

信用等级公告

联合[2018]2105 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山东省商业集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年可续期公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

山东省商业集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

山东省商业集团有限公司拟公开发行的 2018 年可续期公司债券（第二期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十二月十一日

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

2018 年公开发行可续期公司债券（第二期）信用评级报告

本次债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 44 亿元

本期发行规模：不超过 10 亿元

债券期限：3+N

还本付息方式：在不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

偿付顺序：本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

可续期选择权：以每3个计息年度为1个重定价周期，在每个重定价周期附公司续期选择权，于公司行使续期选择权时延长1个周期，并在不行使续期选择权全额兑付时到期。

递延支付利息权：本次债券附设公司延期支付利息权，除非发生债券条款约定的强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个付息日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

赎回选择权：（1）公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释或者应用的改变或修正而不得不为本次债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本次债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回。

评级时间：2018 年 12 月 11 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额（亿元）	707.72	836.18	847.52	865.45
所有者权益（亿元）	142.66	146.80	135.72	136.82
长期债务（亿元）	216.67	304.63	253.64	255.38
全部债务（亿元）	362.27	436.31	406.24	414.24
营业收入（亿元）	352.25	343.42	365.58	192.33
净利润（亿元）	4.37	4.31	3.70	2.42
EBITDA（亿元）	29.07	37.51	30.52	--
经营性净现金流（亿元）	0.11	0.13	38.92	19.76
营业利润率（%）	17.29	18.01	17.56	17.80
净资产收益率（%）	3.33	2.98	2.62	--
资产负债率（%）	79.84	82.44	83.99	84.19
全部债务资本化比率（%）	71.75	74.82	74.96	75.17
流动比率（倍）	1.41	1.58	1.39	1.37
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.09	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.42	1.52	1.61	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.66	0.85	0.69	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.91	3.75	3.05	--

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、截至 2015 年底，3.00 亿元长期应付款记入到长期债务；4、截至 2016 年底，1.00 亿元长期应付款记入到长期债务；5、2017 年审计报告以及 2018 年半年报非流动负债中长期应付债券 4.00 亿元记入到长期债务；6、2018 年半年报未经审计，相关指标未年化。

评级观点

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国资委下属的国有企业，目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育和传媒等在内的多元化业务格局，其在山东地区的商业零售品牌知名度、区域市场占有率、生物医药市场占有率、外部支持等方面具有明显优势。同时，联合评级也关注到零售业务收入波动较大毛利率有所下降，房地产业务盈利能力有所下降，公司债务负担重以及未来投资规模大等因素对公司信用水平造成的不利影响。

未来随着山东省经济的快速发展，居民消费能力增强，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，未来可结转收入规模较大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用等级以及本次公司债券偿还能力的评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒等产业在内的多元化业务格局，有助于分散单一业务的经营风险。

2. 公司是山东省零售行业的龙头企业，零售网点多，销售规模大，“银座”品牌知名度高，区域竞争优势明显。

3. 公司在生物医药领域具备技术优势，所售骨科产品市场占有率高。

4. 公司自持物业主要以成本法计量，有一定增值空间。

关注

1. 零售行业竞争日趋激烈，宏观经济下行、电商冲击等影响，公司零售业务有所波动。

2. 公司地产项目主要分布于山东省内二、三、四线城市，有一定去库存压力；有较多土地储备位于哈尔滨，开发进度较慢，存在资金占压。

3. 公司在建地产项目较多，未来仍有一定的融资需求。其中，所进入的养老健康产业，在建的临沂知春湖项目后续建设仍需较大资金投入，未来销售回款规模存在一定不确定性。

4. 公司目前债务负担较重，债务集中度高，外部融资压力大。母公司货币资金占比较小，全部债务占比较高，债务负担较重。

5. 公司整体盈利水平有所下滑，其中，公司利润水平对非经常性损益依赖较大，部分房地产项目受降价去库存的影响毛利率有所下滑。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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  侯晓峰

联合信用评级有限公司

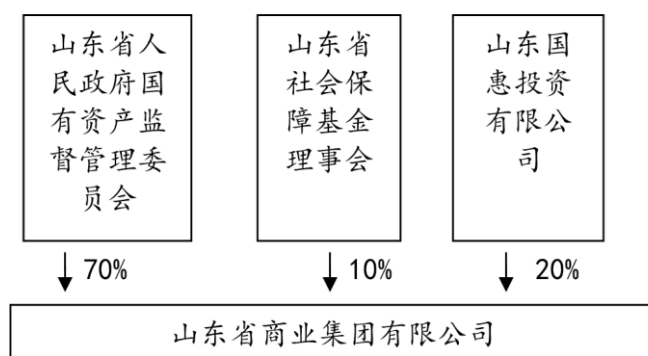
一、主体概况

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。

2006 年 6 月 22 日根据山东省发展和改革委员会鲁发改投资[2006]617 号《关于将省名优产品会展中心省基建基金贷款转为国有资本金的通知》，将省名优产品使用的省基建基金贷款 2,000.00 万元及相应欠收利息 2,111,220.60 元全部转为公司的国有资本金。2006 年 6 月 23 日公司根据山东省财政厅鲁财企指[2006]84 号《关于将本集团总公司财政借款转为国家资本金的通知》，将 2002 年财政暂付公司用于山东世贸中心资金周转的 8,000.00 万元转增国家资本金。2008 年 10 月 22 日公司根据山东省人民政府国有资产监督管理委员会鲁国资企改函[2008]111 号《关于山东银座集团投资有限公司国有产权无偿划转山东省商业集团总公司的批复》，将山东银座集团投资有限公司 2008 年 1 月 1 日 100%国有出资及享有的权益 222,795,790.58 元转增国家资本金。2008 年 12 月 29 日公司根据山东省国资委企字[1997]第 55 号《关于山东银座商业股份有限公司国有股权管理有关问题的批复》，将山东世界贸易中心持有的山东银座商城股份有限公司 2008 年 12 月 31 日的 50% 的权益 307,234,503.49 元转增国家资本金。变更后公司的注册资本由 17,435 万元变为 8 亿元，同时资本公积金增加 6,491,514.49 元。2011 年 12 月，根据《关于修改<山东省商业集团有限公司章程>的批复》（鲁国资规划函[2011]170 号和鲁国资规划函[2011]170 号）文件，山东省国资委国有资本预算支出为公司增资 2 亿元，公司注册资本由人民币 8 亿元变更为 10 亿元。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，山东省国资委国有资本预算支出为公司增资 2.2 亿元，公司注册资本由人民币 10 亿元变更为 12.2 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，山东省政府发文通知：山东省社保基金将公司的部分国家资本及享有权益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，山东国惠投资按划转数持有 20%股权，山东省国资委出资 8.54 亿元，占 70%公司注册资本；公司章程及工商登记变更登记于 2018 年 5 月完成。截至 2018 年 6 月底，公司注册资本为人民币 12.20 亿元，山东省国资委为公司控股股东和实际控制人；公司实收资本为 22.52 亿元，其中除注册资本外，另有 10.32 亿元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（集团下属六家事业单位，包括山东省药学院、山东商业职业技术学院、青岛酒店管理职业技术学院、山东城市服务技师学院、山东省医药工业设计院、山东省商业集团有限公司职工教育培训中心）。

图 1 截至 2018 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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业务的经营体系，产业布局涉及教育、传媒等众多行业。公司经营范围为：国内商业及工业生产物资；房地产开发；许可范围内的设备安装工程施工及建筑设计等。

截至 2018 年 6 月底，公司本部设总经理办公室、战略管理中心、投资管理中心、财务管理中心、人力资源管理中心、风险防控中心共 6 个职能部门（见附件 1）；纳入合并范围子公司共有 28 家，在职员工合计 40,387 人。

截至 2017 年底，公司资产总额 847.52 亿元，负债总额 711.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 135.72 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 86.35 亿元。2017 年，公司实现营业收入 365.58 亿元，净利润（含少数股东损益）3.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 38.92 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.40 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额 865.45 亿元，负债总额 728.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 136.82 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 86.62 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 192.33 亿元，净利润（含少数股东损益）2.42 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额 19.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 15.75 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、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

经中国证监会于 2017 年 12 月 25 日签发的“证监许可[2017]2387 号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 44 亿元（含 44 亿元）的可续期公司债券。本次债券发行总规模为不超过人民币 44 亿元，拟分期发行，每张票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券名称为“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）”，本期债券发行规模不超过 10 亿元。

本次债券以每 3 个计息年度为一个周期（“重新定价周期”），在每 3 个计息年度（即每个重新定价周期）末附公司续期选择权。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。在每个重定价周期附公司续期选择权，于公司行使续期选择权时延长 1 个周期，并在不行使续期选择权全额兑付时到期。

本次债券采用浮动利率形式，单利按年计息。在本次债券存续的前 1 个重定价周期（第 1 个

计息年度至第 3 个计息年度) 内, 票面利率由基准利率加上基本利差确定; 如果公司选择延长本次债券期限, 则在第 2 个重定价周期 (第 4 个计息年度至第 6 个计息年度) 内的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点。基准利率在每个重定价周期确定一次。首期基准利率为发行公告日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 的算术平均数 (四舍五入保留两位小数), 其后每个重定价周期的当期基准利率为在该重定价周期起息日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数 (四舍五入保留两位小数)。

本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

(1) 递延支付利息权

本次债券附设公司延期支付利息权, 除非发生债券条款约定的强制付息事件, 本期债券的每个付息日, 公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付, 且不受任何递延支付利息次数的限制; 前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个付息日, 若公司继续选择延后支付, 则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

(2) 强制付息及递延支付利息的限制

强制付息事件: 付息日前 12 个月内, 发生以下事件的, 公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息: 向普通股股东分红; 减少注册资本。

若公司选择行使延期支付利息权, 则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前, 公司不得有下列行为: 向普通股股东分红; 减少注册资本。

(3) 赎回选择权

公司因税务政策变更进行赎回: 公司由于法律法规的改变或修正, 相关法律法规司法解释或者应用的改变或修正而不得不为本次债券的存续支付额外税费, 且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候, 公司有权对本次债券进行赎回。

公司因会计准则变更进行赎回: 根据《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》和《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》, 公司将本次债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正, 影响公司在合并财务报表中将本次债券计入权益时, 公司有权对本次债券进行赎回。

公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息 (如有) 向投资者赎回全部本次债券。赎回的支付方式与本次债券到期本息支付相同, 将按照本次债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单, 按照债券登记机构的相关规定办理。若公司不行使赎回选择权, 则本次债券将继续存续。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟全部用于置换到期有息负债。

三、行业分析

1. 零售行业

(1) 行业概况

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置, 随着国民经济的发展, 零售业迅速占据了产

业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

根据国家统计局统计，2015 年，中国社会消费品零售总额 300,931 亿元，同比增长 10.7%，增速持续回落；2016 年，社会消费品零售总额 332,316 亿元，同比增长 10.4%，其中，限额以上单位消费品零售额 154,286 亿元，增长 8.1%。2017 年，社会消费品零售总额 366,261.6 亿元，同比增长 10.21%，其中，限额以上单位消费品零售额 160,612.50 亿元，增长 4.10%。按经营单位所在地分，2017 年全年，城镇消费品零售额 314,289.70 亿元，同比增长 9.96%；乡村消费品零售额 51,971.90 亿元，同比增长 11.76%。按消费类型分，餐饮收入 39,643.70 亿元，同比增长 10.74%；商品零售 326,617.90 亿元，同比增长 10.15%。2018 年 1~6 月，我国社会消费品零售总额 263,178.40 亿元，名义同比增长 9.4%，增速比上年同期小幅下降，保持合理增长。

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。其中大业态能够满足消费者一站式购物需求，符合大城市的快节奏生活状态；小业态能够为消费者提供良好的购物环境以及服务，具有较大发展潜力。从区域经济发展出发，地区间零售业态发展水平存在差异。东部地区人均 GDP 在 10,000 美元，是购物中心密集区域，传统百货、超市、专业店等增速放缓；东北部地区人均 GDP 在 8,000 美元，专卖店、专业店和便利店等盛行，大型购物中心不断涌现；中西部地区人均 GDP 在 5,000 美元，百货店和超级市场的销售份额有所下降，但依然是主力业态，此外，专卖店、专业店、便利店、购物中心等新兴业态发展速度较快。

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

根据中国连锁经营协会对外发布的“2017 年行业基本情况及连锁百强调查”显示，2017 年连锁百强销售规模 2.2 万亿元，同比增长 8.0%，销售规模占社会消费品零售总额 6.0%。百强连锁门店总数 10.98 万家，同比增长 9.1%。2017 年，百强零售企业的门店构成发生新变化，百货店、购物中心开店数量明显减少，而小型门店数量增长相对较快，达到 7.7%。2017 年，百强企业新增门店 9,197 个，小型门店约占新增门店总数的八成。大型超市和超市门店数量仅分别增长 3.7%和 1.0%。根据连锁企业百强榜单显示，前三名连锁企业分别为苏宁云商集团股份有限公司、国美电器有限公司和华润万家有限公司。具体信息如下表。

表 1 2017 年中国连锁企业前 20 强基本情况（单位：亿元、%、家）

排序	企业名称	销售规模	销售增长率	店铺数	门店增长率
1	苏宁云商集团股份有限公司	2,433.43	29.20	3,799	10.9
2	国美电器有限公司	1,536.91	-6.8	1,604	-1.5
3	华润万家有限公司	1,036.46	0.1	3,162	-1.9
4	康成投资（中国）有限公司（大润发）	954.00	2.3	383	4.6
5	沃尔玛（中国）投资有限公司	802.78	4.7	441	0.5
6	永辉超市股份有限公司	653.89	20.2	806	65.5
7	重庆商社（集团）有限公司	582.81	3.9	322	-0.6
8	联华超市股份有限公司	564.59	-5.6	3,451	-5.4
9	中石化易捷销售有限公司	519.50	48.0	25,775	0.7
10	家乐福（中国）管理咨询服务有限公司	497.96	-1.3	321	0.6

11	物美控股集团有限公司	474.52	5.1	978	72.8
12	长春欧亚集团股份有限公司	424.47	8.6	133	24.3
13	武汉武商集团股份有限公司	375.13	5.5	88	-1.1
14	步步高集团	370.94	15.4	645	9.3
15	王府井集团股份有限公司	337.21	21.7	56	5.7
16	中百控股集团股份有限公司	331.95	5.3	1130	10.1
17	宏图三胞高科技术有限公司	322.23	0.3	560	-2.6
18	大商股份有限公司	312.90	-4.8	148	-11.4
19	石家庄北国人百集团有限责任公司	300.08	5.9	68	4.6
20	天虹商场股份有限公司	264.82	5.3	76	7.0

