

跟踪评级公告

联合[2016] 148 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东省商业集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“15鲁商CP001”信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年一月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山东省商业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
15 鲁商 CP001	15 亿元	2015/7/27- 2016/7/27	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2016 年 1 月 25 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	46.79	103.92	91.04	100.56
资产总额(亿元)	399.64	530.56	632.26	686.89
所有者权益合计(亿元)	96.25	97.19	120.24	141.63
长期债务(亿元)	91.62	122.53	104.25	118.04
全部债务(亿元)	178.79	273.19	301.32	367.01
营业总收入(亿元)	329.47	365.71	351.40	287.87
利润总额(亿元)	13.52	11.21	10.13	5.49
EBITDA(亿元)	26.07	28.95	29.63	--
经营性净现金流(亿元)	2.60	3.67	0.30	4.81
营业利润率(%)	19.23	18.03	18.02	16.96
净资产收益率(%)	9.90	6.48	4.85	--
资产负债率(%)	75.92	81.68	80.98	79.38
全部债务资本化比率(%)	65.01	73.76	71.48	72.16
流动比率(%)	147.59	143.93	128.23	148.21
全部债务/EBITDA(倍)	6.86	9.43	10.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.19	0.90	0.81	--
经营现金流/负债(%)	1.32	1.36	0.09	--

注: 1. 2015 年三季度财务数据未经审计; 2. 指标计算时已将一年内到期的应付债券计入短期债务, 将计入长期应付款的有息债务计入长期债务, 未将计入所有者权益的本金为 36 亿元的永续中票计入长期债务; 3. 2012 年 EBITDA 计算时已包含现金流量表补充资料中计入“经营性应付项目的增加”科目的固定资产折旧金额; 4. 现金类资产已剔除使用受限的资金。

分析师

景 雪 刘嘉敏

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

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”)资产总额较快增长, 各主业板块收入和利润保持较大规模。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司零售业务受消费政策和电商冲击影响有所下滑、2015 年前三季度房地产开发及销售进度放缓、以房地产开发成本为主的存货规模大、债务快速增长且债务负担重以及未来投资规模较大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

随着业务规模的快速扩张和投资规模的扩大, 公司未来债务规模仍有上升的压力, 但考虑到山东省经济的快速发展和居民消费能力增强以及公司在区域零售行业中突出的市场地位, 且子公司银座股份正在推进发行股份购买资产并募集配套资金, 有利于公司业务规模和整体实力的持续提升, 进一步支撑公司基本信用面。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“15 鲁商 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司是山东省零售行业的龙头企业, 零售网点不断增加、业务规模持续扩大, “银座”品牌知名度高, 区域竞争优势得到保持。
2. 跟踪期内, 公司资产规模保持较快增长。
3. 子公司银座股份正在推进发行股份购买资产并募集配套资金, 完成后公司资金及业务整体实力有望获得提升。
4. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对“15 鲁商 CP001”的保障能力很强。

关注

1. 零售行业竞争日趋激烈，限制“三公消费”等政策和电商兴起对实体零售带来冲击，跟踪期内公司零售业务收入出现下滑。
2. 2015 年前三季度，公司房地产开发进度放缓，且房地产存货增长较快，去库存压力加大。
3. 跟踪期内，公司发行四期永续中票，有息债务快速增加，目前债务负担重，未来随着投资规模的进一步扩大，对外融资压力将持续存在。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东省商业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东省商业集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山东省商业集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东省商业集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于山东省商业集团有限公司主体长期信用及“15鲁商CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山东省商业集团有限公司(以下简称“公司”)前身为山东省商业厅,经山东省人民政府(92)鲁政函179号文批准,山东省商业厅于1992年整体改制为山东省商业集团总公司,2009年更为现名。2006~2008年间,山东省山东省人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“山东省国资委”)、山东省财政厅多次批复对公司进行国有资本金转入和股权增资。2011年12月和2012年12月,根据《关于修改<山东省商业集团有限公司章程>的批复》(鲁国资规划函【2011】170号和鲁国资规划函【2011】180号)文件,山东省国资委以国有资本经营预算支出为公司增资合计4.20亿元。截至2015年9月底,公司注册资本为人民币12.20亿元。公司为山东省国资委全资控股的大型国有独资企业,山东省国资委为公司股东和实际控制人。

目前公司已形成以现代零售业为主业,以生化制药和房地产为重点行业的业务体系,产业布局涉及教育、传媒等众多行业。公司经营范围为: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2015年9月底,公司下设总经理办公室、战略管理中心、投资管理中心、财务管理中心、人力资源管理中心、风险防控中心共6个职能部门;纳入合并报表范围内全资二级子公司10家,控股二级子公司7家,事业单位9家。

截至2014年底,公司合并资产总额632.26亿元,所有者权益合计120.24亿元(含少数股东权益47.30亿元);2014年公司实现营业总收

入351.40亿元,利润总额10.13亿元。

截至2015年9月底,公司合并资产总额686.89亿元,所有者权益合计141.63亿元(含少数股东权益48.27亿元);2015年1~9月,公司实现营业总收入287.87亿元,利润总额5.49亿元。

公司注册地址:山东省济南市山师东路4号;法定代表人:王仁泉。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005亿元,比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%)。全年进出口总额264335亿元人民币,比上年增长2.3%。

2014年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元,比上年

增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 商业零售业

零售业在国民经济体系中占有相当重要的地位。2015 年 1~9 月，社会消费品零售总额 216080 亿元，同比名义增长 10.5%（扣除价格因素实际增长 10.5%），增速比上年加快 0.1 个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额 101089 亿元，增长 7.5%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 185843 亿元，同比增长 10.3%，乡村消费品零售额 30237 亿元，增长 11.7%。按消费形态分，餐饮收入 23071 亿元，同比增长 11.7%，商品零售 193009 亿元，增长 10.4%，其中限额以上单位商品零售 94926 亿元，增长 7.5%。2015 年 1~9 月，全国网上零售额 25914 亿元，同比增长 36.2%。其中，实物商品网上零售额 21510 亿元，增长 34.7%，占社会消费品零售总额的比重为 10.0%；非实物商品网上零售额 4404 亿元，增长 43.6%。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2015 年 1~9 月，全国重点大型零售企业零售额同比增长 2.1%，增速与上年同期基本持平，较今年上半年下降 0.8 个百分点。其中，粮油、食品零售额同比增长 7.5%，增速较上年同期上升 1.3 个百分点，较今年上半年放缓 0.5 个百分点；服装类商品零售额同比增长 3.2%，增速较去年同期高 0.5 个百分点，较今年上半年放缓 2.3 个百分点；家电零售额同比下降 3.2%，低于较上年同期 4.0 个百分点，较上半年继续下滑 1.2 个百分点；金银珠宝类商品零售额同比下降 2.2%，降幅比上年同期收窄 8.3 个百分点；化妆品零售额同比增长 2.0%，增速较上年同期放缓 1.5 个百分点；日用品零售额同比下降 0.5%，增速较上年同期下降 9.3 个百分点。

