

信用等级公告

联合[2014] 293 号

联合资信评估有限公司通过对山东省商业集团有限公司 2014 年度第二期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

山东省商业集团有限公司
2014 年度第二期短期融资券的信用等级为
A-1

特此公告。



山东省商业集团有限公司

2014 年度第二期短期融资券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期短期融资券信用等级: A-1

本期短期融资券发行额度: 15 亿元

本期短期融资券期限: 365 天

偿还方式: 到期一次性还本付息

发行目的: 补充营运资金; 偿还银行借款

评级时间: 2014 年 3 月 10 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
现金类资产(亿元)	44.82	49.30	56.44	77.16
资产总额(亿元)	247.67	343.31	399.64	462.48
所有者权益(亿元)	75.35	85.94	96.25	100.76
短期债务(亿元)	65.80	81.97	82.17	113.91
全部债务(亿元)	103.16	146.96	172.59	215.97
营业收入(亿元)	223.68	265.79	329.47	287.05
利润总额(亿元)	11.63	11.38	13.52	7.30
EBITDA(亿元)	22.00	20.03	26.07	--
经营性净现金流(亿元)	5.42	4.20	2.60	4.45
净资产收益率(%)	13.91	10.90	10.46	--
资产负债率(%)	69.58	74.97	75.92	78.21
速动比率(%)	76.23	45.22	42.04	45.35
EBITDA 利息倍数(倍)	4.63	1.41	1.19	--
经营现金流动负债比(%)	4.78	2.45	1.32	--
现金偿债倍数(倍)	2.84	3.16	2.37	3.55

注: 1.2013 年三季度财务数据未经审计; 2.公司计入应付债券的短期融资券和一年内到期的长期债券在指标计算中已调整计入短期债务; 3.现金偿债倍数计算时已剔除使用受限制的现金类资产。

分析师

车 飞 景 雪

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

经联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)评定,山东省商业集团有限公司(以下简称“公司”)拟发行的 2014 年度第二期短期融资券的信用级别为 A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

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. 公司于2012年4月成立财务公司,有助于进一步提高公司整体资金管理和使用效率。
4. 公司现金类资产充裕,经营活动现金流入量大,对本期短期融资券保障能力强。

关注

1. 近年来公司存货规模受房地产项目开发影响增长较快,在流动资产中占比较高,整体资产流动性一般。
2. 公司债务负担较重,未来随着投资规模的进一步扩大,存在较大对外融资压力。

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、山东省商业集团有限公司 2014 年度第二期短期融资券信用等级自本期短期融资券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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。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】180号）文件，山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）以国有资本经营预算支出为公司增资4.2亿元。上述增资款已于2011年全部到位，并经山东中大会计师事务所有限公司于2011年12月出具的中大会验字【2011】160号和中大会验字【2011】175号验资报告审验。截至2013年9月底，公司注册资本为人民币12.2亿元。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2013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、风险防控中心等6个职能部门；纳入合并报表范围内全资二级子公司4家，控股二级子公司10家，事业单位9家；拥有在职员工42046人。

截至2012年底，公司合并资产总额399.64亿元，所有者权益合计96.25亿元（含少数股东权益46.61亿元）；2012年公司实现营业收入329.47亿元，利润总额13.52亿元。

截至2013年9月底，公司合并资产总额462.48亿元，所有者权益合计100.76亿元（含少数股东权益48.99亿元）；2013年1~9月，公司实现营业收入287.05亿元，利润总额7.30亿元。

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。

二、本期短期融资券概况

公司计划于2014年注册并发行第二期短期融资券15亿元，期限为365天。所募集资金中部分用于偿还银行借款，部分用于补充营运资金。（公司拟发行的2014年第一期短期融资券发行额度为15亿元，截至目前，该短期融资券尚未发行）。

本期短期融资券无担保。

三、主体长期信用状况

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业，以生化制药和房地产为重点行业，产业布局涉及教育、传媒等众多行业，资产总额逾百亿元的大型企业集团。2010~2012年，在核心的商业零售板块的带动下，公司营业收入规模保持较高增速，年均增速为21.36%，2012年公司实现营业收入329.47亿元，同比增长23.96%。