资料来源：中国连锁经营协会

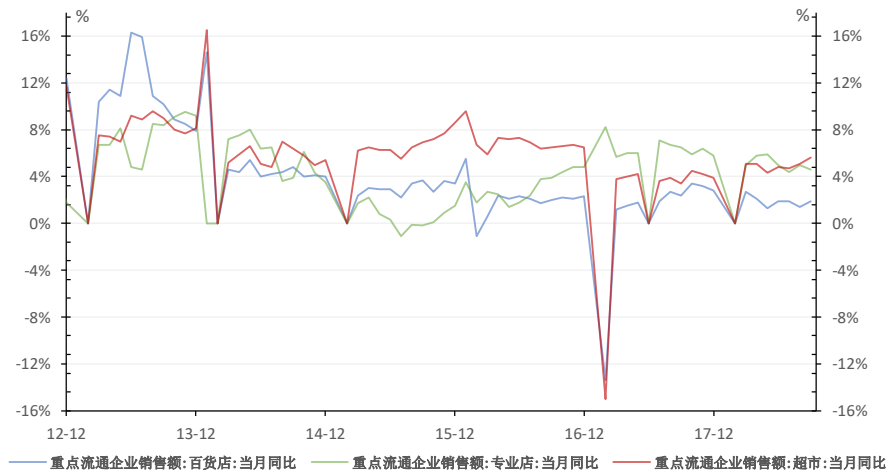
总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式。随着国民经济增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，随着市场竞争的不断加剧，连锁企业为改善经营现状从多方面调整改良自身经营的方式方法以谋求新的增长点。自2016年下半年以来，零售行业保持平稳增长。

（2）主要业态情况

随着消费者需求的变化和零售市场竞争的加剧，传统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。经济新常态下，中国传统零售行业渐入下行趋势，电商等新零售业态迅速崛起。传统零售消费向保守型、高性价比的大众消费和特性、差异化的消费升级两级分化，消费层级日益鲜明。电商是互联网发展的直接产物，是网络技术的全新发展方向，重新定义了传统的流通模式，减少了中间环节，使得生产者和消费者的直接交易成为可能，影响了社会的经济布局 and 结构。与传统零售相比，电商一方面以电子流代替了实物流，可以大量减少场地租金及人工等费用，降低了成本；另一方面突破了时间和空间的限制，使得交易活动可以在任何时间和地点进行，从而大幅提高了效率。

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。2015~2017年，百货店销售额增速持续下滑，分别为3.4%、1.3%和1.2%，下滑至较低水平；专业店销售额增速逐年上升，分别为0.3%、3.1%和5.6%；超市销售额增速分别为6.8%、6.7%和4.2%，过去三年呈逐年下降态势。2018年1~9月，限额以上零售业单位中超市、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长6.2%、5.6%、10.0%和8.0%，各实体零售业态经营状况均有好转，尤其百货店、专业店通过近年来的优化产品结构、积极提升供应链管理效率、加强线上线下整合等方式，增速明显回升。

图2 近年来重点流通企业：百货商店、超市、专业店当月同比增速（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

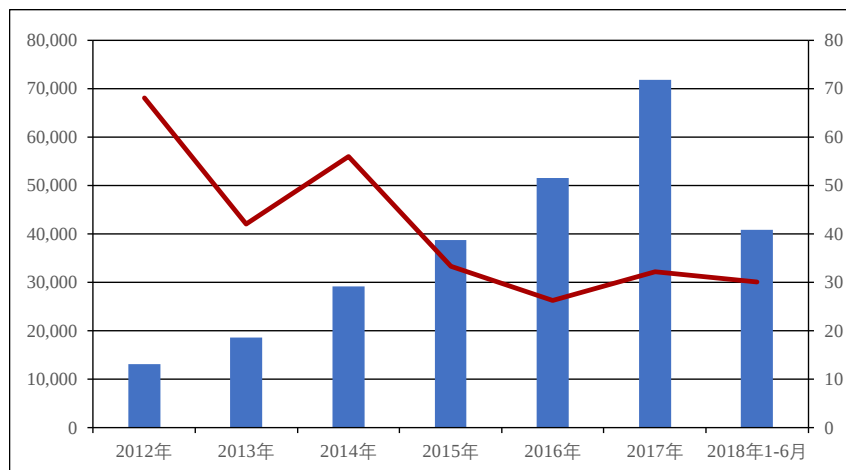
注：2017年2月百货店和超市销售额同比大幅下降，主要系2017年春节在1月份所致。

近年来我国网络零售业态度过了最初的爆发式增长阶段，增速有所放缓，但仍处于较高水平，电商企业之间的竞争从增量扩张转为存量开发，发展质量、服务水平和购物体验全面提高。2015~2017年，我国网上零售额分别为38,773亿元、51,556亿元和71,751亿元，增速分别为33.3%、26.2%和32.2%，2017年增速上升6个百分点。其中，2017年实物商品网上零售额54,806亿元，同比增长30.66%，增速较上年提高了1.3个百分点；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重达15%，较上年扩大2.4个百分点。

2018年1~6月，全国网上零售额40,810亿元，同比增长30.1%，增速较上年同期收窄3.3个百分点；实物商品网上零售额31,277亿元，同比增长31.71%，增速高于上年同期水平，占社会消费品零售总额的比重达17.4%。电商对实体零售业的冲击仍在持续，但已有所减弱。

2017年，我国网上零售额占社会消费品零售总额的比例为19.59%，较上年上升4.08个百分点，渗透率虽进一步上升，但已逐渐饱和。与其他国家相比，根据美国商务部数据，2018年1~6月，美国电商销售额占总零售额的7.82%；根据日本产业省数据，2016年日本电商渗透率为4.75%。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趋势。

图3 近年来全国网上零售额增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

总体看，近年来各零售业态增速明显分化；实体零售业态中，超市、购物中心销售额增速优于百货店、专业店销售额增速，但 2017 年以来，通过调整业态配比、优化产品结构、加强线上线下整合等方式，各实体零售业态增速均明显回升；网络零售业态发展趋于成熟，增速趋于稳定，对实体零售业态的冲击仍在持续。

（3）行业竞争

为了应对电商的冲击，过去五年传统零售业对其线下渠道网点数量进行了快速扩张，但是盲目的渠道扩张并未产生明显的收入增长效益。当前零售行业总体过剩，整合成为发展到一定阶段的必然态势。2016 年以来，以线上线下整合为目的零售业并购事项增多，如阿里巴巴收购在线零售商 Lazada、入股线下零售三江购物和联华超市，沃尔玛入股京东等。此外，中小零售企业被并购整合的速度加快，行业集中度进一步提升。

2017 年，我国网络零售额同比增长 32.20%，远高于社会消费品零售总额 4.10% 的增速，但差额已大幅缩小，线上线下逐渐由对抗走向融合，电商渠道为实体零售提供引流，实体零售弥补电商渠道在体验度方面的不足。传统零售与电商的合作或者线上线下全融合的业务模式大规模兴起，不但弥补了纯电商缺乏实体购物体验的缺陷，也弥补了纯线下经营客户基数狭小的不足，线上引流、线下体验的线上线下全融合模式也将成为未来发展的重要趋势。

根据中国商业联合会、中华全国商业信息中心统计，2017 年我国零售百强企业实现销售额 6.08 万亿元，同比增长 26%，增速同比提高 7.5 个百分点，高于社会消费品零售总额增速 15.8 个百分点，其中百货 46 家、超市 25 家、专业店 12 家、购物中心 9 家、电商 7 家。零售业百强继续保持较快增长，但增速有所下滑，其中电商增速明显放缓，零售实体店增速小幅回升。2017 年，零售百强企业销售额占社会消费品零售总额的比例为 16.6%，市场集中度进一步提升，但仍处于较低水平；百强企业中，前十大企业占百强整体销售规模的比重为 74.63%，同比上升 5.43 个百分点。从业态来看，专业店和购物中心销售增长较快，百货和超市相对缓慢，电商与实体的合作明显增强。随着实体零售持续升级转型，预计未来实体零售销售额增速有望进一步上升，电商增速则趋于稳定。

表 2 2017 年零售百强前十大企业及销售规模（单位：亿元）

序号	企业名称	业态类别	销售规模
1	天猫	电商	21,086
2	京东	电商	12,945
3	大商集团有限公司	实体	2,808
4	国美电器有限公司	实体+电商	2,433
5	华润万家有限公司	实体	1,926
6	苏宁云商集团股份有限公司	实体+电商	1,036
7	康成投资（中国）有限公司（大润发）	实体	954
8	沃尔玛（中国）投资有限公司	实体+电商	802
9	唯品会	电商	729
10	永辉超市股份有限公司	实体	654

资料来源：中国商业联合会，联合评级整理。

总体看，零售行业市场集中度处于较低水平，近年来行业并购整合步伐加快，线上线下深度融合，中小企业陆续被并购，市场集中度有所上升，但市场竞争仍较为激烈。

（4）行业政策

近年来，我国社会零售总额增速放缓，各业态分化明显，经营成本大幅上涨，门店扩张速度放缓，并购重组加剧，互联网电商规模及占比逐年增大。2016年3月，财政部、海关总署、国家税务总局联合发文对跨境电子商务零售企业进行政策调整，取消了50元免征额，所有跨境电商包裹都需按照价格征税。此外，政府下发多项指导意见，推动物流业转型升级，鼓励零售行业发展新业态、新模式。

总体看，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。

（5）行业关注

外资零售企业市场份额继续下降，门店调整力度加大

随着 2005 年中国商业领域的全面开放，外资进入中国已经呈现出一种快速增长的势头。2006 年，港、澳、台及外商投资零售企业法人数量为 534 个，销售规模为 2,115 亿元；2009 年以来，百强中外资企业如沃尔玛、家乐福等增幅明显高于内资。2017 年进入百强的外资零售企业共有 21 家(非电商)，数量比上年增加 2 家，21 家外资零售企业实现销售额 4,858.18 亿元，21 家外资零售企业销售额同比增长 4.6%，增速较 2016 年放缓 1.3 个百分点；2013~2017 年，中国连锁经营协会统计的主要外资连锁企业销售规模增长率为 8.4%、4.5%、0.5%、5.90%和 4.6%，门店数量增长率为 12.2%、13.90%、11.1%、18.70%和 17.2%。2017 年，外资零售企业门店数量调整较大，开店速度较 2016 年均有所放缓。其中，沃尔玛、卜蜂莲花和永旺 2017 年新开门店数多于 2016 年，其他外资零售巨头新开店数均少于 2016 年。其中，欧尚 2017 年新开门店数仅 1 家，大润发 2017 年新开门店数相比 2016 年减少了 7 家，是新开门店数下滑最快的外资企业。

随着外资零售企业的扩张造成零售行业竞争的进一步加剧，而国内零售企业巨头的不断崛起也迫使外资零售商不断调整竞争策略，形成愈发激烈的市场份额争夺。百强中的外资企业主要经营大型超市业态，并逐渐占据主导地位。可以预见，零售类企业为寻求适合的盈利模式必将历经优胜劣汰，内部整合、加快扩张步伐、优势内资零售企业和外资零售企业的并购扩张趋势将日益明显。

传统零售业受电商交易冲击大，探索多渠道经营

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。据中国电子商务研究中心监测数据显示，2017 年中国网络零售市场交易规模达 7.18 万亿元，较 2016 年增长 39.17%。预计 2018 年，中国网上零售市场规模将达到约 9.39 万亿元人民币。2017 年中国网络零售市场交易规模占到社会消费品零售总额的 19.6%，较 2016 年的 14.9%，增幅提高了 4.7 个百分点。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。

（6）未来发展

满足消费者全渠道需求

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比任何时候都强。

从零售商角度看，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。

大数据成为核心竞争力

大数据分析将在零售业务的关键领域扮演重要角色，如帮助构建智慧的消费体验、智慧的商品和供应链管理，以及智慧的运营。过去零售商之间的竞争集中在后台，更重视后端供应链的优化，如补货速度、货架有货率、仓储布局和优化等。在大数据时代，零售商之间的竞争将从后台移向前台，重点通过大数据分析和前后台协同来满足消费者的个性化需求。比如，通过追踪消费者习惯和变化，在消费者决定购买之前对其行为进行判断和预测，将消费者的需求通过零售商传递给供应商，提供个性化的产品、服务和营销手段。

跨行业协作的业务模式创新

近年来，跨行业协作，特别是社交化协作业务模式的兴起，将使价值生态主要参与者的角色作用和游戏规则发生转变：企业由控制并实施价值交付向搭建环境、协同各方完成价值交付的组织者转化；个人消费者由被动接受者向主动参与者转化，价值交付控制权向消费者转移；企业员工由基于组织和职责工作向基于兴趣和专长进行工作和协作转化；企业供应商由上下游供应商关系向协作共赢的合作伙伴转化。通过产业社交化协同，包括零售行业在内的各个主要行业都将出现组织者，并与协同合作企业一道从价值链向共赢的价值平台转化，创造更多的市场机会。

总体看，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，零售业将在满足消费者全渠道需求、大数据分析以及跨行业协作的业务模式创新等方面获得良好的发展。

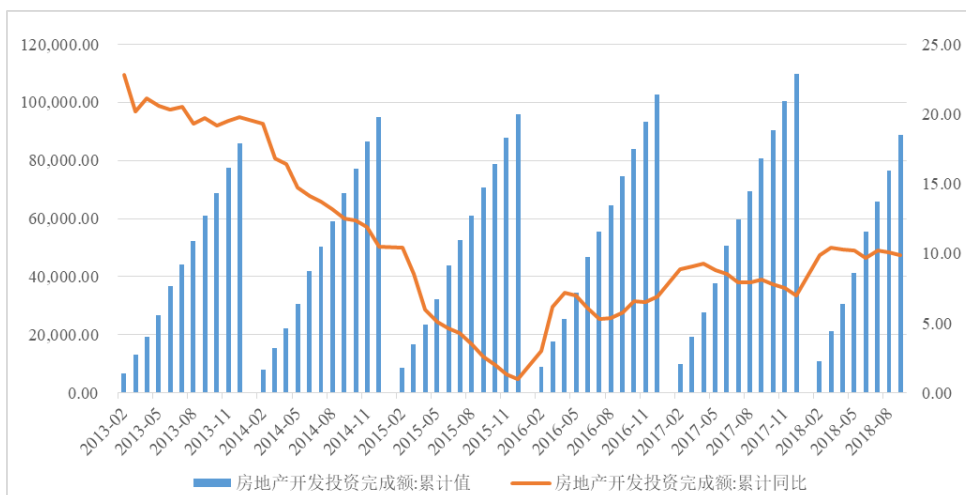
2. 房地产行业

（1）行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2015年，我国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.00%，增速继续同比下滑9.50个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房地产开发投资10,2581.00亿元，名义同比增长6.88%；2017年，我国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年同期上升0.16个百分点。其中，住宅投资75,148亿元（占比为68.44%），同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点；办公楼投资6,761亿元（占比6.16%），同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点；商业营业用房投资15,639亿元（占比14.24%），同比减少1.26%。2018年1~9月，全国房地产开发投资88,665亿元，同比增长9.90%，其中，土地购置费26,757亿元，同比增长66.00%，土地购置支出带动房地产开发投资快速增长。