从 2015 年 1~9 月份走势来看，全国 50 家重点大型零售企业零售额增速呈现出放缓态势，第三季度各月增速水平整体来看不及前六个月，其中，9 月份及 1~9 月份零售额增速均创下年初以来的最低月度增长水平，四季度商品

销售仍将面临较大压力。

移动端在2014年受到广泛的重视和应用，移动销售占网上销售的比例迅速上升。在提供数据的百强企业中，移动端销售占比达到30%以上的为17%，介于10-30%的占50%，低于10%的占33%。为落实多渠道战略，一些企业还开通了门店自提业务，并在门店提供免费WIFI服务。从样本门店数据看，有23%的门店提供自提服务，40%的门店提供免费WiFi。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，使得传统商家只能在激烈的市场竞争中寻求自身的转型。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的发展态势。

2. 房地产行业

房地产行业在国民经济中具有重要地位，其发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。2014年中国房地产市场处于调整期，房地产投资增速明显下滑。进入2015年后，在经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产调控方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库

存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是2015年房地产政策的主要基调，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。

2015年，全国房地产开发投资95979亿元，比上年名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），增速持续放缓。2015年上半年，全国共实现商品房销售面积50264万平方米，同比增长3.9%，这是2014年一季度以来房屋销售面积首次出现正增长，二季度当季商品房销售面积达3.2亿平方米，同比增长13.3%，与一季度的下降9.2%形成鲜明对比，房屋销售走势呈现出明显的V形特征。2015年5月份起，随着多项利好政策的出台，房屋销售形势开始好转，2015年，商品房销售面积128495万平方米，比上年增长6.5%。新房房价方面，2015年1-11月百城住宅价格指数累计上涨3.39%，环比于5月止跌，同比于8月止跌，11月同环比连续第四个月双涨；一线城市累计上涨15.1%，二、三线城市累计下跌，跌幅在1%左右；不同城市间仍分化明显，深圳累计上涨33.92%，领涨全国。从全国绝对量来看，截至2015年底，商品房待售面积71853万平方米，较2014年底增长15.58%，库存处于高位。

总体看，2014年以来，由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自2014年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结

构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

3. 山东省经济发展概况

据山东省统计局公布的《2014年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2014年山东省经济保持平稳发展态势，全省实现生产总值(GDP)59426.6亿元，按可比价格计算，比上年增长8.7%。其中，第一产业增加值4798.4亿元，增长3.8%；第二产业增加值28788.1亿元，增长9.2%；第三产业增加值25840.1亿元，增长8.9%。产业结构调整优化，三次产业比例由上年的8.3:49.7:42.0调整为8.1:48.4:43.5。人均生产总值60879元，增长8.1%，按年均汇率折算为9911美元。

居民人均收入稳步增长，消费能力进一步增强。2014年全省居民人均可支配收入20864元，比上年增长9.8%，扣除价格因素实际增长7.8%。城镇居民人均可支配收入29222元，增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%。城镇居民人均消费支出18323元，增长10.1%。农村居民人均可支配收入11882元，增长11.2%，扣除价格因素实际增长9.6%。农村居民人均消费支出7962元，增长15.8%。

山东经济的快速发展和居民消费能力增强促进了消费品市场的繁荣。2014年社会消费品零售总额24492.0亿元，比上年增长12.6%。其中，餐饮收入2499.3亿元，增长11.4%；商品零售21992.8亿元，增长12.8%。城镇消费品零售额19562.5亿元，增长12.1%；乡村消费品零售额4929.5亿元，增长14.9%。在限额以上批发和零售企业中，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额2184.5亿元，比上年增长13.1%；服装、鞋帽、针纺织品类零售额1183.3亿元，增长12.5%；日用品类零售额432.7亿元，增长15.2%；建筑及装潢材料类零售额374.2亿元，增长11.5%；家用电器和音像器材类零售额909.9亿元，增长17.0%；通讯器材类零售额157.5亿元，增长9.2%；汽车类零售额2871.2亿元，增长10.8%。

2013年山东省房地产市场基本平稳，房地产开发投资5818.0亿元，比上年增长6.9%。其中，住宅投资4184.3亿元，增长5.2%；商业营业用房投资805.1亿元，增长14.7%。房屋施工面积54508.4万平方米，增长7.8%。房屋竣工面积7787.3万平方米，增长3.7%。商品房销售面积9180.1万平方米，下降11.1%。其中，住宅销售面积7972.5万平方米，下降14.3%。

总体看，跟踪期内山东省经济发展形势良好，为公司经营提供了有利的外部环境。2014年山东省房地产行业投资保持增长，但商品房和住宅销售面积出现下降，去库存压力增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为山东省国资委全资控股的大型国有独资企业，公司实际控制人为山东省国资委。

2. 公司规模

公司是1992年底由山东省商业厅整体改制组建的大型企业集团，是山东省零售行业的龙头企业，现已形成以现代零售业为主，生物制药和房地产为辅，资产总额逾百亿元的大型企业集团。

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2015年9月底，公司拥有137家百货及百货超市复合门店、192家便利店、9家家居专营店、3家购物中心、37家家电专营店、10家汽车专营店（7家4S店和3家城市展厅），经营面积合计448.19万平方米。在“2014年中国连锁百强”排名中，公司以639.23亿元的销售规模（含税）位居百强的第6位，较2012年上升1位。公司控股的银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”，证券代码为600858.SH，公司直接持股24.49%，公司及其一致行动人合计持股37.22%）为A股上市公司，为零售业筹集发展所需资金搭建了好的资本平台。

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，是以山东省药学科学院为技术依托，集科、工、贸于一体的大型医药企业集团公司。福瑞达医药涉及药品、原料药、医疗器械、消毒卫生用品、化妆品、保健食品及食品等多个领域，拥有“颈痛颗粒”、“颐莲”等多个自有品牌，并为“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道。福瑞达医药参股的合作医药生产厂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，产品不仅在国内市场占据主导地位，远销欧美、日本、韩国等国际市场。目前福瑞达医药拥有13家下属企业和2家省级科研院所、3个省级实验室。

公司房地产业务经营主体为A股上市公司鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”，截至2015年9月底公司直接持股53.02%）。公司的房地产业务与公司零售、酒店等其他板块的有机结合，综合开发城市广场（大型地标式商业综合体）、花园住宅、生态别墅。截至2014年底，鲁商置业资产总额308.18亿元，所有者权益20.24亿元；2014年实现营业总收入56.82亿元，利润总额3.70亿元。

