，较年初变化不大，主要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。

截至2019年底，公司家居店、家电店、购物中心和汽车4S店数量较年初基本稳定。公司于2009年开设家电专业店，截至2019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2019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。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　2017－2019 年公司零售业店面情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2017年底		2018年底		2019年底	
	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	161	354.22	168	370.34	178	387.89
便利店	205	8.40	204	8.35	203	8.32
家居店	11	92.60	10	92.60	10	92.60
家电店	37	6.62	37	6.62	37	6.62

购物中心	5	60.10	5	60.10	5	60.1
汽车	9	3.02	6	2.79	6	2.79
合计	**428**	**524.96**	**430**	**540.80**	**439**	**558.32**

资料来源：公司提供

经营坪效方面，2019 年，受市场竞争激烈、电商冲击等影响，除便利店、家居店和汽车 4S 店外，公司其他业态经营坪效均略有下降，公司零售业态经营坪效由上年的 0.50 万元/平方米下降至 0.49 万元/平方米。

表 4　2017－2019 年公司零售业态经营坪效情况（单位：万元/平方米）

店面种类	2017 年	2018 年	2019 年
百货超市复合店	0.55	0.53	0.49
便利店	1.11	1.08	1.08
家居店	0.04	0.04	0.04
家电店	1.32	1.06	1.03
购物中心	0.18	0.20	0.19
汽车 4S 店	14.19	16.11	18.89
合计	**0.51**	**0.50**	**0.49**

注：经营坪效=收入/营业面积
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2020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，主要经营网点中自有门店面积占比为较高；部分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，受市场竞争的影响，2019年，公司零售业下属46家主要经营门店销售额同比下降4.30%，其中有14家门店处于亏损状态。

表 5　2019 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	2019 年	
						销售额	净利润
1	山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	280,400.36	-1,904.10
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	59788.75	4,880.46
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	61,904.90	2,876.33
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	43,506.51	854.04
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	50,680.99	2,915.80
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	72,065.55	4,405.92
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	30,658.63	1,283.64
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	23,756.13	748.24
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	28,345.66	-846.83
10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	53,336.86	3,428.66

11	日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	47,317.92	2,512.65
12	淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	18,160.65	700.22
13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	46,303.88	1,551.95
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	44,963.92	3,178.14
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	15,515.52	783.71
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	3,691.97	-110
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	46,800.11	-996.68
18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	1,267.22	-475.29
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	17,679.87	745.76
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	26,005.31	1,336.93
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	21,385.70	2,782.87
22	石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	15,165.08	-1,394.46
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	12,043.08	374.91
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	12,639.54	604.47
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	18,810.52	889.23
26	济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	11,055.55	-1,632.64
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	12,896.22	414.36
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	21,579.72	784.02
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	38,981.51	2,303.50
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	31,786.24	1,075.09
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	7,284.92	327.19
32	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	4,476.29	170.33
33	鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	4,381.57	16.26
34	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	9,773.29	-1,167.31
35	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	5,636.93	-2,163.75
36	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	7,352.51	-888.18
37	张家口银座商城	4.10	2014	自有	百货+超市	34,468.54	1,857.72
38	济南和谐广场	14.50	2011	自有	购物中心	68,020.75	5,953.97
39	临沂和谐广场	8.20	2012	自有	购物中心	27,841.45	-330.8
40	银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	36,761.18	2,560.16
41	青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	11,673.97	369.51
42	北京和谐广场	14.00	2016	自有	购物中心	21,615.39	999.43
43	菏泽和谐广场	10.00	2017	租赁	购物中心	10,154.10	133.24
44	淄博高青银座	2.02	2017	租赁	百货+超市	4,477.10	-86.1
45	临沂银座人民广场店	2.38	2017	租赁	百货+超市	4,908.53	-1,825.34
46	德州齐河银座	1.85	2017	租赁	百货+超市	3,959.41	-31.47
合计		**151.47**	--	--	--	**1,431,279.80**	**39,965.76**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司零售业无在建项目。公司零售业未来发展方向主要以利润分成、输出管理为主，发展线上商城与物流、金融科技融合，无拟建项目计划。

3．房地产业务

公司的房地产项目主要由下属上市公司鲁商发展负责运营。鲁商发展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

2019 年，公司以合资公司形式，加大在青岛、临沂等地的土地获取力度，土地储备规模明显增长，拿地成本上升。公司土地储备充足，可以满足公司未来几年房地产业务发展需求。

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。2019 年，公司与中国金茂、华润置地、中航信托和万科成立合资公司，分别获取济南神武、青岛西海岸国际体育中心、青岛即墨蓝谷项目和临沂河东区褚庄 4 个项目 21 宗土地，新增土地储备权益建筑面积 100 余万平米；并创新“地产+产业”模式，在其中三个项目分别落地了“地产+绿建金融”“地产+文体”和“地产+医疗”模式。