图 4 2013~2018 年 9 月全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

（2）市场供需

土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1% 外，二、三线城市土地出让金分别下降 7% 和 19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19% 和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18% 和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1% 和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1% 和 0.2% 的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16% 外，二、三线城市土地出让金分别上升 68% 和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9% 和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74% 和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19% 和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地

供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018年上半年，全国300个城市土地供应量59,791万平方米，同比增长30%；土地成交面积50,243万平方米，同比增长27%，其中住宅用地成交面积18,086万平方米，同比增长28%；土地出让金总额为19,597亿元，同比增长28%，整体成交楼面均价及溢价率下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018年上半年，一线城市供地节奏放缓，同比下降3%，成交方面量涨价跌，出让金总额下降23%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长35%，平均溢价率下降15个百分点，土地出让金同比增长33%；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，并出台相应的土拍政策，除土地溢价率下降23个百分点外，土地供应量、成交面积、出让金、楼面均价分别同比增长29%、25%、43%和10%。

表3 2015~2017年及2018年1~6月全国300个城市土地交易情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
推出面积（万平方米）	113,235	103,212	111,907	59,791
同比（%）	-18	-9	8	30
成交面积（万平方米）	85,671	85,885	95,036	50,243
同比（%）	-21	-3	8	27
出让金（亿元）	21,793	29,047	40,623	19,597
同比（%）	-10	31	38	28
楼面均价（元/平方米）	1,384	1,904	2,374	2,172
同比（%）	14	40	26	-1
土地平均溢价率（%）	16	43	29	20
同比	上升6个百分点	上升27个百分点	下降14个百分点	下降16个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

总体看，近三年，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。2018年上半年，土地市场整体上行，整体成交楼面均价及溢价率走低，房企拿地趋于理性。

开发资金来源状况

2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资296.53亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.5%；个人按揭贷款16,662亿元，增长21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入10月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016年，房地产开发企业到位资金144,214.00亿元，同比增长15.18%。其中，国内贷款21,512.00亿元，同比增长6.42%；利用外资140.00亿元，同比下降52.79%；自筹资金49,133.00亿元，同比增长0.19%；其他资金73,428.00亿元，同比增长31.93%。在其他资金中，定金及预收款41,952亿元，增长29.0%；个人按揭贷款24,403亿元，增长46.5%。

2017年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增

长8.20%，增速较上年同期下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，上升3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%。

2017年11月17日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

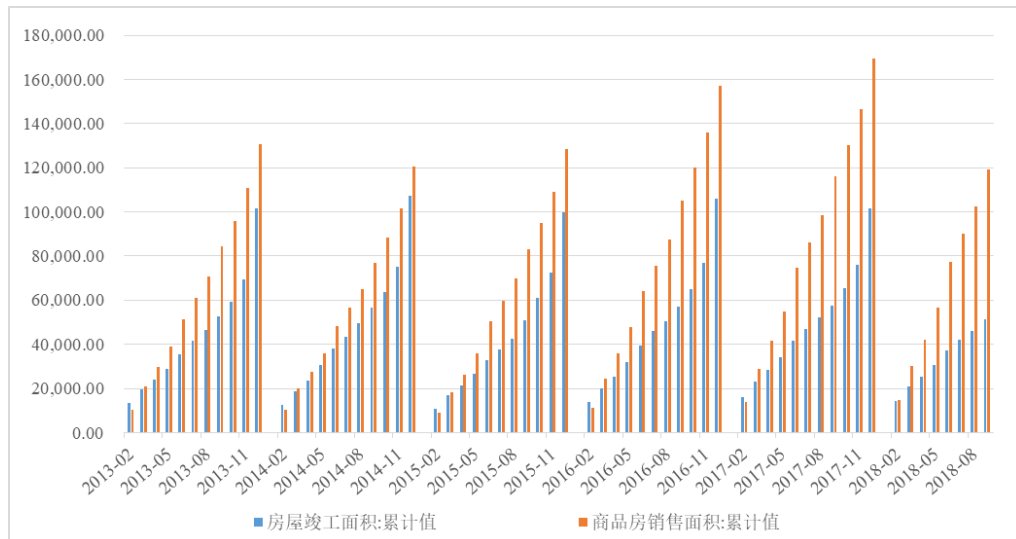
2018年1~9月，国内房地产开发企业到位资金121,882亿元，同比增长7.80%。其中，国内贷款18,041亿元，同比下降5.10%；利用外资43.00亿元，同比下降61.70%；自筹资金40,596亿元，同比增长11.40%；定金及预收款40,259亿元，同比增长16.30%；个人按揭贷款17,522亿元，同比下降1.20%。整体看，房地产行业筹资渠道受阻，对销售回款的依赖有所上升。

总体看，2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，需重点关注非标融资的政策变化情况，房地产企业对销售回款的依赖有所上升。

市场供需情况

2015年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015年，全国商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.50%；其中，住宅销售面积增长6.90%，办公楼销售面积增长16.20%，商业营业用房销售面积增长1.90%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积100,039万平方米，下降6.90%；其中，住宅竣工面积73,777万平方米，下降8.80%。

图5 2013~2018年9月全国商品房供求情况（单位：万平方米）

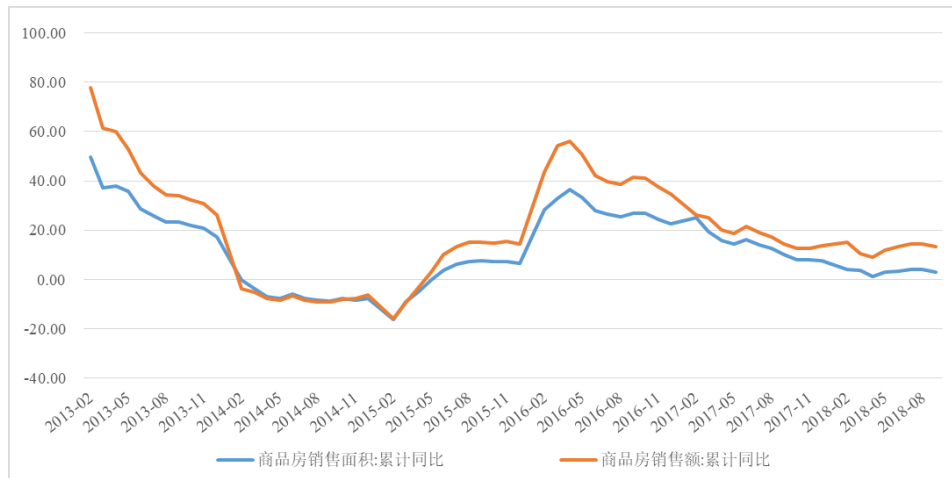


资料来源：Wind 资讯

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349.00万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128.00万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185.00万平方米，同比增长

4.6%。

图 6 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年 1~9 月，全国房地产销售面积 119,313 万平方米，同比增长 2.90%，增速较上年同期下降 7.40 个百分点；全国房地产销售金额 104,132 亿元，同比增长 13.30%，增速较上年同期下降 1.30 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

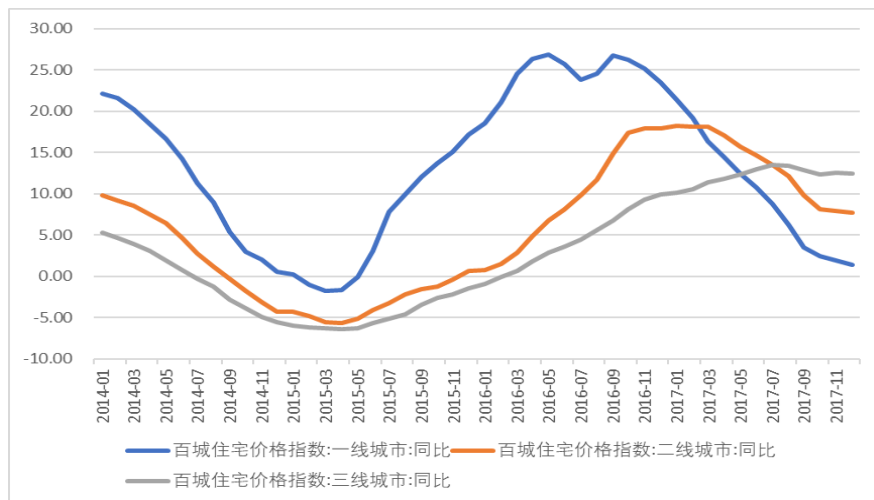
销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

图 7 2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源: Wind 资讯

2018 年 1~9 月,一线城市新建商品住宅销售价格1同比持平(而去年同期同比增幅为 13.2%),二三线城市新建商品住宅销售价格同比分别上涨 6.40%和 7.00%,涨幅比去年同期分别回落 4.10 和 1.10 个百分点。整体看,在限价等调控政策不断加码的背景下,2018 年前三季度一二三线城市住宅销售价格指数同比增速均较 2017 年同期有所回落。

总体看,近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势,房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正,需求进一步释放;但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响,一、二线城市房地产价格增速大幅下降,部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象,三线城市价格增速降缓,但仍表现较好。

(3) 行业竞争

从 2003 年至今,房地产市场已经走过了十多年的黄金时期,随着近年来调控政策的逐渐加码,房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长,企业分化加剧,行业集中度不断提高的发展态势。

2015 年,房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年,房地产行业集中度进一步提升,前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%,分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%,分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年,房地产市场集中度继续提高,前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%,分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%,分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点,也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 4 2014~2017 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况(单位: %)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.03

资料来源: CRIC

¹ 国家统计局 2018 年新建商品住宅销售价格统计范围为 70 大中城市的市辖区,不包括县。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。

表 5 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	中国恒大	6	保利地产
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科地产	8	华夏幸福
4	绿地控股	9	华润置地
5	融创中国	10	龙湖地产

资料来源：克而瑞研究

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（4）行业政策

2016年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 6 近年来房地产调控政策

年份	调控政策
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见

2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

（5）行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关监管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会

议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（6）行业发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是1992年底由山东省商业厅整体改制组建的大型企业集团，是山东省零售行业的龙头企

业，现已形成以现代零售业为主，生物制药和房地产为辅的大型企业集团。

零售业方面，公司目前是山东省最大的零售企业，以“银座”品牌为代表的现代零售业是公司的核心主业。截至 2018 年 6 月底，公司拥有 164 家百货超市综合门店、204 家连锁超市，10 家家居专营店、37 家家电商店、5 家购物中心和 9 家汽车专营店，经营总面积超过 527 万平方米。截至 2018 年 6 月底，公司控股的银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”，证券代码为 600858.SH，公司直接持股 24.49%，公司及其一致行动人合计持股 33.86%）²为 A 股上市公司；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，公司直接持股 54.74%）³。公司的房地产业务主要与公司零售、酒店等其他板块结合，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 2018 年 6 月底，公司的土地储备占地面积约 56.65 万平方米，公司在建、在售建筑面积 294.35 万平方米。

生物制药方面，公司下属的山东福瑞达医药集团公司（以下简称“福瑞达医药”）成立于 1993 年 4 月，是以山东省药科学院为技术依托，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 45%。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，产品在国内市场占据主导地位，并远销欧美、日本、韩国等国际市场。目前福瑞达医药拥有 12 家下属企业、2 家省级科研院所和 3 个省级实验室。

总体看，公司营业规模大，经营范围广，行业地位较突出，在零售业、房地产业务、生物制药等领域具有较强的竞争优势。

2. 人员素质

截至 2018 年 6 月底，公司董事、监事及高层管理人员共 19 名。其中，董事 7 人，监事 5 人，高管 7 人，均具有丰富的行业经验和管理经验，专业素质较高。

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。

高洪雷，董事长，男，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。现任山东省商业集团有限公司党委书记、董事长。

公司总经理兼董事凌沛学先生，1963 年 11 月出生，硕士研究生学历，历任山东省商业厅办公室副主任，山东商业集团总公司办公室主任，山东省食品公司总经理，山东省商业集团有限公司党委委员、工会主席，现任公司党委副书记、董事、总经理。

截至 2018 年 6 月底，公司拥有在职员工 40,387 人，从人员学历结构看，本科及以上学历占 17.36%，大专学历占 48.57%，高中及以下学历占 34.07%；从年龄结构看，30 岁以下占 61.11%，

² 截至 2018 年 6 月底，公司所持有的银座股份受质押股权合计 6,984,866 股，占银座股份股本比重 1.34%。

³ 截至 2018 年 6 月底，公司持有的鲁商置业股份均未质押。

30~50 岁占 35.13%，50 岁以上占 3.76%。

总体看，公司管理层具有丰富的管理经验，整体素质较高，员工年龄结构合理。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》和其他有关法律，建立了法人治理结构，制订了《公司章程》，对公司的董事会和监事会等方面做出了明确的规定。公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。

《公司章程》规定，公司设董事会，董事会由7名董事组成。其中，外部董事3名，内部董事4名（其中，包括执行董事3名、职工董事1名）。外部董事人选由各股东提出，其中省国资委提出两名，省社保基金理事会提出1名。职工董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事长1名，由山东省人民政府任免。公司董事每届任期不超过3年。董事任期届满，获得连续委派或者连续当选可以连任，但外部董事在公司连续任职不超过6年。董事会对省国资委负责，决定公司的发展战略和中长期发展规划，并对其实施进行监控；决定公司的经营计划、投融资计划；决定公司的年度经营目标；制订公司的年度财务预算方案、决算方案，批准公司年度财务报告等。

公司设监事会，是公司的监督机构，对省国资委负责，并定期向其报告工作。监事会由5人组成，其中，股东代表监事2名、专职监事1名、职工代表监事2名。股东代表监事和专职监事由山东省国资委委派或更换；职工代表监事由公司职工代表大会或者其他民主形式选举产生。监事会设主席1人，由监事会半数以上成员同意选举产生。监事每届任期不超过3年。

公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘；设副总经理、总会计师、总经济师若干名，协助总经理工作，经总经理提名由董事会聘任或者解聘。总经理、副总经理、总会计师、总经济师是公司高级管理人员，每届任期不超过3年。总经理负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；组织拟订公司财务预算、决算方案；组织拟订公司利润分配和弥补亏损方案等。

总体看，公司治理结构较为规范，能够满足公司的日常运行。

2. 管理制度

为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部管理和控制制度。

财务管理方面，公司制定了《山东省商业集团有限公司国有资产统一经营管理规定》，对集团资产进行统一经营管理；制定了《山东省商业集团有限公司资金管理试行规定》、《山东省商业集团有限公司内部借款管理办法》等，根据资金性质不同，分别采取由总公司审批、企业决定与备案制相结合以及企业自主支配等管理办法。集团内部资金统一调度，有偿使用。