六、管理分析

跟踪期内，公司原董事李明因任期结束，不再任公司董事，公司董事会成员由4人变更为3人，与公司章程不符，但山东省国资委《关于省商业集团有限公司董事会、监事会配备情况的说明》中明确了目前公司董事会组成人数不齐，外部董事待下一步条件成熟后配备到位。目前董事缺位未影响公司决策的法律效力，公司正常生产经营未受影响，但治理结构仍有待完善。

同时，公司监事由5人变更为4人，暂未设监事会主席。王强不再任公司副总经理，公司聘任李彦勇、张建军为公司副总经理，聘任张波为公司财务总监。

此外，公司在管理制度、管理体制等方面无重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

目前，公司形成了包括商业零售、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。2014年公司实现营业总收入351.40亿元，同比下降3.91%。

表1 公司营业总收入构成和毛利率情况

	营业总收入（亿元）				毛利率（%）			
	2012年	2013年	2014年	15年1~9月	2012年	2013年	2014年	15年1~9月
零售业	273.70	302.54	280.58	248.32	17.90	18.21	18.45	16.80
生物制药业	10.46	5.23	5.91	4.66	66.73	56.21	58.21	60.09
房地产业	36.74	52.93	56.82	24.21	29.94	28.21	22.35	24.00
食品及其他	8.58	5.01	8.09	10.68	37.92	44.51	46.60	41.10
合计	329.47	365.71	351.40	287.87	21.31	20.56	20.40	19.01

资料来源：公司提供

从收入构成来看，零售业仍为公司最主要的收入来源，但2014年同比下降7.26%，由于政府限制“三公消费”以及电商冲击所致；生物制药收入同比增长13.00%，构成以医药商业为

主；随着开发投资和在建项目竣工交房进度的加快，房地产业务收入快速增长，2014年同比增长7.35%。公司其他收入占比仍较低，主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务收入，

2014年共实现收入8.09亿元，同比增长主要来自物资贸易业务量的增加。

从业务毛利率来看，公司毛利率为20.40%，同比下滑0.16个百分点。零售业仍为公司利润的主要来源，且毛利率不断上升，2014年为18.45%。房地产业方面，近年市场增速放缓、库存攀升，2014年山东省17地市房价多为下降趋势，济南等少数地市基本稳定，受此影响公司房地产业务毛利率逐年下降，2014年降至22.35%。

2015年1~9月，公司实现营业总收入287.87亿元，同比下降2.64%，主要因前三季度房地产项目交房偏少，年底交房较为集中；各板块收入情况变化不大。零售业毛利率由于季节性因素暂时偏低，公司整体毛利率为19.01%，同比下降0.87个百分点。

2. 零售业

零售业一直是公司重点发展的核心业务，近年受限制“三公消费”以及电商冲击影响，销售收入有所波动，但保持了整体规模，且毛利率不断上升。2014年公司零售业实现收入280.58亿元，毛利率18.45%。

2015年前三季度，公司新开百货及百货超市复合店8家、便利店3家、家电店1家。截至2015年9月底，公司拥有137家百货及百货超市复合门店、192家便利店、9家家居专营店、3家购物中心、37家家电专营店、10家汽车专营店（7家4S店和3家城市展厅），经营面积合计448.19万平方米。目前，公司零售业已覆盖山东省大部分地区，在网点布局上已经取得了相对竞争优势。另外，公司在河北邢台、河北石家庄、河南濮阳、江苏徐州等地拥有13家省外百货超市复合店。

表2 公司零售业店面经营情况

店面种类	2012 年底		2013年底		2014年底		2015 年 9 月底	
	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积
百货及百货超市复合店	104	260.38	120	290.66	129	308.14	137	321.22
便利店	178	6.80	185	6.98	189	7.14	192	7.42
家居店	9	73.70	9	73.70	9	73.70	9	73.70
家电店	34	6.30	36	6.50	36	6.50	37	6.62
购物中心	3	36.10	3	36.10	3	36.10	3	36.10
汽车	10	3.13	10	3.13	10	3.13	10	3.13
合计	338	386.41	363	417.07	376	434.71	388	448.19

资料来源：公司提供

表3 公司零售业主要经营网点销售情况（单位：万平方米、万元）

商城名称	经营面积	开店时间	物业权属	经营方式	销售额	
					2014 年	2015 年 1~9 月
山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	303566.00	217577.89
济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	82769.31	60259.51
济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	39974.52	25493.30
东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	67150.81	43630.60
泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	61004.98	42049.68
淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	80409.49	51970.87
济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	42336.14	31226.82
滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	37531.15	26447.34
滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	25594.39	19565.30
临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	61018.73	43370.75
日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	37419.66	28511.20
淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	24492.09	17873.43
潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	49394.50	35535.28
菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	60788.28	44215.50
新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	17274.21	12052.25
泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	9557.77	6370.38
济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	39102.10	23549.42
邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	14061.21	7165.61
济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	23886.57	18617.59
莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	31148.29	22600.70

济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	19397.83	15837.91
石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	53354.29	32912.01
博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	17627.39	13228.75
长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	9405.33	6848.63
章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	22011.25	14938.31
济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	25164.88	23549.42
莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	13462.04	9873.05
滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	28814.09	21206.52
银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	36139.65	27842.04
濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	41153.93	22172.00
洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	5427.38	4229.74
鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	7594.47	6170.81
烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	24606.67	16135.76
济南和谐广场	10.25	2011	自有	百货+超市	62168.18	43557.81
临沂和谐广场	7.40	2012	自有	百货+超市	29839.66	21471.34
安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	5793.05	4409.04
威海银座商城	3.41	2012	自有	百货+超市	11638.45	11102.87
聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	14933.62	11179.78
保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	11258.90	6643.60
徐州银座商城	7.20	2013	自有	百货+超市	11905.93	6290.06
银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	40997.54	29641.83
张家口银座商城	2.02	2014	租赁	百货+超市	3623.00	11102.87
泰安肥城店	1.01	2014	租赁	百货+超市	5801.13	4128.48
滨州华星店	1.21	2014	租赁	百货+超市	3077.63	3546.64
青岛和谐广场	7.80	2015	自有	百货+超市	--	9326.21
合计	129.50	--	--	--	1613676.49	1155428.90

资料来源：公司提供

第三方支付业务主要由公司控股的一卡通公司制作、发行和推广“山东一卡通”，该公司拥有由中国人民银行签发的山东省内首张《中华人民共和国支付业务许可证》。2014年山东一卡通实现销售166.30亿元，同比增长107.43%；截至2015年9月底山东一卡通签约商户2.88万家，刷卡POS机终端达到6.93万台。