截至 2020 年 3 月底，公司土地储备 160.33 万平方米（土地占地面积），拟开发建筑面积 335.60 万平方米，均较 2019 年初大幅增长。公司土地储备主要位于哈尔滨、济南市、青岛市、临沂市和菏泽市等二、三、四线城市，其中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。土地成本方面，公司位于哈尔滨、济宁市的土地拿地时间较早，土地成本相对较低；2019 年，公司在青岛市和济南市新获取的土地成本明显上升。

表 6　截至 2020 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

土地储备项目	开发类型	土地面积	其中：商业地产	拟开发建筑面积	取得时间	取得成本	出让金缴纳
哈尔滨	住宅、商业	17.33	9.36	51.95	2011	10.40	9.51
济宁运河公馆	住宅+集中商业	5.20	2.09	13.00	2015	2.66	2.66
烟台三滩 1 号 A 地块	商业、住宅	3.81	1.39	9.90	2018	2.73	2.73
菏泽蓝岸公馆	住宅商业	14.90	0	40.98	2019	7.11	7.11
青岛鲁商中央公馆(A 地块)	住宅+商业	24.81	1.10	17.42	2014 2017	3.39	1.62
青岛鲁商中央公馆(B 地块)	住宅+商业	7.16	3.70	5.5	2014	0.77	0.28
青岛鲁商蓝岸新城	商业	1.28	1.28	7.00	2014	0.37	0.37
青岛燕儿岛（1c 地块）	商业	7.45	7.45	24.28	2016	12.75	12.75
青岛西海岸奥体中心项目	住宅+商业	17.91	3.14	34.47	2019	19.74	19.74
青岛蓝谷健康城	住宅+商业	4.76	0.50	9.88	2019	7.11	7.11
青岛蓝谷健康齐鲁医院	医疗用地	8.10	-	7.40	2019	6.02	6.02
青岛蓝谷健康科技港	住宅+商业	8.83	0.10	22.08	2019	0.39	0.39
临沂鲁商知春湖	住宅+商业	6.28	1.27	7.54	2017	0.75	0.75
临沂鲁商鲁商中心	商业	0.42	0.42	6.10	2013	0.06	0.06
临沂万科新都会	住宅+商业	5.30	2.60	12.20	2019	2.05	2.05
济南神武 A-1	商业	3.36	3.36	10.07	2019	6.48	6.48
济南神武 B-9	住宅	4.68	-	8.43	2019	9.75	9.75
济南唐冶 076 地块	商业	7.92	2.00	28.07	2013	5.12	5.12
济南韩仓河		5.00	2.10	10.00	2018	22.58	21.70

淄博	住宅+商业	5.84	0.84	9.33	2018	2.26	2.26
合计	--	**160.33**	**42.70**	**335.60**	--	**122.49**	**118.46**

资料来源：公司提供

（2）项目开发情况

2019 年，公司加快开发节奏，期末在建面积有所增长，在建项目能够满足公司未来几年的销售需求。但公司在建项目仍需较大规模的资金投入，公司未来面临较大的资金支出压力。

2019 年，随着公司拿地项目的增加，开发节奏加快，房地产新开工面积和竣工面积分别为 180.09 万平方米和 128.35 万平方米，均较上年大幅增长；期末在建面积 366.59 万平方米。

表 7　2017－2019 年公司房地产开发情况（单位：万平方米、个）

项目	2017年	2018年	2019年
当期开工面积	141.45	148.24	180.09
当期竣工面积	145.00	114.84	128.35
期末在建面积	281.45	314.85	366.59
期末在建数量	14	21	26

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。截至 2019 年底，上述在建项目规划建筑面积 174.12 万平方米，总投资额 148.18 亿元，已完成投资 100.55 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。截至2019年底，上述项目规划建筑面积1,333.80万平方米，计划总投资1,003.69亿元，已完成投资567.42亿元。

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。截至2019年底，上述项目规划建筑面积217.20万平方米，计划投资总额62.00亿元，已完成投资28.20亿元。

（3）项目销售情况

2019 年，公司推进营销机制创新，公司签约销售面积、签约销售金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，未来可能存在一定政策风险。

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。2019 年，公司先后完善了《销售代理公司正负激励办法》《回款激励办法》《全民营销实施细则》等相关制度，创新营销方式，推行营销产品策划、成本定价、开盘销售“三段式”动态管理，加速去化。2019 年，公司签约销售面积为 125.75 万平方米，较上年增长 2.11%；签约销售额 143.62 亿元，较上年增长 22.66%；公司签约销售均价为 11,421.07 元/平方米，较上年明显提升，2019 年公司销售区域主要在青岛市，同时高档住宅销售增加也拉高了销售均价。