投资管理方面，公司制定了《山东省商业集团有限公司投资管理暂行办法》，该办法对投资原则、投资决策程序、投资监控及投资处置等作了详细规定。公司总经理办公会议是投资决策机构，负责对公司及所属单位投资项目作出决策，对各直属单位申报项目提出审批意见。公司发展部是公司负责投资项目日常业务监管的职能部门，财务部负责投资项目的财务监管。

融资管理方面，公司为规范筹资行为，减少筹资风险，降低资金成本，制定了《山东省商业集团有限公司债务筹资管理办法》。办法规定由集团财务管理中心统一负责管理、协调和监督债务筹资工作，次集团及直属单位负责管理、协调和监督所属单位债务筹资工作。集团债务融资由集团总会计师、总经理审核，并报集团董事会审批，次集团及直属单位债务融资，由单位负责人审

核，并报董事会审批；其中债务融资额高于人民币 5,000 万元的，须经集团审查。各单位的借款程序包括首先编制短期筹资计划表或长期借款计划使用书，然后报总经理审核、董事会审批，超越审批权限的须报集团审查，财务管理部门负责组织借款合同的签订并监督资金的使用情况。该办法还规定了财务管理中心需定期召开债务筹资工作会议，并评价筹资风险。

对外担保方面，公司对外担保按照《山东省省管国有企业担保管理办法》（鲁国资收益[2009]6号）执行。该制度规定山东省管国有企业不得对私营企业、外商独资企业、不含国有股的中外合资和中外合作企业以及个人提供担保；不得为高风险投资项目（包括任何形式的委托理财、买卖股票、期货、期权）以及不符合国家产业政策的项目提供担保；未经山东省国资委和省政府批准，省管企业不得对境外权属企业和批准权限以外的企业提供担保。经批准对境外权属企业和批准权限以外的企业提供担保的，其担保额不得超过批准的担保限额。

对子公司管理方面，公司对子公司的管理制度主要体现在对子公司的人事任免决策与绩效考核上。公司的各子公司的董事长及财务负责人均由本公司委派或推荐，公司每年对子公司经营班子的经营业绩进行考核，考核结果作为确定子公司高管薪酬的依据，同时公司还监管各子公司人事任免、财务管理、资产运营、融资和经营政策等。

总体看，公司各项规章制度较为健全，能满足公司的内部管理需求。

六、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。2015~2017年，受零售业板块和房地产板块收入波动影响，公司营业总收入略微波动增长，分别为352.25亿元、343.42亿元和365.58亿元。2015~2017年，公司净利润逐年减少，分别为4.37亿元、4.31亿元和3.70亿元，2017年利润下降主要系零售业板块毛利率下降以及财务费用和营业外支出增加所致。

从收入构成来看，2015~2017年，零售业板块经历了2016年小幅下滑后有所回升且公司保持每年新开10家百货或百货超市复合店，2017年实现收入268.40亿元，较2016年增长8.55%，近三年该板块收入占比分别为79.43%、72.00%和73.42%；生物制药业务收入增长较快，年均复合增长13.40%，2017年，生物制药业务实现收入7.73亿元，同比增长16.42%，近三年收入占比分别为1.71%、1.93%和2.11%；房地产业务收入波动增长，年均复合增长13.46%，2017年确认收入75.49亿元，同比小幅减少1.27%，近三年收入占比分别为16.65%、22.26%和20.65%。公司其他收入主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务收入，2017年实现收入13.96亿元，同比增长6.89%，收入占比基本保持稳定。

从毛利率来看，2015~2017年公司零售业毛利率呈小幅波动增长态势，三年分别为18.43%、20.17%和18.72%，2017年公司零售业务毛利率下降，主要系公司在零售业务上加码吸引客流、提升销售过程中有所让利、营业成本上升所致；生物制药毛利率小幅波动，2017年为60.67%；房地产业务方面，公司为适应市场不断更新产品类型，高端住宅占比持续下降，产品以刚需住房为主，同时拿地成本不断攀升，而目前主力项目所在的三、四线城市去库存压力较大，同时受部分项目降价促销去库存的影响，导致公司房地产业务毛利率逐年下降，2017年为14.29%。

表 7 2015~2017 年公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 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	279.46	79.43	18.43	247.26	72.00	20.17	268.40	73.42	18.72
生物制药业	6.01	1.71	60.07	6.64	1.93	58.73	7.73	2.11	60.67
房地产业	58.64	16.65	19.94	76.46	22.26	14.61	75.49	20.65	14.29
其他	8.13	2.31	43.67	13.06	3.80	40.20	13.96	3.82	38.90
合计	352.25	100.00	19.98	343.42	100.00	20.44	365.58	100.00	19.50

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。

2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 192.33 亿元，同比增长 2.71%，主要系零售业销售增长所致；当期实现净利润 2.42 亿元，同比增长 18.06%；当期公司综合毛利率为 19.18%。

整体看，受 2017 年公司通过让利来吸引客流、提升销售影响，零售板块销售有所回升，公司营业收入呈现波动上升态势；而公司在加码销售过程中的让利导致毛利率小幅下降，但仍保持相对稳定。整体来看，公司经营相对稳定，毛利率有待提高。

2. 零售业

零售业一直是公司重点发展的核心业务，近三年受零售行业景气度下滑、电商冲击以及限制“三公消费”影响，销售收入波动下降，但仍保持了较大规模，近三年分别为 279.46 亿元、247.26 亿元和 268.40 亿元；在 2017 年零售业板块销售同比增长 8.55%，主要系公司在销售过程通过让利来吸引顾客所致。

具体来看，百货及百货超市复合店是公司零售业务核心业态，2015~2017 年收入贡献占比分别为 74.33%、74.09% 和 71.95%，公司为保持市场占有率，店面数量逐年增加，2017 年通过让利销售额有所上升，坪效相对于 2016 年保持稳定，2017 年为 0.55 万元/平方米；客单价保持相对稳定，2017 年为 190.47 元/天。便利店为公司零售业店面数量最多的业态，收入规模不高，近三年分别为 9.11 亿元、9.12 亿元和 9.29 亿元，呈逐年小幅上升态势，主要系公司持续开店所致；但公司为维持市场份额，店面总数量基本保持稳定，近三年坪效呈小幅波动下降态势，2017 年为 1.11 万元/平方米；近三年客单价保持稳定，2017 年为 31.20 元/天。2015~2017 年，家居店收入呈逐年增长态势，分别为 3.20 亿元、3.34 亿元和 3.57 亿元；其坪效保持相对稳定，2017 年为 0.04 万元/平方米；受消费者消费品质的提高以及品牌心理影响，近三年客单价逐年提高，2017 年为 4,782 元/天。2015~2017 年，家电商店收入呈波动下降态势，分别为 14.69 亿元、8.47 亿元和 8.75 亿元，2015 年公司进行促销批发，收入有所提高，但毛利率较低，2016 年停止促销叠加电商冲击，销售收入回落，2017 年收入与去年同期基本持平；近三年坪效和客单价均呈波动下降态势。2015~2017 年，购物中心收入呈逐年下降态势，分别为 16.87 亿元、11.99 亿元和 10.82 亿元，由于建设青岛和济南购物中心时配套建设的写字楼销售收入于 2015 年实现确认，公司将该部分收入并入购物中心业态收入中，导致当年收入规模相对于其他年份较大；近三年坪效呈逐年下降态势，2017 年公司坪效为 0.18 万元/平方米，客单价为 485 元/天，客单价呈逐年上升态势。受益于乘用车购置税优惠政策，2015~2017 年，公司汽车 4S 店收入逐年增长，2017 年实现收入 42.85 亿元，较上年增长 37.60%。

成本方面，2015~2017 年，受零售网点拓展、业务范围扩大影响，公司人力和租金费用逐年小幅增长，2017 年分别为 14.68 亿元和 7.50 亿元；公司零售业务营业成本主要为采购成本，2017 年收入有所增长采购成本也随之增长，2017 年为 218.16 亿元。2017 年新开门店达到 14 家，物业以租赁为主，新开门店均采用合作模式，前期不需支付租金，通过利润来分成，租金成本上浮较小。

表 8 2015~2018 年 6 月公司超市业务经营情况

零售板块		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
百货及百货超市复合店	收入（亿元）	207.73	183.20	193.11	117.91
	坪效（万元/平方米）	0.64	0.54	0.55	0.33
	客单价（元/天）	191.08	189.56	190.47	191.25
便利店	收入（亿元）	9.11	9.12	9.29	4.92
	坪效（万元/平方米）	1.17	1.09	1.11	0.59
	客单价（元/天）	30.65	31.09	31.20	30.85
家居店	收入（亿元）	3.20	3.34	3.57	1.98
	坪效（万元/平方米）	0.04	0.05	0.04	0.02
	客单价（元/天）	4,739	4,850	4,782	4,835
家电店	收入（亿元）	14.69	8.47	8.75	4.17
	坪效（万元/平方米）	2.26	1.28	1.32	0.63
	客单价（元/天）	5,718	5,464	5,582	5,630
购物中心	收入（亿元）	16.87	11.99	10.82	5.75
	坪效（万元/平方米）	0.47	0.24	0.18	0.10
	客单价（元/天）	436	445	485	479
汽车 4S 店	收入（亿元）	27.86	31.14	42.85	21.80
收入合计（亿元）		279.46	247.26	268.40	156.53
成本费用：					
人力费用（亿元）		13.55	14.58	14.68	7.42
租金费用（亿元）		7.07	7.33	7.50	3.83
营业成本（亿元）		227.95	197.38	218.16	129.52

资料来源：公司提供

公司零售业的经营模式仍采用联营、经销、代销、租赁等方式，2017年四种模式占营业收入的比重分别约为62%、30%、5%和3%，变动不大。联营是最主要的经营模式，针对季节性强、市场变化大的商品，公司与厂家联合经营，共同负责品牌质量管理、售后服务，公司对厂家产品的适销率进行控制，从销售收入中抽取一定的比例作为回报，将经营风险转移到生产商，通常联营合同一年一签；代销是公司根据市场销售情况确定进货量，并与生产厂家或商品委托方签定协议约定商品的进货价，公司按市场价格进行商品的销售，协议进货价与实际售价之间的差额即为公司的利润；经销主要是针对消费量比较大，价格弹性小的大众商品，公司在前期进行市场调研的前提下，选择适销对路的产品进行采购，再由公司的营业员进行销售；租赁是公司出租场地，收取租金和物业管理费，购物中心业态多采用此类模式。通过不同的经营模式，公司充分利用各种资源，并且有效降低了经营风险，保证了公司的收益。

零售业经营业态方面，公司实施多业态并举、立体式发展的战略，目前涉及有百货及百货超市复合店、超市、家居广场、家电店、购物中心、便利店、汽车4S店等多种业态，并通过第三方支付和电子商务拓展零售业经营渠道。

近年来公司不断调整商业业态结构，新开店主要为百货及百货超市复合店、购物中心和便利店；2015~2017年，公司坚持以“凸显规模优势”为发展战略，百货及百货超市复合店规模以年均10家左右速度扩张，截至2018年6月底，公司拥有164家百货及百货超市复合门店，经营面积358.22万平方米；近年，公司便利店和购物中心扩张速度相对较缓，截至2018年6月底，公司拥有204家便利店和5家购物中心（分布于济南、青岛、临沂和北京），经营面积分别为8.35万平方米和60.10万平方米。公司家居店、家电店和汽车4S店数量近年维持稳定，截至2018年6月底，公司拥有10家

家居专营店、37家家电专营店、9家汽车专营店（6家4S店和3家城市展厅），经营面积分别为92.60万平方米、6.62万平方米以及3.02万平方米。

表 9 2015~2018 年 6 月公司零售业店面情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2015 年底		2016年底		2017年底		2018 年 6 月底	
	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积
百货及百货超市复合店	139	324.18	150	340.18	161	354.22	164	358.22
便利店	197	7.82	204	8.37	205	8.40	204	8.35
家居店	9	73.70	9	73.70	11	92.60	10	92.60
家电店	37	6.50	37	6.62	37	6.62	37	6.62
购物中心	3	36.10	4	50.10	5	60.10	5	60.10
汽车 4S 店	10	3.13	10	3.13	9	3.02	9	3.02
合计	395	451.43	414	482.10	428	524.96	429	528.91

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个分店。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。截至2018年6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。

表 10 2018 年 6 月底公司零售业店面分布情况（单位：家）

店面类型	山东	河北	河南	北京	合计
百货及百货超市复合店	152	4	8	--	164
便利店	205	--	--	--	205
家居店	11	--	--	--	11
家电店	37	--	--	--	37
购物中心	4	--	--	1	5
汽车 4S 店	9	--	--	--	9

资料来源：公司提供

表 11 公司零售业主要经营网点销售情况（单位：万平方米、万元）

序号	商城名称	经营面积	开店时间	物业权属	经营方式	销售额	
						2017 年	2018 年 1-6 月
1	山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	280,891.19	152,101.03
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	69,728.32	35,478.01
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	66,251.03	33,606.88
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	45,582.85	24,230.58
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	51,654.53	26,670.89
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	66,037.39	34,507.28
7	济南银座北园购物广	2.84	2002	自有	百货+超市	35,198.88	18,252.38
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	29,085.04	15,374.23
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	28,054.27	14,116.53
10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	58,895.45	30,192.34
11	日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	52,022.79	26,672.72
12	淄博银座商城周村购	1.94	2006	自有	百货+超市	22,344.87	11,881.00
13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	51,697.81	26,411.70

序号	商城名称	经营面积	开店时间	物业权属	经营方式	销售额	
						2017 年	2018 年 1-6 月
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	57,784.67	27,816.15
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	18,459.45	9,528.10
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	5,625.53	2,689.47
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	53,646.59	25,362.29
18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	5,164.88	2,255.23
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	21,337.48	10,498.54
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	29,335.56	14,012.02
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	19,616.33	10,549.54
22	石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	28,178.93	11,264.82
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	15,558.07	7,960.80
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	10,195.98	4,092.26
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	19,157.12	10,686.49
26	济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	15,030.95	7,054.85
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	13,244.97	6,838.32
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	24,731.57	13,173.44
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	37,534.05	19,796.60
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	39,949.62	17,101.59
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	7,035.15	4,060.49
32	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	5,502.34	2,717.17
33	鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	5,904.19	3,163.61
34	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	15,743.17	5,686.09
35	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	12,969.22	6,018.28
36	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	5,174.66	2,543.63
37	张家口银座商城	4.10	2014	自有	百货+超市	28,840.82	16,958.24
38	青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	15,166.51	5,960.33
39	北京和谐广场	14.00	2016	自有	购物中心	11,780.82	9,282.66
40	菏泽和谐广场	10.00	2017	租赁	购物中心	2,498.02	4,963.80
41	淄博高青银座	2.02	2017	租赁	百货+超市	5,303.11	2,728.18
42	临沂银座人民广场店	2.38	2017	租赁	百货+超市	6,798.49	3,694.33
43	德州齐河银座	1.85	2017	租赁	百货+超市	1,376.80	2,135.65
44	济南和谐广场	10.25	2011	自有	百货+超市	50,803.46	39,339.27
45	临沂和谐广场	7.40	2012	自有	百货+超市	33,255.35	16,315.81
46	银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	32,921.26	26,426.27
合计		146.42	--	--	--	1,513,069.54	802,169.89