电子商务方面，银座网上商城在进一步完善母婴产品的基础上，将产品线逐渐扩展到日用百货、3G数码、精品家居、化妆品、食品等诸多品类，成为公司拓展零售业经营的重要渠道。2014年，银座网实现销售收入1.62亿元，同比下降9.71%；截至2015年9月底签约商户达到1326家。

公司未来在零售业的总体发展规划是：以

规模扩张为主线，实施差异化经营战略，做到“因地制宜”，通过自建、租赁、兼并、联合等多种手段，多业态并举，在形成山东市场绝对竞争优势的基础上，开拓全国市场，使“银座”成为全国零售商业的强势品牌。在业态选择上，公司将以百货、大卖场和购物中心为主力业态，并拓展家居等专业店和汽车、家电等专卖店，实现错位发展、优势互补、协调联动，提升“银座”的竞争优势。同时，结合公司房地产业务，加快“SHOPPING MALL”的筹建和开业。

截至2015年9月底，公司零售业主要在建工程为青岛银座中心和北京六里桥项目，主要包含购物中心和超市业态。上述项目总投资24.76亿元，截至2015年9月底已完成投资21.12亿元，预计2016年底前仍需投入3.64亿元。

表4 截至2015年9月底公司零售业主要在建工程（单位：万平方米、亿元）

项目	占地面积	建设期间	总投资	累计完成投资	资金来源
青岛银座中心	1.53	2011.03-2016.08	12.00	11.30	开发贷6亿元，其他自筹
北京六里桥项目	4.50	2011.04-2016.03	12.76	9.82	自有资金，银行贷款
合计	--	--	24.76	21.12	--

资料来源：公司提供；

为配合发展规划的实施，公司以统计口径为基础，制定了未来三年零售业务的投入规划。从项目类别来看，主要是零售业展店和自建商场、物流配送、汽车MALL项目，规划建设总投资为26.29亿元。除了固定资产的资本性投入，拟建项目未来运营还需要经销、代销等方式的

铺货营运资金的投入和联营、租赁等模式下以供应商为主体的铺货资金的投入。总体看，未来公司将通过进一步开拓门店、扩大经营规模的方式保持零售业快速发展，存在一定资本支出压力。

表5 截至2015年9月底公司零售业主要拟建项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	规划总投资	投资进度安排	未来投资计划		
			2015.10-2015.12	2016	2017
枣庄薛城项目	3.50	2015年-2017年	1.00	1.10	0.70
淄博银座中心店二期	3.39	2015年-2016年	1.60	1.40	-
东营银座中心店扩建	3.50	2015年-2016年	1.60	1.90	-
新泰百货大楼项目	1.40	2015年-2016年	--	1.40	-
菏泽新天地项目	7.50	2015年-2016年	4.80	2.70	-
汽车 AOTO MALL 项目（一期）	7.00	2014年-2016年	2.80	3.30	-
	26.29	--	11.80	11.80	0.70

资料来源：公司提供；

注：汽车AOTO MALL项目（一期）于2014年取得项目用地，但目前尚未动工。

3. 生物制药

2013年山东博士伦福瑞达制药有限公司（以下简称“博士伦公司”，福瑞达医药持股30%）不再并表后，公司生物制药业务中毛利率较高的医药生产收入占比大幅下降，2014年生物制药业务毛利率为58.21%。2013年以来，由于人工成本和生产管理成本等支出增加，以广告等销售费用为主的期间费用大幅增长，2013及2014年福瑞达医药发生亏损，分别实现净利润-9640.73万元和-299.17万元。

表6 公司生物制药业务收入主要构成

（单位：万元）

类别	2013年	2014年	15年1~9月
1. 医药工业	13864	16139	14183
颈痛片	6764	7826	6622
颈痛颗粒	3865	4382	3964
四季感冒胶囊	1208	1485	1415
小儿解感颗粒	1159	1392	1256
雪莲归芪口服液	868	1054	926
2. 医药商业	38436	42980	32386

资料来源：公司提供。

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。近年来，由于中药材市场价普遍上涨，导致公司制药成本有所上升。公司主要中药产品为颈痛片、颈痛颗粒、

四季感冒胶囊、小儿解感颗粒和雪莲归芪口服液，2014年上述五种产品原材料的前五名供应商采购额均占该种产品采购成本的50%左右，模式均为询价采购，采用压批的方式结算。

表7 公司主要中药原材料采购情况

（单位：元/千克、千克）

原材料	采购均价			采购数量		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
三七	624	630	629	2400	2500	2600
羌活	69.5	71.8	75	1100	1200	1250
川芎	20	22	22.8	2500	2800	3000
连翘	46	50	49.5	3800	3900	4000
白芍	21	24	25	2600	2800	3050
桔梗	35	39	37.6	2200	2300	2350
甘草	22	23.5	25	3900	4000	4050
柴胡	76	79.5	79.5	4500	4800	4900

资料来源：公司提供

医药工业方面，福瑞达医药实现生化原料药、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%。除自产医药产品销售外，公司也是“施沛特”的主要销售渠道。福瑞达医药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，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。公司医

药商业所售福瑞达医药骨科主导产品“施沛特”在全国骨科药物市场上具有主导地位，市场占有率达到 45%，由公司销往全国各大中城市，2014 年销量为 265 万盒。

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。公司采取公司一承销商一分销商一零售终端一消费者的销售模式，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。2014 年前五大经销商销售额占福瑞达医药营业总收入的 26.18%，集中度一般。货款回收主要采取两种方式，其中 30% 客户的为现款销售（先款后货），70% 的客户（一般为合作两年以上，销货额 500 万以上的客户）可享受账期一个月的赊销期。

公司历来重视新产品和新技术的开发工作，2014 年生物制药板块的研发费用 1.13 亿元，占当期收入的 19.12%，同比基本持平。公司拥有山东省药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，科研面积近三万平方米。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 2015 年 9 月底，公司开展的各类在研课题项目 139 项，已完成 126 项。近 3 年来申请国家专利 114 项，获得发明专利授权 58 项。完成山东省重点科技攻关项目 65 个，荣获山东省科技进步二等奖 30 项、三等奖 3 项。至今为止，公司研发的产品获得 57 新药证书，19 个临床批件。公司下属的药学院申请省级以

上科研平台 21 项，获批 18 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 2 项。2014 年，福瑞达医药分别实现技术转让收益 2718 万元。