表 8　2017－2019 年公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017年	2018年	2019年
当期签约销售面积	113.23	123.15	125.75
当期签约销售金额	95.96	117.09	143.62
当期签约销售均价	8,474.79	9,507.92	11,421.07

资料来源：公司提供

4．生物制药

2019年，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，产能和销量大幅增长；医药商业方面，公司为“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，采购渠道稳定，销售渠道成熟，医药商业经营稳定。

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，2019年，公司生物制药板块的研发费用为1.89亿元，占当期生物制药板块收入的比重较上年提升0.12个百分点至18.19%；公司扩大生产线，主要医药商品产能均有所扩大，其中颈痛颗粒和颈痛片合计产能达720万盒/年，四季感冒胶囊212万盒/年，小儿解感颗粒产能176万盒/年。

表 9　公司所售主要医药商品基本情况（单位：万盒/年）

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	470	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	250	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	212	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	176	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

注：施沛特为医药商业商品，由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
资料来源：公司提供

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。2019年，公司医药商业收入为6.84亿元，同比增长17.57%，主要系化妆品销售收入增加所致。

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。

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，2019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）可给予一个月的赊销期。

表 10　2017－2019 年公司医药工业板块产品销量和销售收入情况（单位：万盒、万元）

品种	销量			销售收入		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
颈痛片	242	270	440	10,859	12,804	16,002
颈痛颗粒	117	145	230	6,839	8,256	11,128
四季感冒胶囊	100	115	200	2,229	2,546	3,205
小儿解感颗粒	110	125	160	2,172	2,449	3,085
雪莲归芪口服液	89	86	120	1,487	1,608	2,069

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和安徽济人药业有限公司等，采购集中度较高。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。

2019年12月19日，公司以现金方式对价2.58亿元收购焦点生物60.11%股权，成为其控股股东。焦点生物是一家专业生产透明质酸的企业，其产品主要应用于化妆品行业、营养保健品行业。焦点生物化妆级、食品级透明质酸此前产能120吨/年，60%左右出口；目前焦点生物新建一条化妆品级透明质酸生产线（产能300吨/年）已于2019年11月建成并开始试生产。收购焦点生物后，公司将新增300吨化妆品级、260吨医药级透明质酸产能，盈利能力得到提升，并有望提升公司在医美领域的竞争优势。

5．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，公司零售业务受到冲击，零售业态经营坪效有一定下降，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）2020 年一季度，公司零售业务受新冠肺炎疫情冲击较大，经营业绩明显下降。

根据《银座集团股份有限公司 2020 年第一季度经营情况简报》，2020 年一季度，银座股份主要经营区域门店收入较上年同期均有明显下降；其中百货商场和购物中心受疫情冲击较大，收入分别较上年同期下降 33.37%和 50.13%，大型综合超市收入较上年同期下降 17.12%。银座股份购物中心毛利率较上年同期下降 10.02 个百分点至 11.69%，百货商场和大型综合超市毛利率较上年同期略有下滑。

（3）房地产项目区域分布集中在哈尔滨和山东省内，毛利率较低，存在一定去库存压力；公司在建项目较多，未来存在较大的资金支出压力和库存去化压力。

公司房地产项目主要分布在哈尔滨和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。2019 年，公司加大在青岛市、济南市的拿地力度，拿地成本升高；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；同时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。

6．未来发展

公司结合自身特点制定了详细的未来发展战略，对各业务条线均提出了明确的转型方向，有一定可行性。

在发展方向上，公司坚持轻资产发展，做管理型公司，推动公司由重资产向轻资产转变；坚持智能化发展，做好大数据平台建设，加大对各种先进技术手段和工具的运用，全面提升企业运营质量和效率；坚持资本化发展，通过加强运作两个上市公司平台、孵化新的上市公司、资产证券化、处置不良资产等方式将集团资产全部盘活；坚持合作化发展，做集成服务商，发挥专业优势，与各类社会资源互联互通、跨界融合；坚持科技化发展，加大科技研发和产品开发力度，努力将研发优势转变为市场优势。