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，2012年公司零售业实现收入273.70亿元，同比增长25.02%。截至2013年9月底，公司已在山东省17个地级市、河北省石家庄市、邢台市及河南濮阳等地拥有119家百货超市复合门店、183家连锁超市、9家家居专营店、36家家电专营店、10家汽车专营店（7家4S店和3家城市展厅），经营面积近415万平方米。公司下属的山东银座商城股份有限公司（以下简称“银座商城”）在2012年中国连锁经营100强中位居第9名。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，公司合并持股28.67%）为沪深股市绩优股，为零售业筹集发展所需资金搭建了良好的资本平台。

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“润舒”、“润洁”、“施沛特”、“颈痛颗粒”、“颐莲”等多个知名品牌。福瑞达医药下属的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；骨科主导产品“施沛特”注射液在国内市场占有率有超过70%。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。目前福瑞达医药拥有13家下属企业和四家省级科研院所、三个省级实验室。截至2012年底，福瑞达医药资产总额13.78亿元，所有者权益5.23亿元；2012年实现营业收入10.76亿元，净利润1.11亿元。截至2013年9月底，福瑞达医药资产总额13.36亿元，所有者权益5.34亿元；2013年1~9月实现营业收入6.34亿元，净利润-0.46亿元。

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”，公司持股61.03%）。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2013年9月底，鲁商置业累计开发规模超过800万平方米。截至2012年底，鲁商置业资产总额215.59亿元，所有者权益17.32亿元；2012年实现营业收入36.74亿元，净利润3.26亿元。截至2013年9月底，鲁商置业资产总额265.31亿元，所有者权益18.74亿元；2013年1~9月实现营业收入19.00亿元，净利润1.40亿元。

2012年4月28日，公司全资控股的山东省商业集团财务有限公司（以下简称“财务公

司”）正式挂牌成立。财务公司系公司收购原中国航天科工集团下属的三江航天集团财务有限公司100%股权后经重组成立，注册资本3亿元。上述重组事宜已经中国银监会于2012年3月22日出具的《中国银监会关于三江航天集团财务有限责任公司重组后续变更事项的批复》（银监复【2012】138号）和山东省国资委2010年12月20日出具的《关于山东省商业集团有限公司收购三江航天集团财务有限责任公司的批复》（鲁国资规划函【2010】197号）批准。财务公司经中国银监会批准的业务范围包括经营十大本外币业务，其中包括对成员企业办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的支付；经批准的保险代理业务；对成员单位提供担保；办理成员单位之间的委托贷款；吸收成员单位存款等。公司计划将财务公司打造为集团内部的融资中心、结算中心和资源配置中心，通过盘活闲散资金，加速资金周转，提高融资效率和支持战略业务，实现财务部门的价值创造功能。联合资信认为，财务公司的成立有利于公司加强资金集中管理，积极培育金融业务，使之成为未来公司新的利润增长点。截至2012年底，财务公司资产总额20.60亿元，所有者权益4.82亿元；2012年实现营业收入0.45亿元，净利润0.18亿元。截至2013年9月底，财务公司资产总额24.90亿元，所有者权益6.26亿元；2013年1~9月实现营业收入0.76亿元，净利润0.45亿元。

公司管理体制合理，内部制度健全，运作较为规范，基础管理水平较高，管理风险较低；公司高级管理人员大多具有多年的商业企业运作经验，实践经验丰富；员工年龄结构合理，整体文化素质较高，能够满足公司发展要求。

近年来，公司业务规模持续扩大，资产和收入规模较快增长。零售业店面扩张以及人员工资上升等因素导致营业成本增长较快；房地产和生物制药业务受宏观政策调控、医药行业竞争加剧以及产品结构调整等因素影响，利润

空间受到挤压，公司营业利润率有所下滑，但整体盈利能力仍处于较好水平。经营活动产生的现金流量规模大；间接和直接融资渠道畅通。债务负担偏重，未来投资项目资金需求量大，存在一定的对外融资压力。考虑到山东经济的快速发展和居民消费能力增强，公司在山东省零售行业中突出的市场地位，以及随着地产、医药、传媒等业务板块的逐步发展，公司收入和利润水平有望继续提高。

经联合资信评定，公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

四、主体短期信用分析

1. 资产流动性分析

2010 年~2012 年，公司资产总额保持快速增长态势，年均复合增长 27.03 %。截至 2012 年底，公司资产总额 339.64 亿元，同比增长 16.41%，主要来源于存货、固定资产和投资性房地产增长。资产构成中流动资产占 72.64%，同比下降 1.46 个百分点；非流动资产占 27.36%。公司资产以流动资产为主，符合公司所处行业特点。