资料来源：公司提供

目前公司零售业店面大部分处于所在城市的商业中心区域，为公司零售业盈利打下了良好基础。在经营规模上，公司零售业经营设施与所在地同行业其他企业相比，规模优势明显，同时公司在部分地区同时开设几家分店，整体规模优势凸现。在经营方式上，公司零售业采取百货、超市、购物中心等多种业态相结合的方式，综合优势较强。商业物业以自有为主，主要商业网点中自有面积占比为 68.58%；其余为租赁使用，租赁合同多为 20 年的长期租约，租金每 5 年调整一次。

（1）商品采购

采购是零售业经营的重要环节，对企业运营成本有较大影响，2015~2017年，公司商品采购额分别为269亿元、239亿元和268.4亿元。目前公司采取统一采购与分散采购相结合的方式。超市业

态方面，因为商品大众化，价格差异小，采取统一采购的方式，统一采购具有以下优势：一是通过招标方式，可以低价采购，降低成本；二是采购量比较大，在与供应商的谈判中，议价能力较强；三是新开门店在经营初期，可以比较容易获得现有供应商的支持，为新开门店实现盈利目标打下好的基础；同时针对超市内贩卖的所有商品，公司坚持要求供货商提供“三证”、“三书”、“二照”、“一票”的同时，还专门请品保专员、卫生部门、质检局部门采取不定期抽检的方式，严把商品的上市关。百货业态方面，采购体现个性化、区域化特点，针对大件商品，公司统一招标、签订合同，针对地方独有品牌，分店可以自行采购，如销售状况良好，即可纳入总部的采购体系。在生鲜品采购方面，为保证蔬果质优价廉，公司采用产地直采的采购方式。

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，银行承兑汇票结算为主。2017年公司零售业前五大供应商为古驰（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、百利建科技开发（宁波）有限公司，较上年保持稳定，前五大供应商采购额占采购成本的0.03%，集中度低，符合零售业的经营特点。

（2）物流配送

物流是批发、零售业务的重要业务环节，对企业的运营成本和整体竞争实力有较大影响。近年来，公司在物流体系建设方面持续投入，目前已拥有四个物流配送中心在运营，其中山东银座配送中心、曲阜银座配送中心和潍坊配送中心为公司“银座”系统零售业提供物流配送服务；统一银座物流配送中心则为“统一银座”商号便利店提供物流配送，省内门店全部由自有车队配送，公司目前车队共有25辆车，配送区域包括济南、淄博、潍坊、临沂、菏泽、枣庄、泰安、莱芜、青岛等省内城市。四个配送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，包括仓库和面包及熟食加工区等。公司对物流中心的管理体系、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，2017年自主配送和供应商配送的商品分别占约40%和60%（2015年为38%和62%，2016年为39%和61%），其中自主配送的主要为生鲜等类商品。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。

（3）主要在建、拟建项目

截至2018年6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2018年6月底已完成投资8.78亿元，在建工程余额8.80亿元，其中金额较大的在建工程情况如下：

表 12 截至 2018 年 6 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	3.90	自有资金、银行贷款
淄博中心店项目	1.36	2016.7-2018.10	3.39	1.57	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	3.31	自有资金、银行贷款
合计	16.47	--	24.80	8.78	--

资料来源：公司提供

截至2018年6月底，公司金额较大的拟建项目为东营银座中心店扩建，项目位于东营市西二路468号，交通便利，位置优越，项目总投资3.50亿元，其中项目资本金1.20亿元，其余来自银行融资，未来2018年下半年、2019年和2020年的投资计划分别为0.70亿元、1.80亿元和1.00亿元。

表 13 截至 2018 年 6 月底公司主要拟建项目情况表（单位：亿元）

项目名称	规划总投资	未来三年投资计划			资金筹措方式	项目目前进度
		2018.07-2018.12	2019	2020		
东营银座中心店扩建	3.50	0.70	1.80	1.00	自筹 40%，银行融资 60%	待拆迁

资料来源：公司提供

总体看，零售业务作为公司的核心业务，自 2017 年以来销售收入有所回升，保持了较大规模，但公司在加码吸引客流、提升销售过程中有所让利，导致毛利率下滑；在经营方式上公司采取百货和超市复合店为主的多种业态相结合的方式，综合优势较强；在网点拓展方面，为取得规模优势，公司在部分地区同时开设几家分店，深耕山东市场的同时逐步向省外扩展。

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，近年随着房地产行业风险加大，公司拿地节奏有所放缓。2015 年，公司新增土地 54.49 万平方米，主要位于泰安、济宁和临沂，规划建筑面积 159.20 万平方米。2016 年，公司取得土地 14.06 万平方米，主要位于临沂和青岛，规划建筑面积 26.32 万平方米。2017 年，公司无新增土地。2018 年上半年，公司取得土地 15.45 万平方米，共计两宗土地；其中，位于烟台的为 11.03 万平方米，土地支出 7.91 亿元，位于潍坊的为 4.41 万平方米，土地支出 2.15 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司的土地储备约 56.65 万平方米（土地占地面积），主要位于哈尔滨、济宁、临沂、青岛、烟台等二三四线城市，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；临沂鲁商知春湖为公司首个养老旅游地产项目，位于临沂市河东区汤头镇，主要为别墅、高层等住宅业态，该项目总体量较大，未来销售存在一定不确定性。

截至 2018 年 6 月底，公司土地储备均价为 1,687.76 元每平方米，普遍较低；其中，哈尔滨鲁商松江新城项目成本最高均价为 2,277.64 元每平方米；临沂鲁商知春湖项目成本最低均价为 591.49 元每平方米。

表 14 截至 2018 年 6 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	商业地产占地面积	拟开发建筑面积	取得方式	取得时间	取得成本	土地成本	已缴土地出让金	土地证	土地开发情况	未来开发计划	后续出让金来源
哈尔滨鲁商松江新城	住宅+商业	26.50	7.78	74.99	招拍挂出让	2010.11	17.08	2,277.64	17.08	已全部取得	未开工	2、3 地块 2019 年开工；4 地块（B 地块）2020 年开工建设	已交齐

青岛鲁商蓝岸新城	商业+住宅	4.32	0	12.68	招拍挂出让	2014.06	1.30	1,025.24	1.30	已取得	未开工	3#地块待开发	已交齐
济宁运河公馆	商业+住宅	7.68	3.21	27.00	招拍挂出让	2015.07	2.27	840.74	2.27	已全部取得	未开工	待开发	已交齐
临沂鲁商知春湖	住宅	7.12	0	8.55	招拍挂出让	2017.04	0.51	596.49	0.51	已取得	未开工	2018年开发	已交齐
烟台鲁商三滩1号A地块	住宅+商业+办公	11.03	3.12	49.02	招拍挂出让	2018.1	7.91	1,613.62	7.91	已取得	未开发	预计2018年下半年开工	已交齐
合计	--	56.65	14.11	172.24	--	--	29.07	1,687.76	29.07	--	--	----	

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、青岛以及山东省内、三、四线城市，有一定的去库存压力。

（2）项目开发情况

2015~2017年公司房地产开发节奏有所波动，2015年由于新项目土地获取较原计划滞后，部分开工计划转到2016年实施，当年开工面积和竣工面积同比大幅下降，分别为82.12万平方米和92.02万平方米；2016年开工面积和竣工面积分别为115.43万平方米和136.06万平方米；2017年底公司房地产在建面积为281.45万平方米，在建项目14个；截至2018年6月底，在建面积294.35万平方米，在建项目15个。

表15 公司房地产开发情况（单位：万平方米、个）

项目	2015年	2016年	2017年	18年1~6月
开工面积	82.12	115.43	141.45	64.43
竣工面积	92.02	136.06	145.00	51.53
期末在建面积	305.63	285.00	281.45	294.35
期末在建数量	18	15	14	15

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、在售项目规划建筑面积182.93万平方米，总投资额152.00亿元；截至2018年6月底已完成投资90.50亿元。

表 16 截至 2018 年 6 月底鲁商城市广场在建、在售主要项目情况（单位：亿元、万平方米）

名称	类别	规划建筑面积	总投资	完成投资	未来三年拟投资	建设期间	进度（批文情况）
青岛鲁商中心燕儿岛	住宅+商业	74.50	100.00	61.13	38.15	2010.04-2019.12	1A、1B 已竣工交付，销售 100%（五证齐全）；1C 取得土地证、用地规划证。
临沂鲁商中心	商业+办公楼+公寓	65.00	32.00	20.07	7.43	2013.06-2022.06	一期全部完工、二期 B01、B02 完工，B03 主体封顶，三期 S05 完工，其余皆未开工。
泰安鲁商中心	住宅+商业	43.43	20.00	11.27	8.73	2015.12-2020.12	一期高层、叠拼主体封顶，正在进行内外装饰，销售 96%；二期正负零。
合计	--	182.93	152.00	90.50	54.31	--	--

资料来源：公司提供

注：鲁商置业增发募投项目鲁商中心首府 1C 项目属于青岛鲁商中心燕儿岛项目。

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 796.10 万平方米，计划总投资 597.50 亿元，截至 2018 年 6 月底已完成投资 379.66 亿元。

表 17 截至 2018 年 6 月底鲁商花园住宅在建、在售项目情况（单位：亿元、万平方米）

名称	类别	规划建筑面积	总投资	完成投资	建设期间	进度（批文情况）
鲁商常春藤	住宅	103.07	45.00	44.00	2007.03-2018.12	1-74#楼以及西段商业已竣工交付，销售 99%（五证齐全）。东段商业已竣工交付，销售 94%（五证齐全）。
哈尔滨鲁商松江新城	住宅+商业	296.00	190.00	129.01	2011.05-2023.12	四、五、六、七地块已竣工交房，四地块销售 98%；五地块商业销售 63%，高层销售 99%，洋房销售 36%；七地块商业销售 26%，高层销售 86%；六地块高层销售 99%。（以上地块五证齐全）；八地块住宅销售 60%，八地块商业销售 14%。除六 B 及 1 地块正在施工，其余地块未开工。
菏泽鲁商凤凰城	住宅+商业	85.30	40.00	29.02	2011.12-2020.12	一期二期竣工交付（五证齐全），已销售约 80%；三期共 7 栋高层，其中 4 栋五证齐全，已预售约 45%，另外 3 栋正在主体施工，预计年底前实现预售。
鲁商·蓝岸新城	住宅+商业	72.93	38.00	20.90	2014.07-2020.12	2#地块全部竣工，1#地块主体竣工验收，3#商业动工
青岛惜福镇项目	住宅	25.39	25.00	19.84	2014.08-2018.12	1A、1B 主体验收，预售 100%；1C-1 外墙施工，预售 63%（五证齐全）1C1-2 取得工程规划证
临沂金悦城	住宅	33.18	100.00	17.35	2015.11-2024.12	一期 1-7 号楼全部完工，8 号 9 号楼以及商业主体封顶，二期高层已铺地面
济宁运河公馆	住宅	73.03	33.00	17.94	2015.11-2021.10	一期别墅、洋房、高层交付使用。二期别墅洋房小院施工，公共部位镶贴完成，新风系统、太阳能施工，市政道路灰土完成；二期高层 35-39#湿作业完成，防火门，入户门，储藏室门安装施工，40#底板及防水施工完成，筏板绑扎完成 60%；三期土方完成 70%，基坑支护已完成，41#、43#桩基施工完成

午山鲁商 蓝岸丽舍	住宅	97.00	120.00	99.10	2013.05 -2020.12	B7、B6、A13-1 地块交付，A3、A4 主体施工，A9、A18 土石方施工，其余地块均已获得三证
潍坊鲁商 首府	住宅 + 商业	10.20	6.50	2.50	2018.6-2020.5	已取得不动产权证、建设用地规划许可证、工程规划许可证、工程施工许可证、10#.11#.13#预售许可证
合计	--	796.10	597.50	379.66	--	--

资料来源：公司提供

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、临沂知春湖和重庆云山雅筑项目，规划建筑面积219.91万平方米，计划投资总额71.00亿元；截至2018年6月底已完成投资26.58亿元。

表 18 截至 2018 年 6 月底鲁商生态别墅在建、在售项目情况（单位：亿元、万平方米）

名称	类别	规划建筑面积	总投资	完成投资	建设期间	进度（批文情况）
泰安鲁商国际社区	别墅	26.49	20.70	12.87	2014.06-2019.12	一期别墅高层交房；二期别墅交房；二期高层 3 栋交房，4 栋主体竣工，预售 97%；二期商业完成三分之一，预售 16%
临沂知春湖	住宅	190.00	48.00	11.41	2014.05-2024.12	乐活园一期别墅、洋房、沿街商业已全部竣工（五证齐全）；乐心园一期已全部完工；乐洋园 1-7 号楼也已完工
重庆云山雅筑	住宅	3.42	2.30	2.30	2015.07-2018.03	一二组团竣工交付，销售 80%
合计	--	219.91	71.00	26.58	--	--

资料来源：公司提供

整体看，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，公司开发规模增长明显，目前在建项目尚需投资金额较大，公司未来面临一定的资本支出压力。

（3）项目销售情况

从公司房产项目销售情况来看，公司在建、在售项目主要分布于二、三线城市。2015~2017 年，公司签约销售均价年均增长 7.31%，2017 年均价为 8,474.79 元/平方米，较去年同期增长 16.57%，主要系花园洋房、别墅等高档住宅销售占比有所提高且去年部分库存打折出售造成。

2015~2017 年，公司签约销售金额和面积逐年增加，分别平均每年增长 33.33%和 24.25%；2016 年受益于市场回暖，销售情况明显回升，签约销售面积和金额分别为 99.83 万平方米和 72.58 亿元；2017 年市场整体加快周转，销售规模和销售价格持续增长，签约销售面积和金额分别为 113.23 万平方米和 95.96 亿元；由于项目工期较长，每年确认销售收入和面积较签约销售金额和面积相对偏小，2017 年分别为 72.10 亿元和 82.91 万平方米，确认销售面积较去年同期下降 10.91%。2015~2017 年，公司销售回款率呈逐年上升态势，三年分别为 75.64%、85.52%和 92.92%，回款能力不断提高。

2018 年 1~6 月，公司签约销售面积 54.83 万平方米，签约金额 52.17 亿元，签约销售均价 9,514.86 元/平方米，签约销售均价较上年有所上升，主要系项目所在地的区域价格差异所致；销