目前公司以福瑞达医药子公司山东明仁福瑞达有限公司现有厂区为依托，拟搬迁新建其他六家子公司，逐步打造山东福瑞达生物医药产业园。产业园面积 833.85 亩，位于济南市高新区两河片区，总投资 45.23 亿元，建设内容为品管研发中试车间项目、保健食品生产项目、综合制剂生产车间项目、朝能生物科技的谷物饮料项目等，并拟引进鲁商集团所属的银座购物中心、佳驿商务酒店等搭建配套设施。项目第一阶段为 6 家医药子公司搬迁，计划投资 2.10 亿元，已于 2013 年 10 月开工。截至 2015 年 9 月底投资进度约为 97%，6 家子公司已搬迁完毕。预计全区整体建成后，医药生产和销售以及酒店、商业综合体，多样产业可协同获利。

4. 房地产

公司下属的鲁商置业全面负责现有房地产项目的运营工作，所开发项目业态涵盖了大型购物广场、商业步行街、住宅、写字楼、酒店等，形成“鲁商城市广场”、“鲁商花园住宅”、“鲁商生态别墅”三大产品系列。2014 年公司实现房地产收入 56.82 亿元，同比增长 7.35%；2015 年 1~9 月实现收入 24.21 亿元，同比下降 19.11%，主要为临沂鲁商中心、青岛鲁商首府、哈尔滨鲁商松江新城、东营银座城市广场、济宁鲁商南池公馆、菏泽鲁商凤凰城等项目的销售收入。截至 2015 年 9 月底公司预收房款为 91 亿元，根据项目进展，预计四季度有青岛午山、临沂鲁商中心、常春藤、青岛鲁商首府等体量较大项目集中交房。

表 8 公司房地产开发及销售情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
开工面积	148.00	126.04	160.00	54.00

竣工面积	119.00	103.08	137.98	90.00
签约销售面积	109.00	96.94	123.87	44.67
签约销售收入	105.00	91.00	111.47	36.47
确认销售面积	37.00	47.64	60.61	23.37
确认销售收入	36.74	52.93	56.82	22.40

资料来源：公司提供

2014 年公司房地产开工和竣工面积大幅增长,分别为 160.00 万平方米和 137.98 万平方米。同时,签约销售收入和面积同步增加,分别为 111.47 亿元和 123.87 万平方米。由于项目工期较长,确认销售收入和面积较签约销售收入和面积相对偏小,2014 年分别为 56.82 亿元和 60.61 万平方米。较 2014 年同期来看,2015 年前三季度公司房地产开发和销售进程同比有所放缓,尤其开工面积下降 58.13%,主要是个别

地块手续尚未完整或开发进度调整导致。考虑到公司在建工程面积较大,短期内开工进度放缓不会对房地产销售产生明显影响。

截至2015年9月底,公司三大产品系列在建、在售项目规划建筑面积合计1188.39万平方米,总投资额679.60亿元,已完成投资407.56亿元,未来三年计划投资168.71亿元。截至2015年9月底,公司拥有土地储备269.23万平方米,其中商业地产占地面积59.57万平方米,项目主要集中在山东省内、哈尔滨和锦州,包括住宅、商业、别墅、酒店等综合类开发用地,开发投资规模较大。

表9 截至 2015 年 9 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	取得方式	取得时间	取得成本	后续出让金来源
青岛燕儿岛	城市综合体	12.22	5.50	56.30	挂牌	2009.03	50.85	尚余 18.00 亿元, 销售资金返投、资金统一调度及银行借款
青岛午山项目	住宅+商业	48.00	8.90	71.20	挂牌	2011.01	50.00	尚余 21.01 亿元, 销售资金返投、资金统一调度及银行借款
哈尔滨项目	住宅+商业	86.38	21.6	215.00	挂牌	2010.11	45.67	已交齐
锦州·鲁商锦麟湾	住宅	10.00	--	10.00	挂牌	2010.12	1.12	已交齐
菏泽鲁商凤凰城	三期住宅	5.10	--	20.89	挂牌	2011.07	1.45	已交齐
泰安鲁商国际社区	城市综合体	26.27	7.48	28.19	挂牌	2014.03	4.47	已交齐
青岛惜福镇	住宅	12.01	0.07	25.39	挂牌	2014.03	3.04	已交齐
临沂知春湖	别墅、住宅、酒店、	26.67	6.40	25.00	挂牌	2014.01	1.72	已交齐
青岛鲁商蓝岸新城	商住	24.29	7.26	73.00	挂牌	2014.06	6.40	已交齐
重庆云山雅筑项目	别墅	3.84	--	3.84	出让	2015.02	0.80	已交齐
泰安鲁商中心项目	城市综合体	14.45	2.36	43.43	挂牌	2015.06	4.28	已交齐
合计	--	269.23	59.57	572.24	--	--	169.80	--

资料来源：公司提供

总体来看,公司储备项目较为充足,未来三年房地产业务板块仍将保持较快发展,三大系列产品后续投资额较高,同时考虑土地储备后续出让金支付、零售业在建和拟建工程预计投资 68.94 亿元,公司整体投资规模大,在一定程度上加大公司对外筹资压力。同时,联合资信注意到,近年来国家不断出台房地产相关调控政策,各省市也在不断调整具体房地产相关规定,公司房地产销售受到一定影响;但考虑到公司房地产项目中,综合类地产开发较多,

且“银座”品牌在山东市场有很好的品牌优势,公司房地产业务相比单纯的住宅地产开发企业所受影响相对较小。

八、重大事项

2015 年 4 月 29 日,银座股份发布公告,董事会通过《关于发行股份购买资产并募集配套资金方案的议案》。根据银座股份于 2015 年 11 月 7 日最新披露的《发行股份购买资产并募

集配套资金暨关联交易预案》(修订稿),银座股份拟向其法人股东银座商城、山东世贸中心及关联方鲁商集团发行股份购买其持有的零售业务相关股权和资产,同时发行股份募集配套资金。

银座股份拟发行股份购买零售业务相关股权和资产包括:向其法人股东山东银座商城股份有限公司(公司控股子公司,持股比例36.67%,以下简称“银座商城”)发行股份购买其持有的银座商城总部零售业务资产;向银座商城、山东世贸中心以及公司发行股份购买其所持有的银座商城18家子公司股权;向山东世贸中心购买位于济南市泺源大街66号房屋及坐落土地的使用权和全部物业设备。上述股权和资产预估作价为34.20亿元,全部以发行股份形式支付。同时,银座股份拟向特定对象非公开发行股份募集配套资金,拟募集配套资金总额不超过14.87亿元,拟发行股份不超过1.93亿股,预计不超过拟购买资产交易价格的43.50%。募集配套资金以发行股份购买资产为前提条件,但募集配套资金的成功与否并不影响本次发行股份购买资产的实施。募集资金扣除发行费用后,拟用于银座商城枣庄店项目、临沂鲁商中心项目、支付本次重组的中介机构费用以及补充标的资产营运资金。