2010 年~2012 年，在存货带动下，公司的流动资产呈现较快增长趋势，年均复合增长率为 28.48%。截至 2012 年底，公司流动资产合计 290.29 亿元，同比增长 14.12%，主要来自地产项目开发导致的存货较快增长。流动资产构成主要以存货（占 71.52%）、货币资金（19.38%）和预付账款（占 5.52%）为主。

2010 年~2012 年，公司货币资金年均复合增长 11.14%。截至 2012 年底，公司货币资金 56.26 亿元，同比增长 11.83%，其中现金占 0.81%、银行存款占 77.59%、其他货币资金占 21.60%，其中使用受限制的货币资金占 20.09%，主要是银行承兑汇票保证金和拆迁补偿款等。

2010 年~2012 年，公司应收票据年均复合增长 38.83%。截至 2012 年底，公司应收票据

1.66 亿元，同比增长 163.23%。近年来公司应收票据增速较快主要由于生物医药业务量增长导致票据结算款增加。

2010 年~2012 年，公司应收账款账面价值快速增长。截至 2012 年底，公司应收账款账面价值 1.67 亿元，同比增长 34.68%。从账龄看，1 年以内的占 83.07%，1~3 年占 8.08%，3 年以上的占 8.85%，整体账龄较短；公司应收账款坏账准备余额为 0.52 亿元，计提比例为 31.14%，计提较为充分；前五大欠款单位欠款金额占应收账款账面价值的 25.41%，集中程度一般。截至 2012 年底，公司应收账款余额 1.15 亿元。由于公司零售业主要采用现金结算，应收账款较少。应收账款主要是生物制药业板块应收下游客户的货款，其在公司资产中占比较小，提取坏账准备高，其发生坏账损失对公司资产影响小。

2010 年~2012 年，由于公司放缓了拿地速度，土地竞拍保证金相应减少导致公司其他应收款账面价值持续下降。截至 2012 年底，公司其他应收款账面价值 10.39 亿元，同比下降 4.33%，构成主要为公司参与房地产储备地块竞拍时所缴纳的保证金。从账龄看，1 年以内的占 64.03%，1~3 年的占 19.85%，3 年以上的占 16.13%（公司对 3 年以上的其他应收款建立了考核制度，强化内控，明确责任，加大清收力度），整体账龄较短；公司对其他应收款计提了 2.97 亿元的坏账准备，计提比例为 28.59%，计提充分。公司其他应收款前五名单位欠款金额合计 3.48 亿元，占公司其他应收款总额的 33.48%，集中度较高。截至 2012 年底，公司其他应收款余额 7.42 亿元。

表 1 2012 年底公司其他应收款欠款金额前五名客户
情况（单位：万元、%）

欠款客户	金额	占比
济南市房地产业协会	22924.65	22.07
青岛恒达信投资管理公司	4549.60	4.38
哈尔滨市房屋交易资金监管中心	2543.01	2.45
北京东方航华投资有限公司	2421.88	2.33

济南市财政局	2347.60	2.26
合计	34786.74	33.48

资料来源：公司审计报告

注：上述欠款客户与公司无关联关系。

2010 年~2012 年，公司预付账款持续下降，年均复合变动率为-22.72%。公司预付账款主要由预付在建基本建设项目的地价款、设备和工程价款以及预付材料或商品采购货款等构成。截至 2012 年底，公司预付账款 16.02 亿元，同比下降 8.78%，主要由于部分地产项目完工，工程预付款转入存货所致；其中账龄在 1 年以内的占 49.43%（主要为预付的土地款等），1~3 年占 39.31%（主要为未结算的工程款）。

2010 年~2012 年，由于房地产项目开发投入增长较快，公司存货呈现快速增长趋势，年均复合增长率为 52.44%，在流动资产中占比较高。截至 2012 年底，公司存货 207.60 亿元，同比增长 17.28%，存货构成主要为库存商品（占 7.38%）、开发成本（占 72.96%）和开发产品（占 18.72%）。开发成本和开发产品主要是房地产项目开发所形成。2012 年底公司共计提了 136.39 万元的跌价准备。