售回款率为 95.83%，较 2017 年提高了 2.91 个百分点，回款效率有所提高。

表 19 公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~6 月
签约销售面积	73.35	99.83	113.23	54.83
签约销售金额	53.98	72.58	95.96	52.17
签约销售均价	7,359.24	7,270.36	8,474.79	9,514.86
确认销售面积	62.87	93.06	82.91	23.39
确认销售收入	56.09	73.60	72.10	20.98
销售回款率	75.64	85.52	92.92	95.83

资料来源：公司提供

未来，公司地产业重点面向具有一定品牌影响力的区域市场，开发刚性需求和商业、养老综合体项目，进一步优化产品结构。在项目拓展方式上，尝试参股、合作等方式减少自有资金压力。养老地产业务全面进入实施阶段，“医、养、护”结合打造的“鲁商·福瑞达”健康品牌，既可以在普通地产项目中植入养老养生概念或医疗康复功能，增加房地产溢价能力，同时可将集团闲置物业资源改造为日间护理中心或社区养老机构，提高资产使用效率。目前在建的临沂知春湖项目作为公司首个养老旅游地产项目，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。该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 万平方米、20 万平方米、30 万平方米、15 万平方米和 31 万平方米。知春湖康养项目规划占地面积 350 亩，总投资 16.55 亿元，目前已取得土地约 80 亩，康养项目完成投资 1.2 亿元。截至 2018 年 6 月底，临沂知春湖项目累计投资 11.41 亿元，签约销售 17,738 平方米，签约额 10,490 万元，回收房款 7,568 万元，去化速度较慢。

总体看，公司土地储备相对充足，可满足未来 2 年开发需求；可售面积充足，但项目主要分布于二、三线城市，部分项目去化压力较大；公司在建规模较大，后续面临一定的资金支出压力。但是随着公司优化产品结构，综合类地产开发较多，相比单纯的住宅地产开发企业所受房地产调控政策影响相对较小。但公司目前房地产业务毛利率水平较低，涉入开发周期较长的养老地产业务可能进一步拉低其毛利率，且养老地产项目前期投入较大，有一定的去化压力。

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，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 13 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。

表 20 2017 年公司所售主要医药商品情况（单位：万盒、元/盒）

药品名称	产能	产量	销量	单价	技术水平	主要针对市场及疗效	销售渠道
颈痛颗粒	135	122	117	52.00	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	250	242	40.00	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	105	100	22.00	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	115	110	17.00	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	95	89	17.00	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。

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，主要客户医院和药店直接对接终端消费者，因而公司医药商业利润空间较大；2015~2017年，施沛特销售收入逐年增加，收入年均复合增长28.63%，2018年上半年实现收入3.08亿元。公司医药工业方面，主要以中药为原材料，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主要产品，2017年整体毛利率水平为60.67%，2018年1~6月整体毛利率保持稳定为59.50%，利润空间较大；2015~2017年，医药工业收入增长较快，年均复合增长53.61%，2018年1~6月实现收入1.29亿元。公司生物制药业务板块经营情况良好，近年来收入不断增长。

表 21 公司生物制药业务收入主要构成（单位：万元）

类别	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~6 月
医药工业	16,493	18,728	23,586	12,897
颈痛片	7,905	8,824	10,859	5,660
颈痛颗粒	4,466	5,125	6,839	3,898
四季感冒胶囊	1,554	1,792	2,229	1,291
小儿解感颗粒	1,460	1,705	2,172	1,178
雪莲归芪口服液	1,108	1,282	1,487	870
医药商业	43,570	47,662	53,740	30,820
施沛特	43,570	47,662	53,740	30,820

资料来源：公司提供

（1）原材料采购

目前公司医药工业主要产品为中药类，因此中药材是公司原材料采购的主要品种，约占原材料采购量的50%以上。公司在原材料采购上严格控制质量，采取措施如下：一是坚持正规渠道进货，只从符合国家管理规定、具备生产资质的厂家采购。二是采购前对原材料进行认真检验，以确保质量。三是在生产前，公司内部对采购原料再次进行检查，确保原材料质量。公司目前与主要供应商保持了良好的关系。

表 22 2015 年~2018 年 6 月公司主要中药原材料采购情况（单位：元/千克、千克、万元）

原材料名称	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-6 月		
	采购价格	数量	总金额	采购价格	数量	总金额	采购价格	数量	总金额	采购价格	数量	总金额
三七	629	59,800	3,761	630	62,500	3,938	633	69,500	4,399	634	37,500	2,378
羌活	76	75,000	570	76	78,900	600	75.5	80,500	608	76	48,000	365
川芎	22.5	74,500	168	23	82,500	190	23.3	85,000	198	23	48,500	112
连翘	49	78,400	384	49	85,400	420	49.35	86,000	424	50	50,500	253
白芍	25	80,050	200	25	86,000	216	25.02	88,000	220	25.05	50,500	127
桔梗	37.25	58,000	216	38	64,250	241	37.65	70,500	265	37.59	40,000	150
甘草	25.20	4,000	10	25.10	4,080	10	25.12	64,700	163	25.15	35,500	89
柴胡	80.00	4,920	39	79.90	4,960	40	79.92	69,210	553	79.92	38,400	307

资料来源：公司提供

公司采购的主要中药原材料包括三七、羌活、川芎、连翘、白芍、桔梗、甘草、柴胡，2017 年上述原材料的最主要供应商分别为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，模式均为询价采购，采用压批的方式以季度为周期进行结算；公司与供应商保持长期稳定的合作关系，由于采购量相对较大，是其重点维护客户之一，公司在采购成本方面获得一定优惠，近年采购单价和数量方面保持稳定。

（2）药品产销

公司在医药生产经营中，强化责任意识、质量意识，严格按照 GMP、GSP 规范要求进行管理，加强生产、仓储、运输过程的控制，优化流程，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。

除自产医药产品销售外，公司也是“施沛特”的国内独家代理。山东博士伦福瑞达制药有限公司作为福瑞达医药的参股公司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，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%。

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，2017 年前五大客户销售占福瑞达医药营业收入的 90%，集中度很高。结算方式主要采取两种方式，其中 30% 客户为现款销售（先款后货），70% 的客户（一般为合作两年以上，销货额 500 万以上的客户）可享受账期一个月的赊销期。

（3）研发水平

公司历来重视新产品和新技术的开发工作，2015~2017 年，生物制药板块的研发费用分别为 1.13 亿元、1.24 亿元和 1.40 亿元，占当期生物制药板块收入比重维持在 19% 左右，研发投入很高。

公司拥有山东省药科学院和医药工业设计院 2 个省级科研院所，山东省生物药物重点实验室、山东省化学药物重点实验室、山东省高分子材料重点实验室 3 个省级实验室，以及国家糖工程技术研究中心、海洋药物工程技术研究中心 2 个国家级合作单位。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，还远销欧美、日本、韩国等国际市场。公司与山东大学、中国海洋大学等单位共同组建了“山东省重大

新药创制中心”，成功申报了国家重大新药创制综合平台，进一步提升了公司科研实力。

截至2018年6月底，公司开展的各类在研课题项目164项，已完成147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64新药证书、25个临床批件。公司下属的药科学院申请省级以上科研平台22项，获批20项；申报国家“十二五”科研规划中的重大新药创制课题3项；申报国家863科技攻关项目2项；申报山东省各类科技项目3项，发表SCI/EI论文46篇，学术专著13部。2015~2017年，福瑞达医药分别实现技术转让收益3,476万元、3,822万元和3,898万元，2017年同比稳中有增。

总体看，生物制药板块尽管在营业收入中占比不高，但其毛利率持续保持在较高水平；医药生产方面，以颈痛片和颈痛颗粒为代表的自主品牌近年销售收入相对稳定；医药商业方面，公司为施沛特主要销售渠道，采购成本较低，销售渠道成熟，利润空间较大。公司在技术研发方面继续保持优势，为公司未来发展提供了有力支撑。

5. 其他产业

公司其他产业包括了教育、传媒等多个领域。其中，教育板块主要为各类商业技术学校；传媒板块以《山东商报》为主。2015~2017年，公司教育产业实现收入分别为6.46亿元、7.12亿元和8.27亿元；实现净利润分别为0.87亿元、-1.45亿元和1.02亿元；2015年净利润下滑明显主要系教育产业规模扩大，以人员工资为主的管理费用大幅增长所致；2016年，受山东商业职业技术学院在建工程转固定资产计提折旧影响，利润为负。2017年传媒业实现营业收入12,022.82万元，实现净利润2,107.58万元。2018年1~6月教育业务实现营业收入46,610.89万元，实现营业利润13,261.40万元；2018年1~6月传媒业实现营业收入4,332.78元，实现净利润-1,121.25万元。

6. 重大事项

2018年12月5日，公司子公司鲁商置业发布公告称，拟受让公司持有的福瑞达医药100%股权，交易价款依据评估值确定为92,669.07万元。鲁商置业以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“济宁鲁商”）100%股权依据评估值作价80,589.70万元，差额部分12,079.37万元以现金方式支付。同时公司承诺，福瑞达医药2018年、2019年、2020年实现的净利润总数(净利润以扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为准)分别不低于2,537.00万元、5,555.74万元、8,493.43万元，如未达到利润承诺数，公司须按照约定向上市公司进行补偿。

从交易标的财务指标看，公司出售的福瑞达医药在评估基准日的总资产账面价值为 78,016.29 万元；总负债账面价值为 65,765.92 万元；股东全部权益账面价值为 12,250.37 万元，股东全部权益评估价值为 92,669.07 万元，评估增值 80,418.70 万元，增值率 656.46%。2018 年 1~10 月，福瑞达医药的营业收入为 68,327.68 万元，归母净利润为 2,162.79 万元。

鲁商置业出售的泰安银座净资产账面价值为 9,351.72 万元，净资产评估价值为 47,226.24 万元，增值额为 37,874.52 万元，增值率为 405.00%；东营银座净资产账面价值为 6,402.82 万元，净资产评估价值为 14,075.12 万元，增值额为 7,672.30 万元，增值率为 119.83%；济宁鲁商净资产账面价值为 8,134.84 万元，净资产评估价值为 20,705.13 万元，增值额为 12,570.29 万元，增值率为 154.52%。2018 年 1~10 月，泰安银座、东营银座和济宁鲁商三家公司同期间内营业收入分别为

1,529.75 万元、1,940.42 万元和 1,588.99 万元，净利润分别为 331.49 万元、281.71 万元和-138.54 万元。

本次交易中鲁商置业出售的 3 家公司所拥有的房地产主要为商业物业项目，基本已开发完成，目前仅有少量资产处于尾盘阶段，与上市公司的房地产开发业务关联较小，不存在同业竞争问题。此外，上述 3 家公司中有部分资产已经租赁给山东省商业集团有限公司下属企业使用，通过本次交易，将消除上述日常性关联交易。

整体看，通过本次交易，公司将优质资产福瑞达医药注入上市公司鲁商置业，未来鲁商置业的营业收入和净利润将有所上升；由于公司对鲁商置业绝对控股，此次交易对公司整体业绩影响不大，但对归属于母公司的营业收入、净利润、现金流或将有所影响。

7. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转率分别为 43.88 次、52.04 次和 65.36 次，2017 年应收账款周次数较上年有所增长，主要系公司于 2016 年开始加大应收款的清收力度导致应收账款减少以及 2017 年营业收入增长所致。2015~2017 年，公司存货周转率分别为 0.92 次、0.81 次和 0.81 次，2017 年与去年同期持平，主要系房地产开发投资规模放缓存货增长较小所致。2015~2017 年，公司总资产周转率分别为 0.53 次、0.44 次和 0.43 次，呈下降态势，系随着总资产逐年增长但总营业收入增幅较小所致。

总体看，2017 年公司经营效率较前一年较为稳定，公司整体经营效率有待提高。

8. 经营关注

(1) 零售业务收入规模波动下降，对公司整体经营产生一定影响

零售行业竞争日趋激烈，宏观经济下行、限制“三公消费”等政策和电商兴起对公司零售业务带来冲击，业务收入规模波动下降，零售业务作为公司的核心业务，行业整体景气度下降对公司整体经营产生一定影响。

(2) 零售业务通过让利拉动销售，毛利率下滑

2017 年，随着商业网点拓展，零售业营业收入有所回升。在零售网点拓展方面，公司为维持市场份额，凸显规模优势，保持年均开设 10 家左右百货及百货超市复合店，凸显规模的同时，人力和租金成本不断提高；成本方面，2017 年整体零售行业较为稳定，公司在加码吸引客流、提升销售过程中有所让利，导致零售业务营业成本上升、毛利率下滑，存在一定的经营风险。

(3) 房地产业务毛利率下降，部分项目去化压力较大，未来存在一定的资金支出压力

房地产行业受政策影响存在不确定性，近年随着公司更新产品类型，调整产品结构，房地产业务盈利能力下滑，且项目区域以二、三线城市为主，部分项目去库存压力较大。公司在建房地产项目规模较大，后续资金支出压力较大。

9. 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，进一步巩固和增强公司在省内的绝对优势地位。同时，公司兼顾省外发展，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，公司坚持根植济南和青岛，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。

整体看，公司整体战略符合行业发展趋势，密切结合自身特点，切实可行。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2017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2018年1~6月财务数据未经审计。从合并范围来看，2015年公司新纳入合并范围子公司5家；2016年公司新纳入合并范围子公司2家，2017年公司新纳入合并范围子公司1家，截至2018年6月底，公司纳入合并范围子公司共有28家。总体看，近年公司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 2017 年底，公司资产总额 847.52 亿元，负债总额 711.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 135.72 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 86.35 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 365.58 亿元，净利润（含少数股东损益）3.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 38.92 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.40 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额 865.45 亿元，负债总额 728.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 136.82 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 86.62 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 192.33 亿元，净利润（含少数股东损益）2.42 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额 19.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 15.75 亿元。

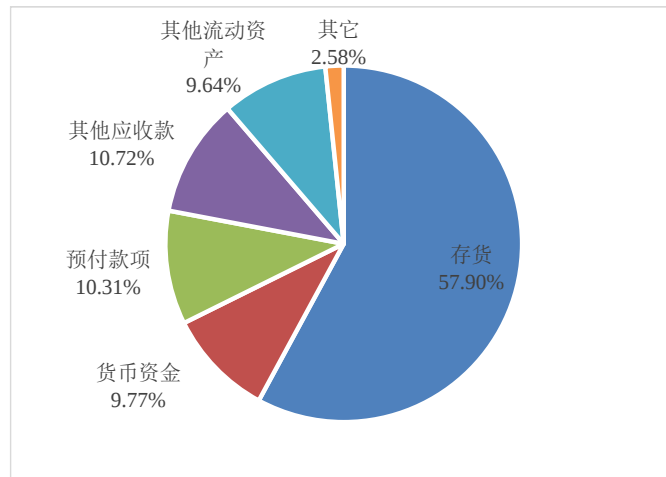
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额呈逐年增长态势，年均复合增长 9.43%。截至 2017 年底，公司资产总额 847.52 亿元，较年初增长 1.36%，主要系流动资产增长放缓且非流动资产出现负增长所致。资产构成中流动资产占 74.45%，非流动资产占 25.55%，以流动资产构成为主，符合公司所处零售和房地产行业特点。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长13.55%。截至2017年底，公司流动资产合计630.98亿元，较年初增长4.30%，主要系预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产增长所致；公司流动资产以货币资金（占比9.77%）、预付款项（占比10.31%）、其他应收款（占比10.72%）、存货（占57.90%）和其他流动资产（占比9.64%）为主，具体情况如下图所示。