截至2015年12月23日,本次重大资产重组各相关方已就重组架构达成一致意见,相关协议签署工作正在稳步开展之中。公司已向山东省国资委递交了方案申请,因本次交易标的资产原有财务、评估等数据即将过有效期,目前审计、评估等相关机构已开始执行补充审计、评估工作,重组报告书等申报材料的制作也推进中。本次重组完成后,银座股份控股股东将由公司变更为公司控股子公司银座商城,银座股份由公司二级子公司变更为三级子公司。联合资信认为,银座股份增发购买的主要为公司合并范围内其他零售相关资产和业务,与银座股份主营业务相通,有利于规避同业竞争,并增强内部整合效应,增强公司零售业务的整体

实力。

九、募集资金使用情况

“15鲁商CP001”于2015年7月24日发行,募集资金15亿元,其中2.5亿元用于补充流动资金,12.5亿元用于归还银行借款,已全部按计划使用完毕。

十、财务分析

公司提供的2013、2014年财务报表已经中天运会计师事务所有限公司审计,并均已出具了标准无保留意见的审计结论。公司2015年三季度财务数据未经审计。

2014年公司新纳入合并范围子公司2家(北京天创伟业投资管理有限公司、山东省药科学院),不再纳入合并范围子公司3家(山东省生物药物研究院、山东省医药工业研究所、山东省医疗器械研究所)。公司2015年1~9月合并范围新增山东富源小额贷款有限公司(尚未形成规模化业务)。跟踪期内,公司合并范围变化不大,财务数据可比性强。

截至2014年底,公司合并资产总额632.26亿元,所有者权益合计120.24亿元(含少数股东权益47.30亿元);2014年公司实现营业总收入351.40亿元,利润总额10.13亿元。

截至2015年9月底,公司合并资产总额686.89亿元,所有者权益合计141.63亿元(含少数股东权益48.27亿元);2015年1~9月,公司实现营业总收入287.87亿元,利润总额5.49亿元。

1. 盈利能力

2014年,零售业务受宏观政策和电商冲击影响收入下滑,房地产、生物制药等业务收入同比增长,公司实现营业总收入351.40亿元,同比下降3.91%。营业利润率同比持平,2014年为18.02%。

公司期间费用中,销售费用占比较大,主要是新开门店和促销活动的费用。2014年,公

司期间费用54.87亿元，占营业总收入比重为15.61%；其中财务费用2.99亿元，同比下降32.46%，主要由于当年公司利用短期借款和直接融资工具替代长期借款，资金成本有所下降。

随着公司所投资参股企业利润的不断增长，投资净收益呈增长趋势，2014年为1.06亿元。公司实现营业外收入主要由财政扶持资金等政府补助构成，2014年为1.04亿元，同比基本持平。2014年，公司利润总额10.13亿元，同比下降9.63%。

从盈利指标来看，2014年公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.55%和4.85%，同比均有所下降。剔除所有者权益中的永续中票后，公司净资产收益率为5.65%。

2015年1~9月，公司实现营业总收入287.87亿元，同比下降2.64%，主要由于房地产交房量暂时较低所致；由于政府补助的减少，营业外收入同比下降62.83%至0.34亿元；同期，公司实现利润总额5.49亿元，同比下降22.88%；营业利润率为16.96%，较2014年下降1.06个百分点。

总体看，跟踪期内，零售业收入受消费政策和电商冲击影响有所下滑，但总体收入及利润保持较大规模，整体盈利能力较强。

2. 现金流及保障

公司经营活动现金流入量主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，2014年分别为455.12亿元和454.82亿元，同比随营业收入和成本的下降而减少，但仍保持较大规模。随着公司预付款和应收款的增加，经营活动产生的现金流量净额0.30亿元，同比大幅下降。从收入实现质量看，2014年公司现金收入比为123.40%，考虑到公司房地产业务预收款规模较大，公司实际收入实现质量较好。

投资活动现金流方面，近年随着零售门店的拓展和生物制药产能的扩张，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，近年公司投资活动产生的现金流量净额均表现为净流出，2014年为-10.89亿元，流出额同比有所下降。

公司筹资活动现金流入主要来自取得借款和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要用于偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2014年公司加大债券融资力度，但当年到期兑付的资金流出大幅增长，因此筹资活动现金流转为净流出，流出额为3.37亿元。

2015年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为4.81亿元、-1.48亿元和7.01亿元；公司现金收入比为122.42%。公司收到其他与投资活动有关的现金为2015年发行两期共计19亿元的永续中期票据。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入保持较大规模，收入实现质量较好，但获现能力有所下降。未来随着投资规模的进一步扩大，存在较大的对外融资压力。

3. 资本及债务结构

资产质量

截至2014年底，公司资产总额632.26亿元。资产构成中流动资产占70.30%，非流动资产占29.70%，仍以流动资产为主。截至2014年底，公司流动资产合计444.47亿元。流动资产构成主要以存货（占67.26%）和货币资金（占21.24%）为主。

截至2014年底，公司货币资金为94.42亿元，主要是银行存款（占88.40%）；使用受限制的货币资金5.23亿元（占5.54%），主要是保证金存款和受监管的拆迁补偿款等。

截至2014年底，公司应收账款为7.63亿元，同比增长161.57%，主要系应收制药及传媒业下游客户的款项、政府回迁补偿款有所增加所致。按单项金额重大计提坏账准备的应收账款余额为2.98亿元；按账龄组合计提坏账准备的应收

账款余额5.23亿元，其中1年以内的占87.80%，1~3年占5.49%，3年以上的占6.71%，整体账龄较短；2014年公司计提坏账准备0.43亿元，计提比例为8.19%，公司对3年以上的应收账款全部计提坏账准备，整体计提较为充分。前五大欠款单位欠款金额占应收账款余额的40.81%，集中度偏高；其中第一名2.98亿元，为青岛市南区政府应付公司的回迁房差价补偿款，按1年内账龄计提坏账准备。

截至2014年底，公司其他应收款为19.02亿元，同比增长99.59%，主要系公司对托管单位增加资金支持，往来款增加所致。按单项金额重大计提坏账准备的其他应收款余额为4.77亿元；按账龄组合计提坏账准备的其他应收款余额17.54亿元，其中1年以内的占71.79%，1~3年占18.71%，3年以上的占9.50%，整体账龄较短；2014年公司计提坏账准备3.19亿元，计提比例为18.17%，公司对3年以上的其他应收款计提比例为75.99%，整体计提较为充分。前五大欠款单位欠款金额占应收账款余额的26.08%，集中度一般。