表 2 2012 年底公司存货中开发成本明细情况
(单位：万元、%)

项目名称	开工日期	余额	占比
鲁商常春藤	2007.3	85252.33	5.63
鲁商御龙湾	2008.6	29758.83	1.96
青岛蓝岸国际	2007.9	43171.00	2.85
一山一墅	2008.9	11387.66	0.75
东营银座城市广场	2004.11	12867.70	0.85
国奥城项目	2008.07	62168.35	4.10
重庆缙云山	2008.06	40362.86	2.66
北京蓝岸丽舍	2008.8	30088.40	1.99
临沂鲁商凤凰城	2008.5	38461.01	2.54
青岛鲁商·首府	2010.03	241464.05	15.94
济江南池公馆	2011.7	87707.78	5.79
哈尔滨松江新城	2011.5	493258.48	32.56
青岛鲁商置地	2013.5	36532.38	2.41
临沂鲁商置业	2013.5	5806.29	0.38
菏泽鲁商凤凰城	2011.12	78753.03	5.20
合计	--	1297040.15	85.61

资料来源：公司提供

截至 2013 年 9 月底，公司流动资产 339.14 亿元，较 2012 年底增长 16.83%，其中货币资

金较 2012 年底增长 34.96%，主要来自新增融资；应收票据较 2012 年底下降 29.87%，主要由于承兑票据到期收回款项；应收账款较 2012 年底增长 65.27%，主要来自生物制药业板块应收下游客户的货款，由于其结账期一般为四季度，故截至 9 月底余额较大。

从经营效率指标来看，公司销售债权周转次数有所波动，但始终保持较高水平，2010 年~2012 年分别为 116.75 次、178.52 次和 152.63 次。2010~2012 年，受房地产业务开发项目增长较快影响，公司存货周转次数逐年下降，2012 年为 1.35 次。2010~2012 年，公司总资产周转次数呈小幅下降趋势，2012 年为 0.89 次。总体看，公司经营效率正常。

总体看，公司资产构成合理，以流动资产为主，符合零售企业特性。公司货币资金充足，但存货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，整体资产流动性一般。

2. 现金流分析

2010 年~2012 年，随着业务规模不断扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金持续增长，年均复合增长率为 30.04%，2012 年为 393.31 亿元；2010 年~2012 年，公司经营活动现金流出量年均复合增长 7.40%，增速高于现金流入，2012 年为 392.23 亿元。公司零售业店面扩张以及房地产项目开发规模增长较快导致每年有较大的保证金缴付和收回，相应的其他与经营活动有关的现金流入和流出金额较大。2012 年受房地产项目开发规模影响，其他与经营活动有关的现金流入和流出金额同比下降幅度较高，导致经营活动产生的现金流量净额同比下降 38.01%，为 2.60 亿元。从收入实现质量看，2010 年~2012 年公司现金收入比率分别为 103.97%、126.04%和 119.37%，现金回收质量较好。

投资活动现金流方面，随着零售门店数量和规模不断扩张，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大，2012

年为 14.78 亿元，投资活动现金流出量为 20.94 亿元；同时投资活动现金流入量规模相对较小，使投资活动产生的现金保持净流出状态，2012 年为 14.79 亿元。2011 年公司收到和支付其他与投资活动有关的现金主要是对下属子公司增资款项未合并抵消。

2010~2012 年公司筹资活动前现金流量净额分别为-9.91 亿元、-2.75 亿元和-12.19 亿元，经营活动产生的现金流量净额不能满足投资支出，对外筹资规模显著上升。2012 年公司筹资活动产生的现金流入量净额为 198.32 亿元，主要来自银行借款、发行短期融资券、中期票据等债务融资工具。2012 年收到其他与筹资活动有关的现金 41.06 亿元主要是从非银行金融机构筹资借款；筹资活动流出主要是偿还债务及分配股利或偿付利息。

2013 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 4.45 亿元、-8.14 亿元和 27.46 亿元；现金收入比为 104.99%，较 2012 年下降 14.39 个百分点，主要由于生物制药板块应收货款尚未结账导致应收账款增加导致。

综合以上，随着公司经营规模扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模扩大，经营活动获现能力较好，但公司零售业拓展店面以及房地产项目的投资规模较大，公司对外部融资依赖性较大。