图 8 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金小幅波动增长，年均复合增长 5.67%。截至 2017 年底，公司货币资金 61.63 亿元，较年初减少 6.98%，主要系公司偿还债务所致；其中，银行存款占比 85.27%。截至 2017 年底，公司使用权受限制的货币资金 14.17 亿元（占比 22.99%），主要是各类保证金存款和代建项目专用资金等，受限比率一般。其中，截至 2017 年底，母公司货币资金 9.72 亿元占合并范围比重较小，同比增长 161.54%。

2015~2017 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 35.07%。截至 2017 年底，公司预付款项 65.08 亿元，较年初增长 32.17%，主要系房地产项目支付土地保证金增加所致；其中，1 年以内的占 57.41%、1~2 年的占 25.15%、2~3 年的占 7.49%、3 年以上占 9.95%，超过 1 年的款项主要为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 33.41 亿元，占 50.83%，集中度较高。

2015~2017 年，公司其他应收款规模逐年增长，年均复合增长 51.66%。截至 2017 年底，公司其他应收款 67.64 亿元，较年初增长 14.83%，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和公司未纳入合并范围的受政府委托代管企业的往来款（尽管被政府委托代管，但从管理上来说，和子公司并无区别，公司对其一些重点建设项目进行了资金支持），坏账计提比例为 5.53%。公司往来款规模较大，对公司资金形成一定占用。公司与主要代管企业往来款情况如下。

表 23 2017 年底公司非合并范围代管企业的往来款前五名（单位：万元）

债务人名称	账面余额
临沂尚城置业有限公司	21,177.60
青岛市崂山区财政局	15,609.00
胶州建设集团有限公司	2,754.01
泰安金德物业发展有限公司	2,354.83
青岛嘉合置业有限公司	2,000.00
合计	43,895.44

资料来源：公司提供

2015~2017 年，受房地产项目开发投入增长影响，公司存货年逐年增长，年均复合增长 8.26%。截至 2017 年底，公司存货 365.36 亿元，较年初增长 1.61%；存货构成主要为库存商品（占 6.34%）、开发成本（占 60.71%）和开发产品（占 32.00%）。其中，开发成本主要系房屋竣工前发生的建造

成本的归集科目，竣工后，将全部成本支出由开发成本科目再转入开发产品科目。近两年存货账面金额逐年增长，主要系公司房地产板块加大项目投入和项目拓展，土地储备增加，经营规模扩大所致。存货 2017 年末较 2016 年初增加，主要原因系银座集团股份有限公司、鲁商置业股份有限公司房地产项目开发产品增加所致。

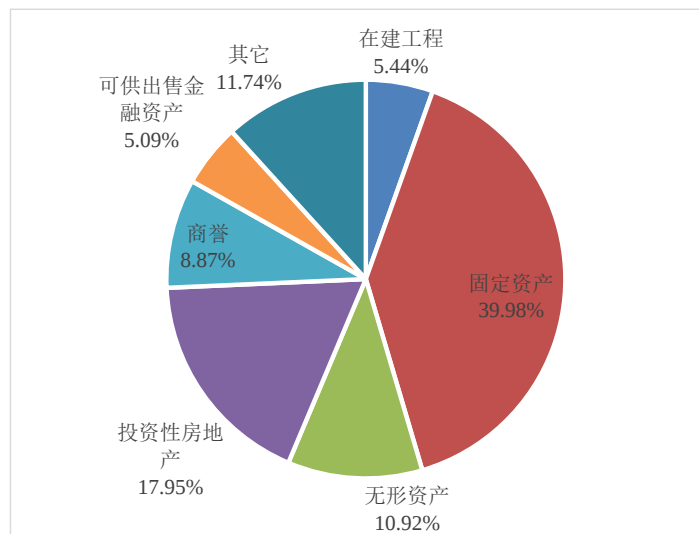
截至 2017 年底，公司共计提了 0.05 亿元的跌价准备，主要针对库存商品计提。考虑到公司房地产项目主要位于二、三线城市，部分项目去化压力较大，公司存货存在一定的减值风险。

2015~2017 年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 18.11%。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 60.83 亿元，较年初增长 9.92%，主要系山东易通发展集团有限公司预售购物卡、购物券款项以及一卡通预存卡的沉淀资金增长所致；公司其他流动资产主要由委托贷款（占 9.86%）、预缴税费（占 20.02%）以及沉淀资金（占 69.57%）构成。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产波动减少，分别为 218.33 亿元、231.20 亿元和 216.55 亿元，年均复合减少 0.41%。截至 2017 年底，非流动资产 216.55 亿元，较年初减少 6.34%，主要系固定资产减少所致；公司非流动资产以投资性房地产（占 17.95%）、固定资产（占 39.98%）、无形资产（占 10.92%）、商誉（占比 8.87%）、在建工程（5.44%）和可供出售金融资产（5.09%）为主，具体情况如下图所示。

图 9 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司投资性房地产按成本模式计量，2015~2017 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 8.12%。截至 2016 年底，公司投资性房地产 32.34 亿元，较年初小幅减少 2.74%，主要系正常累计摊销所致；截至 2017 年底，公司投资性房地产 38.87 亿元，较年初增加 20.20%，主要受将自用的房产（威海宏图和济南和谐广场）转出租影响所致；公司投资性房地产为房屋、建筑物（占 80.24%）和土地使用权（占 19.76%）；其中，房屋、建筑物主要为济南银座商城三期项目和济南和谐广场项目。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，三年分别为 84.97 亿元、110.51 亿元和 86.58 亿元，年均复合增长 0.94%。2016 年底，公司固定资产较年初增长 30.05%，主要系受零售业务新开门店购置固定资产所致；截至 2017 年底公司固定资产较年初减少 21.65%，主要系北京天创伟业投资

管理有限公司股权转让至托管单位后不再合并，相应固定资产减少所致；公司固定资产主要为房屋建筑物（占 85.52%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 7.39 亿元；其中，房屋建筑物中商业、办公和教育分别占比为 64.68%、12.57%和 22.75%；公司累计计提折旧 47.02 亿元。公司固定资产成新率 64.80%，成新率较低。

2015~2017 年，公司无形资产逐年减少，年均复合减少 5.39%。截至 2017 年底，公司无形资产 23.66 亿元，较年初减少 9.93%；公司无形资产主要为土地使用权（占比 86.48%）。

2015~2017 年，公司在建工程波动减少，分别为 27.68 亿元、7.28 亿元和 11.79 亿元，年均复合减少 34.74%。截至 2016 年底，公司在建工程较年初减少 73.70%，主要系位于北京六里桥的银座和谐广场项目完工转入固定资产所致。截至 2017 年底，公司在建工程较年初增长 61.92%，主要系新增齐鲁医药学院新校区建设项目所致。

公司商誉系 2008 年对鲁商置业并购重组产生，2015~2017 年，公司商誉基本持平，分别为 19.89 亿元、19.89 亿元和 19.21 亿元；近年来公司各子公司的商誉规模整体稳定，截至 2017 年底商誉占资产合计 8.87%，规模较大存在一定减值风险。

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额 865.45 亿元，流动资产占比 74.57%，非流动资产占比 25.43%，整体规模及构成均较年初变化不大。预付款项较年初增长 14.71%至 74.65 亿元，主要系支付项目土地保证金增长所致；截至 2018 年 6 月底，公司受限资产共计 125.53 亿元，其中货币资金、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产比例分别为 13.01%、44.83%、9.67%、24.26%和 8.24%，受限资产占资产总额 14.51%，整体流动性尚可。

总体看，近年来公司资产保持较大规模，构成以流动资产为主；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，存在一定减值风险；商誉规模较大，存在一定减值风险；其他应收款规模较大，代管企业欠款对资金形成占用；公司投资性房地产主要以成本法计量，有一定的增值空间；受公司商业网点拓展影响，公司固定资产小幅波动增长。公司资产受限规模一般，整体资产质量一般。

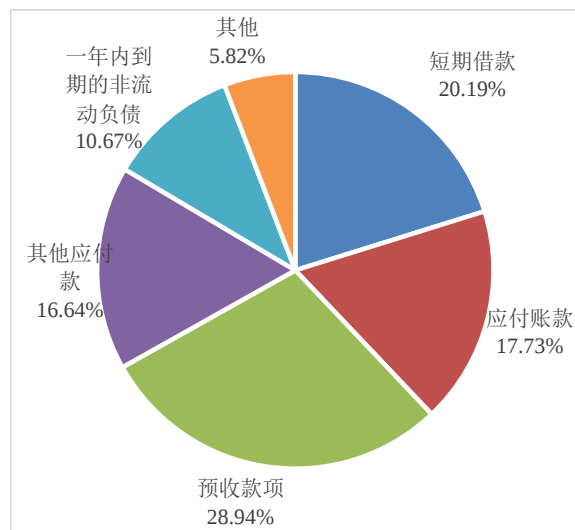
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，随着公司业务规模扩大，公司负债呈逐年增长态势，年均复合增长 12.24%。截至 2017 年底，公司负债合计 711.81 亿元，较年初增长 3.25%，主要系流动负债增长所致。公司负债构成中，流动负债占比 63.62%，非流动负债占比 36.38%，公司负债结构以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 14.27%。截至 2017 年底，公司流动负债 452.83 亿元，较年初增长 18.56%，主要系预收账款和一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债以短期借款（占 20.19%）、应付账款（占 17.73%）、预收款项（占 28.94%）、其他应付款（占 16.64%）和一年内到期的非流动负债（占 10.67%）为主，具体情况如下图所示。

图 10 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动较大，三年分别为 86.20 亿元、104.41 亿元和 91.44 亿元；截至 2017 年底，公司短期借款较年初减少 12.42%，其中保证借款占 69.65%，信用借款占 10.01%，质押借款占 13.08%，抵押借款占 7.26%。

2015~2017 年，受公司日常业务开展变化影响，公司应付账款小幅波动增长，年均复合增长 3.42%。截至 2017 年底，公司应付账款 80.29 亿元，较年初增长 9.58%，其构成主要为商品采购款和工程款。

公司预收款项主要为预收房款，受市场影响公司房地产项目销售情况有所波动，2015~2017 年，预收款项分别为 81.42 亿元、100.89 亿元和 131.06 亿元，呈逐年增长态势。截至 2017 年底，公司预收款项较年初增长 29.90%，主要系 2017 年公司房地产销售情况较好，预售房款增加所致。

2015~2017 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 46.29%。截至 2017 年底，公司其他应付款 75.36 亿元，较年初增长 12.83%，主要系房地产业务代收拆迁款、购房意向金及应付工程款增加以及一卡通和银座购物卡销售增长所致。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，三年分别为 44.94 亿元、16.57 亿元和 48.33 亿元，年均复合增长 3.70%；波动幅度较大，2016 年底较年初下降 63.14%，主要系房地产项目贷款当年到期所致；2017 年底较年初增长 191.76%，主要系长期贷款转为一年内到期。

2015~2017 年，公司非流动负债呈波动增长态势，三年分别为 218.23 亿元、307.43 亿元和 258.98 亿元，年均复合增长 8.94%；截至 2017 年底公司非流动负债较年初减少 15.76%，主要系公司长期借款和应付债券减少所致；公司非流动负债以长期借款（占 31.10%）、应付债券（占 51.39%）和其他非流动负债（占 15.59%）为主。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，三年分别为 55.67 亿元、101.02 亿元和 80.54 亿元，年均复合增长 20.27%。截至 2017 年底，长期借款较年初减少 20.27%，主要系一年内到期的长期借款划转到一年内到期非流动负债所致；长期借款中，抵押借款占 38.95%，保证借款占 29.98%，信用借款占 31.04%。

2015~2017 年，公司应付债券呈波动减少态势，年均复合减少 8.22%，三年分别为 158.00 亿元、202.62 亿元和 133.10 亿元。截至 2017 年底，公司应付债券较年初减少 34.31%；其中，短期债券 113.16 亿元、中长期债券 19.94 亿元。从债券期限分布来看，截至 2018 年 6 月底，公司尚有

应付债券以及一年内到期的非流动负债合计 161 亿元。未来 2019~2021 年三年债券到期分布相对均匀，分别为 22 亿元、39 亿元和 10 亿元；但 2018 年下半年债券集中兑付压力较大，共计 103 亿元。

表 24 截至 2018 年 11 月底公司存续债券明细（单位：亿元、年）

债券名称	债券余额	期限	到期日期
18 鲁商 SCP011	5	79 天	2018/12/14
18 鲁商 SCP007	6	166 天	2018/12/18
18 鲁商 SCP010	5	180 天	2019/3/20
18 鲁商 SCP008	3	249 天	2019/4/16
18 鲁商 SCP004	6	254 天	2018/12/7
18 鲁商 SCP005	10	270 天	2019/1/18
18 鲁商 SCP006	5	270 天	2019/3/22
17 鲁商 CP003	6	1	2018/12/19
18 鲁商 CP001	14	1	2019/11/6
18 鲁商 01	1	2	2020/7/27
17 鲁商 PPN001	10	3	2020/4/12
17 鲁商 MTN001	10	3	2020/10/20
18 鲁商 MTN001	9	3	2021/11/16
18 鲁商 02	14	3	2021/11/16
14 鲁商 MTN002	7	5	2019/12/25
15 鲁商 MTN001	10	5	2020/6/25
15 鲁商 MTN002	9	5	2020/8/12
16 鲁商 02	10	5	2021/4/22
16 鲁商 01	10	7	2023/4/8

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

2015~2017 年，公司融资规模波动增长，三年债务规模分别为 362.27 亿元、436.31 亿元和 406.24 亿元，年均复合增长 5.90%。截至 2017 年底，公司全部债务较年初减少 6.89%，主要系长期债务中应付债券减少所致；其中短期债务和长期债务占比分别为 37.56%和 62.44%，以长期债务为主。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 79.84%、82.44%和 83.99%，呈逐年上升态势；2016 年资产负债率上升主要系公司加大了融资力度，对外融资规模扩大，非流动负债中长期借款和应付债券大幅增长所致；2017 年资产负债率上升主要系流动负债中预收款项、其他应付款以及一年内到期的非流动负债大幅增长所致；长期债务资本化比率分别为 60.30%、67.48%和 65.14%；公司全部债务资本化比率分别为 71.75%、74.82%和 74.96%，呈逐年增长态势，公司债务负担不断加重。截至 2017 年底，母公司资产负债率为 89.64%，全部债务为 183.11 亿元占比较高，其中，短期债务为 44.95 亿元，长期债务为 138.16 亿元，母公司债务负担较大。