截至2014年底，公司存货298.96亿元，在流动资产中占比较高。存货构成主要为库存商品（占6.47%）、开发成本（占57.61%）和开发产品（占34.48%），开发成本和开发产品主要是房地产项目开发所形成。2014年底公司针对库存商品计提了5.69万元的跌价准备。

截至2014年底，非流动资产187.79亿元，构成主要以固定资产（占39.32%）、在建工程（占11.76%）、无形资产（占13.33%）和投资性房地产（占14.40%）为主。由于会计政策变更，公司将不具有控制、共同控制和重大影响的对其他企业投资调整至可供出售金融资产核算。截至2014年底，公司可供出售金融资产2.03亿元。

截至2014年底，公司长期股权投资为5.26亿元，主要是对金平福源矿业有限公司、临沂尚城置业有限公司和山东博士伦福瑞达制药有限公司等的投资。2014年底，公司对长期股权

投资提取减值准备6794.28万元。

截至2014年底，公司投资性房地产为27.05亿元，同比增长124.44%，主要由于部分房产建成出租后转入投资性房地产所致，构成房屋、建筑物（占83.70%）和土地使用权（占16.21%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为6.43亿元；2014年底，公司累计摊销4.05亿元。

截至2014年底，公司固定资产为73.84亿元，主要是房屋建筑物（占84.99%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为11.13亿元；2014年底，公司累计计提折旧28.51亿元。

截至2014年底，公司在建工程22.09亿元，构成主要是商业零售门店的基础建设项目，同比增长23.68%，主要是新增对北京六里桥项目的投资5.74亿元。

截至2013年底，公司无形资产25.04亿元，主要为土地使用权（占比90.91%），未计提减值准备。

截至2015年9月底，公司资产总额686.89亿元，较2014年底增长8.64%，流动资产比重由2014年底的70.30%小幅上升至71.55%，资产构成仍以流动资产为主。公司预付账款36.15亿元，较2014年底增长62.34%，主要系预付房地产项目的土地竞标保证金等；存货为321.08亿元，较2014年底增长22.49%，主要系房地产项目开发引起；固定资产为84.03亿元，较2014年底增长13.79%，主要系零售业新开门店增加的房屋建筑物及购置设备、家具等；其他科目变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产构成较稳定，存货规模受房地产项目开发影响增速快，在流动资产中占比保持较高水平，公司整体资产质量尚可。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计120.24亿元（含少数股东权益47.30亿元）。归属于母公司所有者权益中，以实收资本（占31.03%）、资本公积（占15.08%）、未分配利润

(占 20.64%) 和其他权益工具 (占 23.25%, 为公司于 2014 年发行的两期永续中期票据)。

截至 2015 年 9 月底, 公司所有者权益合计为 141.63 亿元 (含少数股东权益 48.27 亿元), 较 2014 年底增长 17.78%, 主要系公司 2015 年发行两期共计 19 亿元的永续中期票据, 致使其他权益工具增长所致。

总体看, 公司所有者权益稳定性一般。

负债

随着公司业务规模扩大, 公司负债保持较快增长态势。截至 2014 年底, 公司负债合计 512.02 亿元。负债构成中, 流动负债合计占 67.70%, 非流动负债占 32.30%, 公司负债仍以流动负债为主。

截至 2014 年底, 公司流动负债为 346.61 亿元, 以短期借款 (占 29.94%)、应付账款 (占 24.84%)、预收款项 (占 25.76%) 为主。

截至 2014 年底, 公司应付票据为 13.89 亿元, 同比增长 474.83%, 主要是子公司采用票据结算的工程款及材料款增加所致。应付账款 86.09 亿元, 同比增长 68.62%, 主要系随着新开门店数的增长及工程项目的增加, 商品采购量和工程款结算量加大所致。预收款项 89.29 亿元, 同比增长 14.39%, 主要是进入预售的房地产项目较多, 使得商品房预售款较保持较为快速的增长。其他应付款 33.80 亿元, 同比增长 19.90%, 主要是一卡通预存卡金额不断增长所致。

截至 2014 年底, 公司非流动负债 165.40 亿元, 以长期借款 (占 35.76%) 和应付债券 (60.46%) 为主, 应付债券 100.00 亿元, 其中 60.00 亿元为一年内到期的债券。

截至 2014 年底, 公司长期应付款 5.10 亿元, 全部是省级调控资金, 根据山东省发展和改革委员会和山东省财政厅《关于下达 2009 年第二批省调控资金使用计划 (省级项目) 的通知》(鲁发改投资【2009】336 号), 该资金本金为 6.20 亿元, 期限 8 年, 第 1-5 年只偿还利息, 第 6 年 (2014 年) 起还本付息; 建设项目

为济南全民健身广场、德州国贸广场 (银座商城) 项目、济南振兴街项目 (银座购物中心)。

截至 2015 年 9 月底, 公司负债总额 545.27 亿元, 较 2014 年底增长 6.49%, 主要来自预收账款 (其中预收房款为 91 亿元)、一年内到期的非流动负债和应付债券的增加; 从负债构成来看, 流动负债和非流动负债分别占 60.81% 和 39.19%。

截至 2014 年底, 公司全部债务 301.32 亿元, 其中长、短期债务占比分别为 65.40% 和 34.60%。截至 2015 年 9 月底, 公司全部债务为 367.01 亿元, 较 2014 年底增长 21.80%, 主要系应付债券增加所致, 其中一年内到期的应付债券 118 亿元, 短期债务增加至 248.98 亿元, 短期债务占比较 2014 年底进一步增长至 67.84%。2014 年公司发行了两期永续中票 “14 鲁商 MTN001” 和 “14 鲁商 MTN002”, 本金合计 17 亿元, 扣除各项费用后实际募集金额 16.96 亿元; 2015 年公司发行了两期永续中票 “15 鲁商 MTN001” 和 “15 鲁商 MTN002”, 本金合计 19 亿元, 扣除各项费用后实际募集金额 18.71 亿元, 上述永续中票均计入公司财务报表所有者权益科目。考虑到上述永续中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近, 在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑上述永续中票待偿还本金后, 截至 2014 年底和 2015 年 9 月底, 公司全部债务分别为 318.28 亿元和 402.68 亿元, 其中长期债务占比分别为 38.02% 和 38.12%。

从债务指标来看, 2014 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 80.98%、71.48% 和 46.44%, 同比均有所下降。截至 2015 年 9 月底, 三项指标分别升至 79.38%、72.16% 和 45.46%。但考虑永续中票后, 2014 年底三项指标分别约为 83.66%、75.50% 和 53.99%, 2015 年 9 月分别为 84.58%、