3. 短期偿债能力分析

2010 年~2012 年，公司流动比率和速动比率呈下降趋势，三年平均值分别为 149.39% 和 49.83%；其中受存货大幅增长影响，速动比率下降较快。2012 年底流动比率和速动比率分别为 147.59%和 42.04%，分别同比下降 1.09 个百分点和 3.18 个百分点。截至 2013 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 147.20%和 45.35%。2010 年~2012 年，公司经营现金流动负债比有所下降，三年平均值为 2.34%，2012

年为 1.32%。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，公司短期偿债能力尚可。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至2013年9月底，公司在各商业银行获得总授信额度为314.74亿元，其中166.34亿元尚未使用，公司间接融资渠道畅通。

公司于2006年、2008年、2009年、2010年、2011年和2013年已成功发行7期短期融资券；于2010年发行7亿元企业债券“10鲁商债”；于2011年、2012年和2013年发行合计31亿元的中期票据“11鲁商MTN1”、“12鲁商MTN1”和“13鲁商MTN001”；于2012年6月、8月和2013年4月分别非公开发行合计30亿元的定向债务融资工具“12鲁商PPN001”、“12鲁商PPN002”和“13鲁商PPN001”。此外，公司拥有银座股份、鲁商置业两家上市公司。总体看，公司在资本市场具有较强的融资能力。

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2014年1月13日，公司无不良未结清信贷信息记录，已结清信贷信息中有32笔不良及关注类贷款，主要系公司2005年承接几家传统批发流通类原子公司的早期贷款，且目前已全部清偿。总体看，公司过往债务履约情况良好。

截至 2013 年 9 月底，公司无重大应披露的未决诉讼事项。

截至2013年9月底，公司对外担保额1.53亿元，全部为下属子公司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。

五、本期短期融资券偿债能力

1. 本期短期融资券对公司现有债务影响

公司本期短期融资券拟发行额度为 15 亿元，分别占 2013 年 9 月底短期债务和全部债务的 12.94%和 6.95%，本期短期融资券的发行对

公司现有债务产生一定影响。

截至 2013 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.21%、68.19%和 50.32%，以公司 2013 年 9 月底报表财务数据为基础，考虑公司 2013 年度发行的 8 亿元短期融资券“13 鲁商 CP002”和 8 亿元中期票据“13 鲁商 MTN001”，2014 年 1 月兑付的 15 亿元短期融资券“13 鲁商 CP001”，以及计划发行的 15 亿元的 2014 年第一期短期融资券，预计本期短期融资券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率将分别上升至 78.94%、69.72%和 52.21%，公司债务负担将进一步加重。考虑到公司发行及计划发行的短期融资券和中期票据中，部分募集资金将用于置换部分银行借款，公司实际债务负担可能略低于上述预计值。

2. 本期短期融资券偿债能力分析

公司 2010~2012 年底现金类资产分别为 44.82 亿元、49.30 亿元和 56.44 亿元，在剔除受限制的现金类资产后，分别为本期短期融资券的 2.84 倍、3.16 倍和 2.37 倍。截至 2013 年 9 月底，公司现金类资产为 65.23 亿元，剔除受限制的现金类资产 11.93 亿元后，为本期短期融资券的 3.55 倍。若同时考虑计划发行的 15 亿元的 2014 年第一期短期融资券，2010~2013 年 9 月底，公司现金类资产对两期短期融资券的偿债倍数分别为 1.42 倍、1.58 倍、1.1 倍和 1.78 倍。公司现金类资产充裕，对本期短期融资券和 2014 年第一期短期融资券的保障能力强。

2010~2012 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期短期融资券额度的 23.03 倍、49.86 倍和 26.32 倍，分别为本期短期融资券和 2014 年第一期短期融资券合计额度的 11.52 倍、24.93 倍和 13.16 倍，经营活动现金流入量对本期短期融资券和 2014 年第一期短期融资券的保障能力强。2010~2012 年，经营活动产生的现金流量净额分别为 5.42 亿元、4.20 亿元和