针对零售业，公司将积极调整发展思路，运用互联网思维和技术，结合实体资源，创新经营管理模式，提升核心竞争力，致力于打造“全国一流、行业领先”商贸及电子商务企业。地产业务转型方向上，要结合公司战略，灵活选择“地产+文化旅游、+乡村振兴、+医养健康”等不同产业业态组合，介入土地一级整理，在土地二级市场发展特色产业项目；发展模式上，向轻资产、合作化转型，减少自持物业，向平台型公司转变。医药业务要立足工业企业定位，树立产品为王的理念，重点加大生物制药业科技研发和产品开发力度，做好“两个品牌一个基地”工作。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2019年合并财务报表已经中天运会计师事务所有限公司审计，审计结论为标准无保留审计意见。2020年一季度财务数据未经审计。

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，2019年，公司合并范围内二级子公司数量增加3家，减少1家。截至2019年底，公司纳入合并范围内的二级子公司共有28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，会计政策连续，财务数据可比性强。

截至2019年底，公司合并资产总额1,033.86亿元，负债合计835.53亿元，所有者权益（含少数股东权益）198.33亿元，其中归属于母公司所有者权益120.52亿元。2019年，公司实现营业收入397.67亿元，净利润（含少数股东损益）6.55亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.89亿元；经营活动产生的现金流量净额19.12亿元，现金及现金等价物净增加额15.52亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额1,046.44亿元，负债合计848.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）197.88亿元，其中归属于母公司所有者权益118.75亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入80.27亿元，净利润-1.80亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.25亿元；经营活动产生的现金流量净额0.19亿元，现金及现金等价物净增加额20.39亿元。

2．资产质量

截至 2019 年底，公司资产规模较年初有所增长，资产构成仍以流动资产为主。公司流动资产中，以房地产项目为主的存货占比较高，去化速度较慢，其他应收款对营运资金形成占用。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。公司整体资产质量一般。

截至2019年底，公司合并资产总额为1,033.86亿元，较年初增长12.65%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产占73.96%，非流动资产占26.04%，公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至2019年底，公司流动资产为764.67亿元，较年初增长11.73%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占13.96%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占5.20%）、预付款项（占6.56%）、其他应收款（占8.46%）和存货（占61.82%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金为 106.75 亿元，较年初增长 8.91%；货币资金中有 27.58 亿元受限资金，受限比例为 25.83%，主要为各类保证金存款、预售监管资金及贷款保证金等，受限比率一般。

截至 2019 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为 39.75 亿元，较年初变化不大，主要为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。

截至 2019 年底，公司预付款项为 50.14 亿元，较年初下降 9.87%，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 2019 年底，公司存货账面价值为 472.70 亿元，较年初增长 19.87%，主要系公司房地产开发项目持续投入所致；存货主要由库存商品（占 4.46%）、房地产开发成本（占 71.47%）和开发产品（占 23.51%）构成，累计计提跌价准备 0.87 亿元。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。

截至 2019 年底，公司其他应收款账面价值为 64.72 亿元，较年初变化不大。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欠款方欠款金额如下表所示。

表 11　2019 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
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
哈尔滨市房屋置业担保有限责任公司	保证金	非关联方	36,656,050.00
即墨省级经济开发区蓝色新区管理委员会	保证金	非关联方	27,145,984.27
北京东方航华投资有限公司	往来款	非关联方	24,218,774.37
合计	--	--	**171,516,808.64**

资料来源：公司提供

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 269.20 亿元，较年初增长 15.38%，主要系投资性房地产增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 7.58%）、投资性房地产（占 24.71%）、固定资产（占 34.38%）、无形资产（占 8.92%）和商誉（占 7.13%）构成。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 20.39 亿元，较年初增长 42.85%，主要系公司对可供出售债务工具投资增加所致。公司可供出售金融资产中，可供出售债务工具为 11.60 亿元，可供出售权益工具为 8.80 亿元（其中按公允价值计量的 4.74 亿元，按成本计量的 4.06 亿元）。公司主要持有国泰君安证券股份有限公司股权（账面价值 4.52 亿元）和滨州农村商业银行股份有限公司股权（账面价值 2.40 亿元）。

截至 2019 年底，投资性房地产账面价值为 66.53 亿元，较年初增长 73.85%，主要系公司变更投资性房地产后续计量方式，同时自用房地产及存货转入投资性房地产所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产由成本法改用公允价值模式进行后续计量，其中房屋、建筑物账面价值为 53.82 亿元，土地使用权账面价值为 12.71 亿元。投资性房地产公允价值变动合计 11.97 亿元。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 92.56 亿元，较年初增长 3.16%；公司固定资产主要为房屋建筑物（占 85.54%）、机器设备（占 4.86%）、其他设备（占比 5.16%）和电子设备（占比 3.83%）；固定资产累计折旧 58.45 亿元，公司固定资产成新率 61.29%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司无形资产为 24.03 亿元，较年初下降 4.13%，公司无形资产主要为土地使用权。