2014 年和 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，截至 2017 年末，永续中票净额为 25.70 亿元，将上述四期永续中期票据调整计入长期债务后，2015~2017 年，公司全部债务分别为 397.94 亿元、471.98 亿元和 431.93 亿元；公司资产负债率分别为 84.88%、86.71%和 87.02%；全部债务资本化比率分别为 78.81%、80.94%和 79.70%；长期债务资本化比率分别为 70.23%、75.38%和 71.74%，公司债务负担重。

截至 2018 年 6 月底，公司负债总额 728.63 亿元，较年初小幅增长 2.36%；其中，流动负债和非流动负债占负债总额比重与年初基本保持相同，分别为 64.45%和 35.55%；公司全部债务

414.24 亿元，较年初变化不大，资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 84.19%、75.17%和 65.11%。

总体看，公司债务规模稍有上升，主要构成以长期债务为主，短期偿债压力大，债务负担较重。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益小幅波动下降，三年分别为 142.66 亿元、146.80 亿元和 135.72 亿元（含少数股东权益 49.37 亿元），年均复合减少 2.46%；截至 2017 年底，公司所有者权益较年初有所下降，主要系公司 2017 年选择赎回 9.97 亿元计入其他权益工具的永续债所致；归属于母公司所有者权益 86.35 亿元，其中实收资本占 26.08%、资本公积占 7.25%、其他综合性收益占 7.25%、未分配利润占 21.50%、盈余公积占 8.14%、其他权益工具占 29.76%。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益合计 136.82 亿元（含少数股东权益 50.20 亿元），所有者权益规模及构成较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益中其他权益工具和少数股东权益占比较高，稳定性一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入呈小幅波动增长态势，三年分别为 352.25 亿元、343.42 亿元和 365.58 亿元，年均复合增长 1.87%；2017 年，公司营业收入较上年增长 6.45%，主要系零售板块有所增长，生物制药板块也有所增长；营业成本与营业总收入变动趋势保持一致，年均复合增长 2.18%；2015~2017 年公司营业利润呈小幅波动下降态势，分别为 9.00 亿元、7.36 亿元和 8.05 亿元；2017 年公司营业利润较上年增长 9.43%，主要系 2017 年营业收入增长所致；2015~2017 年公司净利润呈逐年下降态势，年复合下降 8.01%，三年分别为 4.37 亿元、4.31 亿元和 3.70 亿元。

2015~2017 年，公司期间费用逐年增长，三年分别为 54.76 亿元、56.85 亿元和 58.54 亿元，年均复合增长 3.40%。2017 年，公司期间费用同比增长 2.98%，主要系财务费用增长所致；其中销售费用占比 66.10%，管理费用占比 21.13%，财务费用占比 12.78%，以销售和管理费用为主。2015~2017 年，公司销售费用逐年减少，年均复合减少 1.37%；2017 年，公司销售费用 38.69 亿元，同比小幅减少 0.27%，主要系公司对各产业销售环节进行有效节支所致。2015~2017 年，公司管理费用呈波动增长态势，年均复合增长 4.10%；2017 年，公司管理费用 12.37 亿元，同 2016 年相比变化不大。2015~2017 年，公司财务费用逐年增长，年均复合增长 44.75%；2017 年，公司财务费用 7.48 亿元，同比增长 32.39%，主要系融资成本上升，利息支出增长所致。2015~2017 年，费用收入比为 15.55%、16.55%和 16.01%，公司费用控制能力有待提升。

2015~2017 年，公司投资收益逐年增长，分别为 2.95 亿元、3.03 亿元和 3.59 亿元，年均复合增长 10.27%，主要系投资联营、合营企业和金融资产所获得的收益增长所致；占营业利润比重分别为 32.80%、41.25%和 44.57%，对公司利润有较大影响。2015~2017 年，公司营业外收入分别为 0.61 亿元、0.82 亿元和 0.96 亿元，主要由财政扶持资金等政府补助构成，占利润总额比重分别为 6.94%、10.58%和 13.53%，对公司利润有较大影响。总体看，公司利润水平对非经营性损益依赖较大。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司主营业务利润率分别为 17.29%、18.01%和 17.56%，受零售业务毛利率波动增长影响，呈波动增长态势。2015~2017 年，公司总资产收益率分别为 3.20%、3.29%和 2.19%，呈波动下降态势；总资产报酬率分别为 2.87%、2.76%和 1.87%，净资产收益率分别为 3.33%、2.98%和 2.62%，均呈逐年下降态势，受零售业景气度下降为吸引顾客而让利以及房地

产行业宏观政策及库存压力挤压利润空间的影响，公司整体盈利水平有所下滑。

2018年1~6月，公司实现营业总收入192.33亿元，同比增长2.71%，主要系零售业销售增长所致；实现净利润2.42亿元，同比增长18.06%；营业利润率为17.80%。

总体看，近年来零售业务持续开店收入有所增长，医药业务进一步扩张，公司收入规模呈小幅波动增长态势；随着融资成本上升，财务费用增长明显，费用控制能力有待提升；利润水平对投资收益以及政府补贴依赖较大，零售业务为了扩大销售吸引顾客有所让利，房地产行业受宏观政策、产品结构调整及库存压力影响利润空间持续受到挤压，公司整体盈利水平有所下滑。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，三年呈小幅波动下降态势，年均复合下降0.56%，2017年为453.75亿元，同比增长13.48%；2015~2017年，经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，年均复合下降4.91%，2017年为414.82亿元，同比增加3.78%。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.11亿元、0.13亿元和38.92亿元。2017年经营活动产生的现金流量净额大幅增加，主要系零售业务和房地产项目签约销售规模扩大以及无新增土地储备而资本支出减少所致。从收入实现质量看，2015~2017年公司现金收入比分别为122.54%、103.77%和109.07%，2017年收入实现质量较上年有小幅提升，处于尚可水平。

投资活动现金流方面，近年随着零售门店的拓展，公司每年用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大，同时由于投资活动现金流入量规模相对较小，因此，近三年公司投资活动产生的现金流量净额均表现为净流出，分别为-26.14亿元、-37.30亿元和-6.80亿元。2017年投资活动净流出规模缩小，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅减少所致。

筹资活动现金流方面，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支付的现金，近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为19.21亿元、43.60亿元和-41.53亿元。

2018年1~6月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为19.76亿元、-3.83亿元和-0.18亿元；公司现金收入比为127.75%。

总体看，公司经营活动现金流入量规模较大；随着公司零售网点的拓展，投资活动现金流量持续为净流出状态；随着公司债务逐步到期，公司偿还债务支付的现金增幅较大，筹资性现金流为净流出；考虑到在建项目后续投资规模较大，且公司2018年债券集中兑付压力，公司仍有较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017年，公司流动比率分别为1.41倍、1.58倍和1.39倍，呈波动下降态势，2016年主要系货币资金增长、应收往来款增长以及房地产项目开发投入扩大带动流动资产增长所致，2017年主要系应付债券转记为一年内到期的流动负债以及其他应付款的增加带动流动负债大幅增长所致；速动比率分别为0.51倍、0.64倍和0.59倍，与流动比率趋势一致；现金短期债务比分别为0.42倍、0.54倍和0.42倍，呈波动态势；现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱。截至2018年6月底，流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为1.37倍、0.61倍和0.52倍，流动比例和速动比率较年初变化幅度较小，现金短期债务比较年初小幅上升。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017年，公司EBITDA呈波动增长态势，三年分别为29.07亿元、37.51亿元和30.52亿元，年均复合增长2.46%。2017年，公司EBITDA较上年下降18.64%，主要系折旧、计入财务费用利息支出大幅下降所致；其中利润总额占比23.36%，计入财务费用的利息支出占比28.18%，折旧占比34.67%，摊销占比13.79%。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数波动增长，分别为1.42倍、1.52倍和1.61倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；EBITDA全部债务比分别为0.08倍、0.09倍和0.08倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至2018年6月底，公司在各商业银行获得总授信额度为401.87亿元，其中尚未使用额度180.71亿元，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，直接融资渠道畅通。

截至2018年6月底，公司对外担保1.51亿元，占公司净资产的1.1%，关联担保金额较小，被担保子公司目前经营状况良好，公司或有负债风险较小。截至2018年6月底，公司不存在重大未决诉讼。

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2018年10月25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笔不良关注类贷款，系公司2005年承接子公司不良贷款约3,400万元（子公司停止业务经营），2005年至2008年公司将这些不良贷款进行展期办理，并于2009年全部清偿。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱，考虑到公司在商业零售品牌上的市场知名度、区域市场占有率以及外部支持等方面的优势，公司整体偿债能力很强。

八、本次（期）公司债券偿债能力分析

1. 本次（期）公司债券的发行对目前债务的影响

截至2018年6月底，公司全部债务总额为414.24亿元，本次拟发行债券规模为44亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度对公司债务水平影响不大；本期债券发行规模不超过10亿元，相对于目前公司债务规模，影响较小。

以2018年6月底财务数据为基础，假设募集资金净额为44亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为68.63%、77.01%和84.96%，分别上升3.52、1.84和0.76个百分点，债务负担有所加重。假设募集资金净额为10亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为65.98%、75.61%和84.37%，债务负担微幅提高。

考虑到本次债券募集资金用途为偿还公司有息债务，实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本次（期）债券偿债能力分析

以2017年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为453.75亿元，对本次债券发行额度（44亿元）的保护倍数为10.31倍，对本期债券发行额度（10亿元）的保护倍数为45.38倍；公司2017年EBITDA为30.52亿元，对本次债券发行额度（44亿元）的保护倍数为0.69倍；对本期债券发行额度（10亿元）的保护倍数为3.05倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本次及本期债券的保护程度较高。

综合以上分析，并考虑公司长期信用及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

九、综合评价

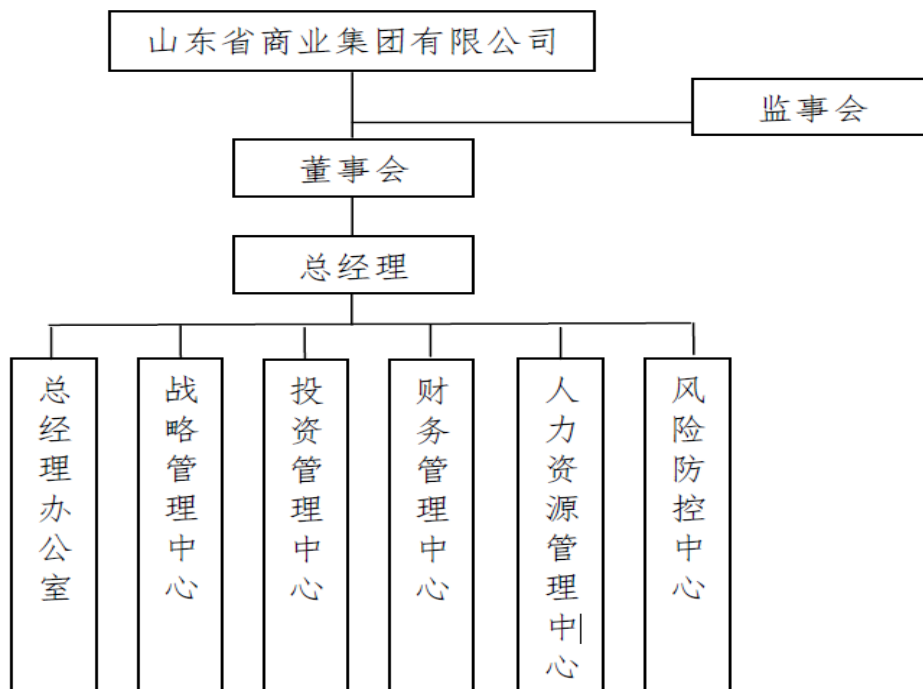
公司作为山东省国资委下属的国有企业，目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育和传媒等在内的多元化业务格局，其在山东地区的商业零售品牌知名度、区域市场占有率、生物医药市场占有率、外部支持等方面具有明显优势。同时，联合评级也关注到零售业务收入波动较大毛利率有所下降，房地产业务盈利能力有所下降，公司债务负担重以及未来投资规模大等因素对公司信用水平造成的不利影响。

未来随着山东省经济的快速发展，居民消费能力增强，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，未来可结转收入规模较大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用等级以及本次公司债券偿还能力的评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额 (亿元)	707.72	836.18	847.52	865.45
所有者权益 (亿元)	142.66	146.80	135.72	136.82
短期债务 (亿元)	145.59	284.29	265.76	272.02
长期债务 (亿元)	216.67	304.63	253.64	255.38
全部债务 (亿元)	362.27	436.31	406.24	414.24
营业收入 (亿元)	352.25	343.42	365.58	192.33
净利润 (亿元)	4.37	4.31	3.70	2.42
EBITDA (亿元)	29.07	37.51	30.52	--
经营性净现金流 (亿元)	0.11	0.13	38.92	19.76
应收账款周转次数 (次)	43.88	52.04	65.36	--
存货周转次数 (次)	0.92	0.81	0.81	--
总资产周转次数 (次)	0.53	0.44	0.43	--
现金收入比率 (%)	122.54	103.77	109.07	127.75
总资本收益率 (%)	3.20	3.29	2.19	--
总资产报酬率 (%)	2.87	2.76	1.87	--
净资产收益率 (%)	3.33	2.98	2.62	--
营业利润率 (%)	17.29	18.01	17.56	17.80
费用收入比 (%)	15.55	16.55	16.01	15.66
资产负债率 (%)	79.84	82.44	83.99	84.19
全部债务资本化比率 (%)	71.75	74.82	74.96	75.17
长期债务资本化比率 (%)	60.30	67.48	65.14	65.11
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.42	1.52	1.61	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.09	0.08	--
流动比率 (倍)	1.41	1.58	1.39	1.37
速动比率 (倍)	0.51	0.64	0.59	0.61
现金短期债务比 (倍)	0.42	0.54	0.42	0.52
经营现金流动负债比率 (%)	0.03	0.03	8.60	4.21
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.66	0.85	0.69	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.91	3.75	3.05	--

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、截至 2015 年底，3.00 亿元长期应付款记入到长期债务；4、截至 2016 年底，1.00 亿元长期应付款记入到长期债务；5、2017 年审计报告以及 2018 年半年报非流动负债中长期应付债券 4.00 亿元记入到长期债务；6、2018 年半年报未经审计，相关指标未年化。

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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期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。

联合信用评级有限公司关于 山东省商业集团有限公司 2018 年公开发行永续期 公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年山东省商业集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山东省商业集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东省商业集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山东省商业集团有限公司的相关状况，以及包括递延支付利息权在内的永续期债券下设特殊条款，如发现山东省商业集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山东省商业集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至山东省商业集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山东省商业集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二零一八年十二月十一日