2.60 亿元，分别为本期短期融资券发行额的 0.36 倍、0.28 倍和 0.17 倍。

总体看，公司现金类资产充裕，经营活动现金流入量大，对本期短期融资券的保障能力强。

六、结论

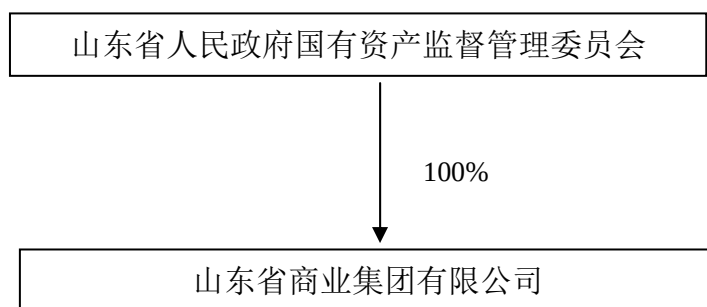
公司是山东省国资委全资直属的大型企业集团，目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒在内的多元化业务格局，核心的商业零售业务在山东及周边市场已具备了显著的品牌优势和规模优势，整体竞争实力强。

近年来，公司业务规模持续扩大，资产和收入规模较快增长。零售业店面扩张以及人员工资上升等因素导致营业成本增长较快；房地产和生物制药业务受宏观政策调控、医药行业竞争加剧以及产品结构调整等因素影响，利润空间受到挤压，公司营业利润率有所下滑，但整体盈利能力仍处于较好水平。公司经营活动产生的现金流量规模大，直接、间接融资渠道畅通，但债务规模快速扩大，债务负担偏重，未来投资项目资金需求量大，存在一定的对外融资压力。考虑到山东经济的快速发展和居民消费能力增强，公司在山东省零售行业中突出的市场地位，以及随着地产、医药、传媒等业务板块的逐步发展，公司收入和利润水平有望继续提高。综合看，公司主体长期信用风险很低。

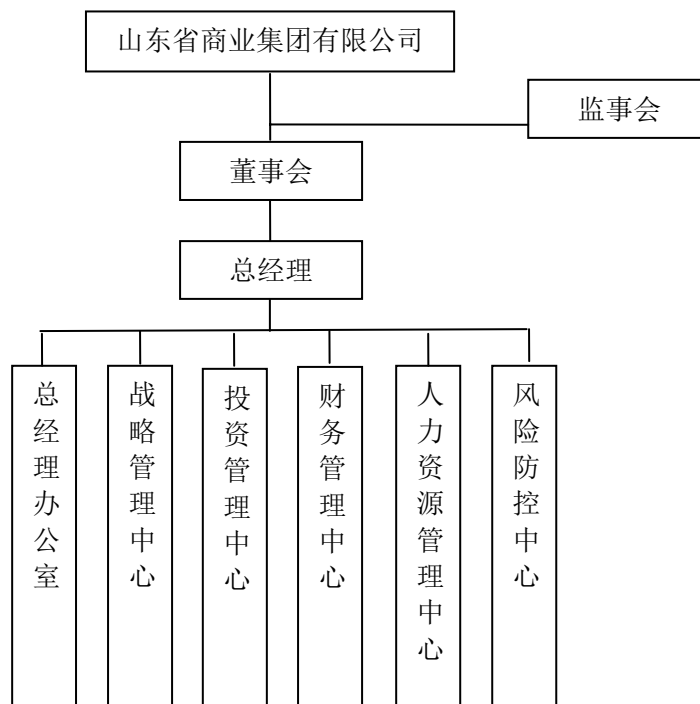
本期短期融资券的发行对公司现有债务影响较小。公司现金类资产充裕，对本期短期融资券的保障能力强；公司经营活动现金流入量规模大，对本期短期融资券覆盖程度高。

总体看，本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 1-3 截至 2013 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

企业名称	注册资本 (万元)	经营范围	所占权益比例	
			直接(%)	间接(%)
山东银座商城股份有限公司	40000.00	商业零售、场地租赁、普通货运，仓储及配送服务	35.36	
山东商报社	1520.75	出版《山东商报》及临时性国内报纸广告业务	24.05	75.95
银座集团股份有限公司	52006.66	商业零售	19.49	9.18
山东银座汽车有限公司	4000.00	汽车及配件销售、汽车租赁、清洗、修理	33.75	
鲁商集团有限公司	42300.00	对外投资、房地产开发等	50.33	
鲁商置业股份有限公司	100096.80	房地产开发	52.65	8.41
山东省银座实业有限公司	1000.00	制冷设备销售、安装	50.00	
山东一卡通科技有限公司	12000.00	非金融 IC 卡的技术开发、制作、发卡。	41.67	
山东商报电子音像出版社	300.00	主营社科、科技、文艺方面音像制品及电子出版物出版。	100.00	
鲁商物产有限公司	10000.00	矿业投资、场地租赁、商品进出口业务	90.00	
山东鲁商物流科技有限公司	2100.00	物流仓储	80.00	
山东省商业集团财务有限公司	30000.00	金融行业	100.00	
山东鲁商学院	1000.00	教育培训	100.00	
易通支付有限公司	10000.00	支付产品	100.00	