截至 2019 年底，公司商誉为 19.20 亿元，较年初无变化；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，收购济南伊特网络信息有限公司产生 1.31 亿元。截至 2019 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 18.72%，受限比例一般。

表 12　截至 2019 年底公司所有权或使用权受限的资产情况（单位：万元）

资产科目	抵押/受限金额
货币资金	275,780.51
应收账款	10,300.00
存货	1,211,620.27
固定资产	229,122.36
无形资产	69,046.31

投资性房地产	139,839.28
合计	**1,935,708.73**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,046.44 亿元，较年初增长 1.22%，较年初变化不大。其中，流动资产占 74.23%，非流动资产占 25.77%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3．负债及所有者权益

截至 2019 年底，公司负债规模有所增长，以流动负债为主；整体债务负担重，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。公司所有者权益保持增长，但少数股东权益和其他权益工具占比较高，权益结构稳定性有待提升。

（1）负债

截至 2019 年底，公司负债总额为 835.53 亿元，较年初增长 11.14%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 78.00%，非流动负债占 22.00%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年底，公司流动负债为 651.70 亿元，较年初增长 10.01%，主要系短期借款、应付票据、其他应付款以及预收账款均有所增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 21.45%）、应付票据（占 8.87%）、应付账款（占 14.06%）、其他应付款（占 10.81%）、预收款项（占 26.26%）和一年内到期的非流动负债（占 15.06%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款为 139.76 亿元，较年初增长 23.97%；其中保证借款占 65.33%，信用借款占 18.02%，质押借款占 8.83%，抵押借款占 7.82%。

截至 2019 年底，公司应付票据为 57.78 亿元，较年初增长 33.25%，主要系零售业务部分供应商结算方式改变所致，公司应付票据中银行承兑汇票占 75.44%，商业承兑汇票占 24.56%。

截至 2019 年底，公司应付账款为 91.62 亿元，较年初增长 2.25%，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。

截至 2019 年底，公司预收款项为 171.12 亿元，较年初增长 9.58%，主要系公司地产项目签约销售规模持续增长所致。公司预收款项主要为预收房款。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 70.43 亿元，较年初增长 39.22%，主要系其他股东对地产合作开发项目的资金投入所致。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 98.18 亿元，较年初下降 20.75%，主要系一年内到期的应付债券下降所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 183.83 亿元，较年初增长 15.32%，主要系应付债券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 45.78%）、应付债券（占 38.33%）和长期应付款（占 11.30%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 84.16 亿元，较年初下降 8.18%；长期借款主要由保证借款（占 43.05%）、抵押+保证借款（占 36.93%）、信用借款（占 11.33%）等构成。从期限分布看，2021 年到期的占 68.81%，2022 年到期的占 14.67%，2023 年及以后到期的占 16.52%，公司在 2021 年存在一定的集中偿还压力。

截至 2019 年底，公司应付债券为 70.46 亿元，较年初增长 30.21%，主要系公司发行债券规模增长所致。

截至 2019 年底，公司长期应付款为 20.77 亿元，较年初增长 111.31%，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 95.26%）和长期往来借款（占比 3.94%）构成。

截至 2019 年底，公司全部债务为 471.11 亿元，较年初增长 9.12%；其中，短期债务占 62.77%，长期债务占 37.23%，以短期债务为主。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.82%、70.37%和 46.93%，较年初分别下降 1.10 个百分点、1.86 个百分点和 0.84 个百分点。公司债务负担重。

如将永续债（59.10 亿元）调入长期债务，截至 2019 年底，公司全部债务增至 530.21 亿元；其中，短期债务为 295.71 亿元（占 55.77%），长期债务为 234.50 亿元（占 44.23%）。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 86.53%、79.20%和 62.74%，较调整前分别上升 5.72 个百分点、8.83 个百分点和 15.81 个百分点，调整后的债务负担相比调整前进一步加重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 848.56 亿元，较年初增长 1.56%，较年初变化不大。其中流动负债占 78.13%，非流动负债占 21.87%。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 492.47 亿元，较年初增长 4.53%。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.09%、71.34%和 47.22%，较年初分别上升高 0.27 个百分点、0.96 个百分点和 0.29 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2020 年 3 月底，公司全部债务增至 551.57 亿元；其中，短期债务 315.45 亿元（占 57.19%），长期债务 236.12 亿元（占 42.81%）。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 86.74%、79.90%和 62.98%，较调整前分别上升 5.65 个百分点、8.56 个百分点和 15.76 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益为 198.33 亿元，较年初增长 19.53%，主要系少数股东权益增加所致。其中归属于母公司所有者权益占比为 60.77%，少数股东权益占比为 39.23%。归属于母公司所有者权益为 120.52 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润和其他权益工具分别占 17.41%、5.13%、2.69%、21.01%和 49.04%，公司其他权益工具主要为永续债。公司所有者权益中，少数股东权益和其他权益工具占比较高，权益结构稳定性有待提升。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 197.88 亿元，较年初下降 0.23%，较年初变化不大。其中归属于母公司所有者权益占比为 60.01%，少数股东权益占比为 39.99%。归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润和其他综合收益分别占 17.67%、5.22%、2.27%、20.27%和 49.77%。