79.17%和 59.16%。

总体看，跟踪期内公司业务持续扩张，银行借款和债务工具规模持续增长，目前债务负担重。

4. 偿债能力

跟踪期内由于短期负债的快速增加，2014 年底公司流动比率和速动比率同比分别下降 15.70 和 11.46 个百分点，分别为 128.23%和 41.98%。2015 年 9 月底，两项指标分别上升至 148.21%和 51.38%。2014 年，公司经营现金流动负债比为 0.09%，同比下降 1.27 个百分点，公司短期偿债能力有所下滑。考虑到公司现金类资产以及经营活动现金流入量规模较大，但流动资产中房产存货占比大，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2014 年公司 EBITDA 利息倍数为 0.81 倍，全部债务/EBITDA 为 10.17 倍，公司 EBITDA 对全部债务保障能力呈下降趋势，长期偿债能力较弱。

截至2015年9月底，公司在各商业银行获得总授信额度为376.58亿元，其中尚未使用额度198.99亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有银座股份、鲁商置业两家上市公司，直接融资渠道通畅。总体看，公司在资本市场具有较强的融资能力。

截至2015年9月底，公司对外担保额1.79亿元，全部为鲁商置业的下属地产子公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，此外公司合并范围无其他对外担保，或有风险不大。

5. 存续期内债券偿还能力分析

“15鲁商CP001”本金15亿元，以2015年9月底财务数据来计算，剔除受限制资金后，公司现金类资产100.56亿元，为“15鲁商CP001”的6.70倍。2014年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为“15鲁商CP001”的30.34倍和0.02倍。公司现金类资产和经营活

动现金流入量对“15鲁商CP001”的保障能力很强。

6. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G1037010200628970F），截至2015年11月11日，公司无不良未结清信贷信息记录，已结清信贷信息中有28笔不良及关注类贷款，主要系公司2005年承接几家传统批发流通类原子公司的前期贷款，且目前已全部清偿。总体看，公司过往债务履约情况良好。

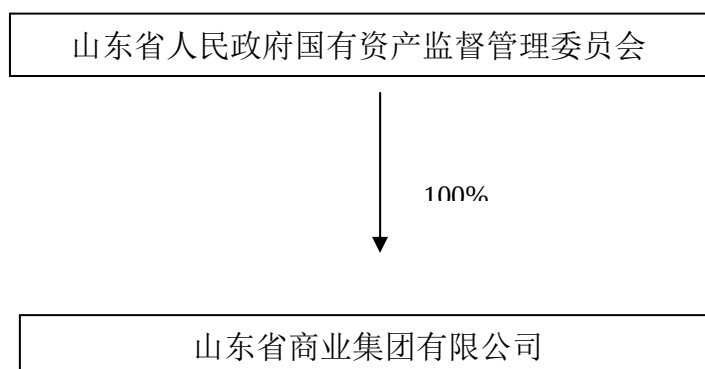
7. 抗风险能力

公司目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒在内的多元化业务格局，核心的商业零售业务在山东及周边市场已具备了显著的品牌优势和规模优势，整体竞争实力强。综合看，公司抗风险能力很强。

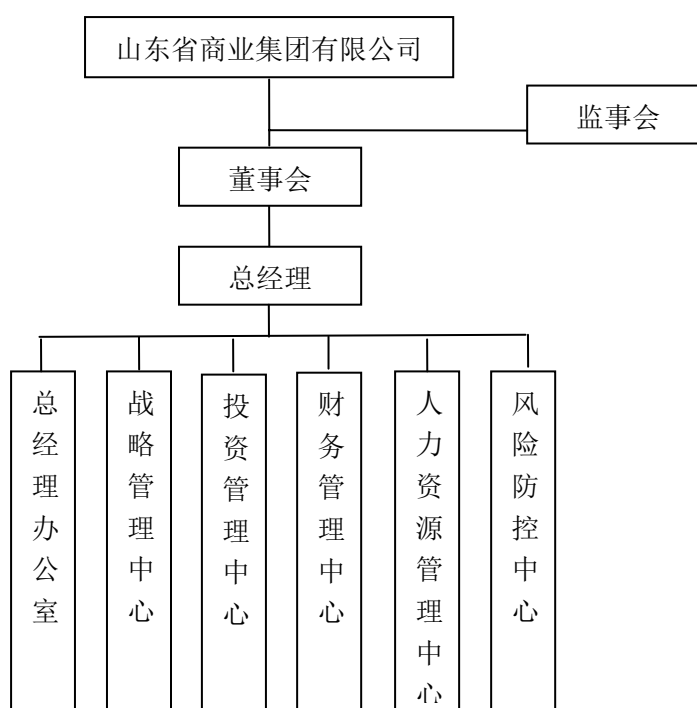
十一、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15鲁商CP001” A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.79	103.92	91.04	100.56
资产总额(亿元)	399.64	530.56	632.26	686.89
所有者权益(亿元)	96.25	97.19	120.24	141.63
短期债务(亿元)	87.17	150.66	197.08	248.98
长期债务(亿元)	91.62	122.53	104.25	118.04
全部债务(亿元)	178.79	273.19	301.32	367.01
营业总收入(亿元)	329.47	365.71	351.40	287.87
利润总额(亿元)	13.52	11.21	10.13	5.49
EBITDA(亿元)	26.07	28.95	29.63	--
经营性净现金流(亿元)	2.60	3.67	0.30	4.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	152.63	115.62	58.95	--
存货周转次数(次)	1.35	1.29	1.03	--
总资产周转次数(次)	0.89	0.79	0.60	--
现金收入比(%)	119.37	124.83	123.40	122.42
营业利润率(%)	19.23	18.03	18.02	16.96
总资本收益率(%)	6.42	4.88	3.55	--
净资产收益率(%)	9.90	6.48	4.85	--
长期债务资本化比率(%)	48.77	55.77	46.44	45.46
全部债务资本化比率(%)	65.01	73.76	71.48	72.16
资产负债率(%)	75.92	81.68	80.98	79.38
流动比率(%)	147.59	143.93	128.23	148.21
速动比率(%)	42.04	53.44	41.98	51.38
经营现金流动负债比(%)	1.32	1.36	0.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.19	0.90	0.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.86	9.43	10.17	--

注：1. 2015 年三季度财务数据未经审计；

2. 指标计算时已将一年内到期的应付债券计入短期债务，将计入长期应付款的有息债务计入长期债务，未将计入所有者权益的本金为 36 亿元的永续中票计入长期债务；

3. 2012 年 EBITDA 计算时已包含现金流量表补充资料中计入“经营性应付项目的增加”科目的固定资产折旧金额；

4. 现金类资产已剔除受限资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息