注：1. 公司为山东银座商城股份有限公司、银座集团股份有限公司、山东银座汽车有限公司、山东一卡通科技有限公司、山东省银座实业有限公司的第一大股东，虽持股比例未超过 50%，但具有实际控制力，因此纳入合并报表范围。

2. 公司直接持股山东商报社 24.05%，通过所属事业单位山东省生物药物研究院等间接持股 75.95%，对该公司拥有实质控制权，故纳入合并报表范围。

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	455434.65	503054.30	562579.26	11.14	759235.35
交易性金融资产	719.73	173.08	1786.35	57.54	756.93
应收票据	8594.40	6292.86	16564.94	38.83	11616.65
应收账款	6057.75	8831.66	11484.67	37.69	18980.96
预付款项	268308.37	175669.30	160244.07	-22.72	172290.55
应收利息					
应收股利					
其他应收款	125984.59	79657.31	74231.71	-23.24	82003.24
存货	893384.15	1770134.79	2076017.89	52.44	2346504.72
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	1758483.64	2543813.31	2902908.88	28.48	3391388.38
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	26637.68	44622.62	46509.39	32.14	49658.07
投资性房地产	555.27	16635.87	123389.40	1390.69	138366.53
固定资产	373872.22	438158.85	521959.51	18.16	599811.27
在建工程	44711.73	65446.62	51534.24	7.36	94023.49
工程物资	324.64	0.33	0.03	-99.12	
固定资产清理	1087.89	1087.89	1090.65	0.13	1102.91
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	176118.98	183052.06	183335.34	2.03	181351.41
开发支出					
商誉	40157.59	77987.64	78358.22	39.69	78358.22
长期待摊费用	36163.56	36128.10	42718.44	8.69	45835.64
递延所得税资产	18553.98	26145.65	44586.29	55.02	44952.72
其他非流动资产					
非流动资产合计	718183.53	889265.64	1093481.51	23.39	1233460.26
资产总计	2476667.17	3433078.95	3996390.39	27.03	4624848.64

附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	423012.53	566870.93	581509.70	17.25	740916.00
吸收存款及同业存放			482.21		
交易性金融负债					
应付票据	13850.00	7638.06	18055.94	14.18	25735.67
应付账款	126876.32	423985.34	514485.73	101.37	429303.84
预收款项	372756.47	548270.74	589621.53	25.77	865790.93
应付职工薪酬	9281.91	6043.83	7639.84	-9.28	15976.53
应交税费	31239.81	-13790.46	7214.24	-51.94	-56319.76
应付利息	8715.29	15514.98	15900.81	35.07	2479.22
应付股利	6108.39	6358.97	12609.36	43.68	10767.47
其他应付款	71848.52	54870.93	97255.57	16.35	126818.20
一年内到期的非流动负债	71105.00	95191.35	122128.11	31.06	142436.31
其他流动负债					
流动负债合计	1134794.24	1710954.67	1966903.01	31.65	2303904.41
非流动负债：					
长期借款	303582.65	499868.99	504249.08	28.88	600610.34
应付债券	220000.00	300000.00	500000.00	50.76	650000.00
长期应付款	62000.00	62000.00	62000.00	0.00	6200.00
专项应付款					
预计负债	2000.00				
递延所得税负债	206.16	206.16	175.67	-7.69	175.67
递延收益-非流动负债					
其他非流动负债	600.00	600.00	600.00	0.00	600.00
非流动负债合计	588388.81	862675.15	1067024.74	34.67	1313386.00
负债合计	1723183.05	2573629.82	3033927.76	32.69	3617290.42
所有者权益：					
实收资本	175354.06	210940.22	215963.25	10.98	215963.25
资本公积	97504.37	91740.23	112983.60	7.65	112983.60
专项储备					
盈余公积	27217.77	40192.33	65953.80	55.67	65953.80
一般风险准备		37.39	37.39		37.39
未分配利润	77239.83	95127.25	101439.15	14.60	122671.64
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	377316.03	438037.42	496377.19	14.70	517609.68
少数股东权益	376168.09	421411.71	466085.44	11.31	489948.55
所有者权益合计	753484.12	859449.13	962462.63	13.02	1007558.23
负债和所有者权益总计	2476667.17	3433078.95	3996390.39	27.03	4624848.64