4．盈利能力

2019 年，公司营业总收入小幅增长，净利润同比大幅增长，费用控制能力仍有待提升；投资收益对公司利润影响较大，整体盈利能力较上年略有提升。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业总收入较上年同期大幅下降，净利润亏损。

2019 年，公司实现营业总收入 398.33 亿元，较上年增长 4.95%，主要系房地产业务收入所致；公司实现营业利润 11.46 亿元，较上年增长 26.49%；2019 年，公司实现净利润 6.55 亿元，较上年增长 90.53%，主要系投资收益增长所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 67.03 亿元，较上年增长 6.07%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 62.16%、

21.15%、2.18%和 14.51%。其中，销售费用为 41.66 亿元，较上年变化不大；管理费用为 14.18 亿元，较上年增长 4.05%；研发费用为 1.46 亿元，较上年增长 13.11%，主要系研发人员薪酬增加所致；财务费用为 9.72 亿元，较上年增长 32.87%，主要系利息费用增加所致。2019 年，公司费用收入比为 16.83%，较上年上升 0.18 个百分点，公司费用控制能力有待提升。

2019 年，公司实现投资收益 6.61 亿元，较上年增长 37.95%，主要系公司处置长期股权投资产生的投资收益以及权益法核算的长期股权投资收益；投资收益占营业利润比重为 57.71%，对营业利润影响较大。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为18.56%，较上年变化不大；2019年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.30%、1.96%和3.60%，较上年分别提高0.62个百分点、0.29个百分点和1.32个百分点。公司各盈利指标表现有所好转。

2020 年一季度，新冠肺炎疫情对公司零售业冲击较大，公司实现营业总收入 80.48 亿元，同比下降 22.33%；公司净利润亏损 1.80 亿元，上年同期净利润为 1.42 亿元。

5．现金流

2019年，公司经营活动现金流保持净流入状态，收入实现质量尚可；公司投资活动现金流呈净流出状态，考虑到公司在建地产项目尚需较大规模资金投入以及公司短期债务规模大，公司仍面临较大的外部筹资压力。

从经营活动情况来看，2019年，公司经营活动现金流入量为481.28亿元，较上年增长6.98%，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；经营活动现金流出量为462.15亿元，较上年增长9.67%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。受上述因素的影响，2019年，公司经营活动产生的现金流净额为19.12亿元，保持净流入状态。2019年，公司现金收入比为106.51%，较上年提升2.32个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入量为40.76亿元，较上年增长145.54%，主要系赎回理财产品增加所致；投资活动现金流出量为50.26亿元，较上年下降5.30%，主要为购买理财产品支出下降所致。受上述因素的影响，2019年，公司投资活动现金净流出9.50亿元，净流出额较上年下降73.96%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入量为375.75亿元，较上年下降3.93%，主要为发行债券和取得借款收到的现金；筹资活动现金流出量为369.87亿元，较上年增长0.80%，较上年变化不大。受上述因素的影响，2019年，公司筹资活动现金净流入5.88亿元，净流入额较上年下降75.68%。

2020年1－3月，公司经营活动现金净流入0.19亿元，投资活动现金净流入4.46亿元，筹资活动现金净流入15.74亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现一般，长期债务偿债能力指标表现略有弱化，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。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率由年初的1.16倍提高至1.17倍，速动比率由年初的0.49倍下降至0.45倍。截至2019年底，公司现金短期债务比由年初的0.49倍提高至0.50倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力表现一般。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为29.51亿元，较上年增长4.64%。从构成看，

公司EBITDA由折旧（占23.12%）、摊销（占11.99%）、计入财务费用的利息支出（占27.13%）和利润总额（占37.76%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的1.61倍下降至1.04倍，EBITDA对利息的覆盖程度较低；公司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度较低。整体看，公司长期偿债能力略有下降。

截至2019年底，公司共获得各家银行授信额度为431.63亿元，其中尚未使用额度为162.54亿元；公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有银座股份、鲁商发展两家上市公司，具备直接融资渠道。

截至2019年底，公司为鲁商发展对房屋购买人提供的抵押贷款担保1.28亿元，同时对未纳入合并范围的山东省国资委托管企业担保额共计23.97亿元，公司或有风险较小。

截至本报告出具日，公司无重大未决诉讼事项。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码91370000163055647M），截至2020年4月21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。

7．公司本部财务概况

截至 2019 年底，公司本部货币资金较少，资产以其他应收款和长期股权投资为主，资产质量一般；公司本部债务负担重，短期偿债压力大；公司本部所有者权益构成以其他权益工具（永续债）为主，未分配利润为负，公司本部权益结构稳定性一般。2019 年，公司本部主要承担融资职能，收入规模很小，利润主要来自投资收益；公司本部投资活动现金呈净流入状态。

截至 2019 年底，公司本部资产总额为 353.28 亿元；其中流动资产为 276.79 亿元，主要为货币资金（10.82 亿元）和其他应收款（265.43 亿元）；非流动资产为 76.49 亿元，主要为长期股权投资（70.56 亿元）。

截至 2019 年底，公司本部负债合计 293.19 亿元，其中流动负债为 195.92 亿元，非流动负债为 97.27 亿元；流动负债以短期借款（72.83 亿元）、应付票据（7.95 亿元）、其他应付款（57.07 亿元）和一年内到期的非流动负债（58.00 亿元）为主；非流动负债主要包括长期借款（11.60 亿元）、应付债券（70.46 亿元）和长期应付款（14.81 亿元）等。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益合计 60.09 亿元，主要包括实收资本（12.20 亿元）、其他权益工具（59.10 亿元）、资本公积（5.10 亿元）和未分配利润（-17.54 亿元）。

2019 年，公司本部营业收入为 0.49 亿元，实现投资收益 4.54 亿元；期间费用以财务费用为主，财务费用为 3.61 亿元（利息费用为 17.78 亿元，利息收入为 15.43 亿元）；实现净利润 0.53 亿元，公司本部盈利能力较弱。

2019 年，公司本部经营活动现金流量净额为 17.33 亿元，主要为与关联方之间的拆借款；投资活动现金流量净额为-6.90 亿元；筹资活动现金流量净额为-15.57 亿元。

8．公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产和应收票据）为149.14亿元，为“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”债券待偿本金（16.40亿元）的9.09倍，公司现金类资产对“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”债券待偿本金的覆盖程度很高；截至2019年底，公司净资产为198.33亿元，为“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”债券待偿本金（16.40亿元）的12.09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”债券待偿本金的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为29.51亿元，为“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”债券

待偿本金（16.40亿元）的1.80倍，公司EBITDA对“18鲁商Y1”和“18鲁商Y2”债券剩余本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入量为 481.28 亿元，为“18 鲁商 Y1”和“18 鲁商 Y2”债券待偿本金（16.40 亿元）的 29.35 倍，公司经营活动产生的现金流入对“18 鲁商 Y1”和“18 鲁商 Y2”债券待偿本金的覆盖程度很高。

综合上述因素，公司对“18 鲁商 Y1”和“18 鲁商 Y2”债券待偿本金的偿还能力很强。

七、综合评价

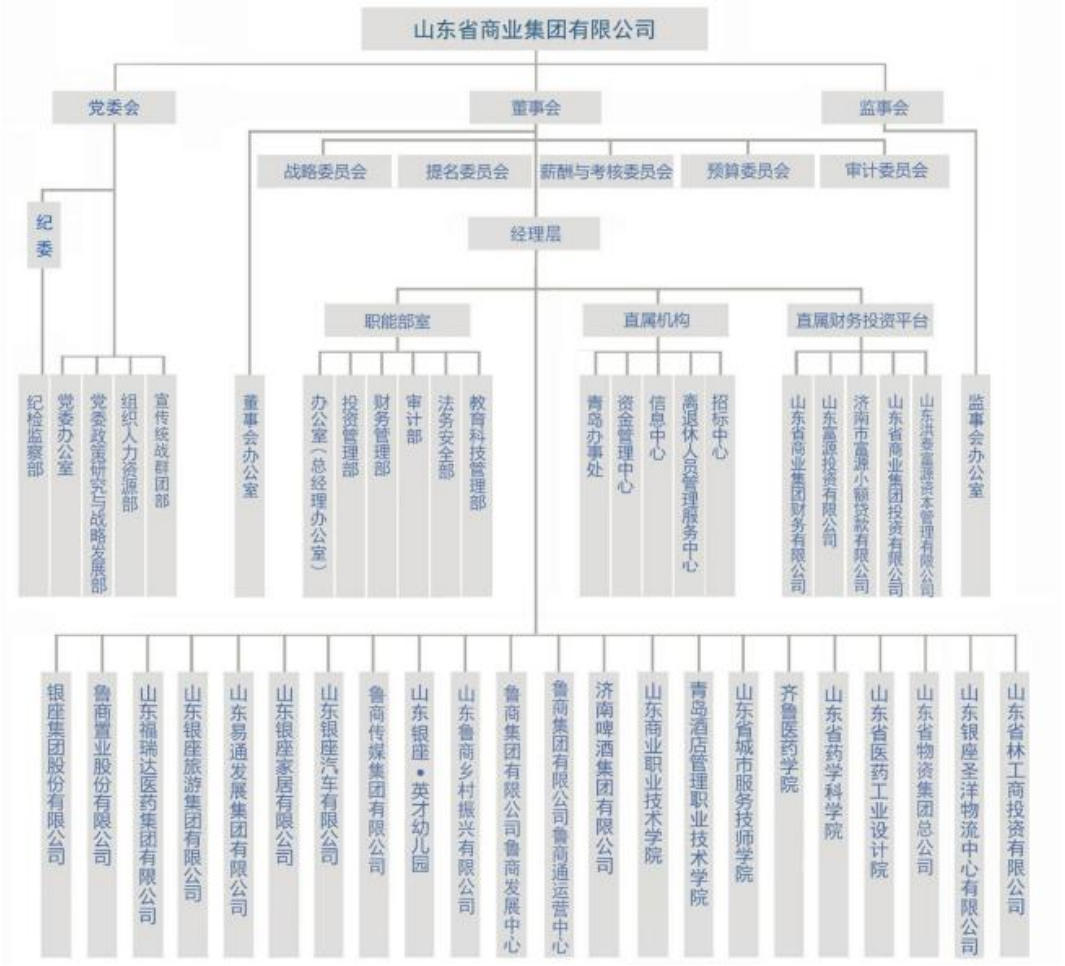
跟踪期内，公司作为山东省零售业龙头企业，整体经营情况稳定，资产和收入规模保持增长，经营活动现金流状况良好。2019 年，公司零售业新开门店数量继续增加，各零售业态协同发展；公司生物制药业务中骨科类药品（颈痛颗粒、颈痛片）年产能显著提升，销量同步增长；公司推进营销机制创新，加快房地产项目去化，签约销售收入和签约销售面积有所增加。同时，联合评级也关注到零售行业市场竞争激烈且受新冠肺炎疫情冲击较大、公司房地产业务毛利率较低且项目去化速度慢、在建项目资金支出压力较大、整体债务负担重且债务结构有待优化以及投资收益对利润贡献较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，公司将持续推动各产业转型升级。其中零售业务将运用互联网技术，结合实体资源，创新经营管理模式；房地产业务将根据需求选择“地产+文化旅游”“地产+乡村振兴”“地产+医养健康”等不同产业业态组合，发展特色产业项目；公司未来将加大生物制药业科技研发力度。公司整体盈利能力和抗风险能力有望继续保持稳定。

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	847.52	917.74	1,033.86	1,046.44
所有者权益（亿元）	135.72	165.93	198.33	197.88
短期债务（亿元）	263.60	279.97	295.71	315.45
长期债务（亿元）	142.64	151.78	175.39	177.02
全部债务（亿元）	406.24	431.74	471.11	492.47
营业总收入（亿元）	365.58	379.56	398.33	80.48
净利润（亿元）	3.70	3.44	6.55	-1.80
EBITDA（亿元）	30.52	28.20	29.51	--
经营性净现金流（亿元）	38.92	28.46	19.12	0.19
应收账款周转次数（次）	60.66	47.75	42.64	--
存货周转次数（次）	0.81	0.79	0.73	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.43	0.41	0.08
现金收入比率（%）	109.07	104.19	106.51	122.00
总资本收益率（%）	2.19	1.67	2.30	--
总资产报酬率（%）	1.87	1.68	1.96	--
净资产收益率（%）	2.62	2.28	3.60	-3.63
营业利润率（%）	17.64	18.70	18.56	15.40
费用收入比（%）	16.13	16.65	16.83	17.68
资产负债率（%）	83.99	81.92	80.82	81.09
全部债务资本化比率（%）	74.96	72.24	70.37	71.34
长期债务资本化比率（%）	51.24	47.77	46.93	47.22
EBITDA 利息倍数（倍）	1.61	1.61	1.04	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	0.06	--
流动比率（倍）	1.12	1.16	1.17	1.17
速动比率（倍）	0.47	0.49	0.45	0.43
现金短期债务比（倍）	0.24	0.49	0.50	0.50
经营现金流动负债比率（%）	6.90	4.80	2.93	0.03
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.86	1.72	1.80	--

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 1—3 月财务数据未经审计，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

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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+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。