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	13 年 1~9 月
一、营业收入	2236833.83	2657873.94	3294725.42	21.36	2870523.07
减: 营业成本	1718504.15	2067425.24	2592641.28	22.83	2304542.36
手续费及佣金支出			7.18	--	125.59
营业税金及附加	35279.31	42898.66	68660.09	39.51	47968.97
销售费用	232800.96	301821.72	352533.10	23.06	315172.81
管理费用	98491.75	120376.92	111522.34	6.41	93995.26
财务费用	45839.42	20277.63	40546.62	-5.95	36582.32
资产减值损失	11163.61	4807.17	3397.03	-44.84	2045.72
加: 公允价值变动收益	52.20	-12.65	5.82	-66.61	
投资收益	6988.71	3227.11	4269.25	-21.84	2399.15
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	101795.54	103481.06	129692.87	12.87	72489.19
加: 营业外收入	18375.90	14946.03	10598.42	-24.06	3661.83
减: 营业外支出	3849.25	4578.13	5096.09	15.06	3153.53
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	116322.19	113848.96	135195.20	7.81	72997.48
减: 所得税费用	31207.19	25950.55	39945.04	13.14	27901.89
四、净利润	85115.00	87898.41	95250.16	5.79	45095.59
其中: 归属于母公司所有者的净利润	45446.05	33423.63	40637.56	-5.44	21232.49
少数股东损益	39668.95	54474.78	54612.60	17.33	23863.11

注: 营业收入取值营业总收入数。

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率 (%)	13 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	2325723.47	3349967.26	3933064.76	30.04	3013692.13
客户存款和同业存放款项净增加额			482.21		
收取利息、手续费及佣金的现金			2643.95	--	3099.01
收到的税费返还		509.58	314.39	--	81.68
收到其他与经营活动有关的现金	1128911.40	4128550.38	11827.80	-89.76	13267.26
经营活动现金流入小计	3454634.87	7479027.22	3948333.10	6.91	3030140.07
购买商品、接受劳务支付的现金	1815639.11	3147826.45	3194973.41	32.65	2582446.96
支付利息、手续费及佣金的现金			7.18	--	125.59
支付给职工以及为职工支付的现金	82365.71	170718.57	185240.61	49.97	141283.32
支付的各项税费	110218.88	196211.60	174478.74	25.82	169069.01
支付其他与经营活动有关的现金	1392202.53	3922290.97	367611.20	-48.61	92687.85
经营活动现金流出小计	3400426.22	7437047.58	3922311.15	7.40	2985612.73
经营活动产生的现金流量净额	54208.64	41979.64	26021.95	-30.72	44527.35
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	5895.84	37787.15	54756.27	204.75	
取得投资收益收到的现金		3891.48	5490.79	--	223.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		2678.14	385.70	--	301.32
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金		198029.26	804.30	--	
投资活动现金流入小计	5895.84	242386.03	61437.06	222.81	524.32
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	144457.24	114129.42	147817.28	1.16	78914.33
投资支付的现金	14740.62	22345.92	61418.96	104.12	300
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		272.70		--	
支付其他与投资活动有关的现金		175140.82	15	--	
投资活动现金流出小计	159197.86	311888.86	209386.24	14.68	81914.33
投资活动产生的现金流量净额	-153302.01	-69502.83	-147949.18	-1.76	-81390.01
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	94949.50	66775.00	41513.30	-33.88	20
取得借款收到的现金	499610.59	374231.09	1181108.71	53.75	852331.68
发行债券收到的现金		23000	35000	--	25000
收到其他与筹资活动有关的现金		456710.79	410561.88	--	75668.78
筹资活动现金流入小计	594560.09	1127716.89	1983183.89	82.63	1178200.46
偿还债务支付的现金	398139.87	724946.58	1469089.21	92.09	750940.98
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	45248.18	140942.71	185958.19	102.72	102238.06
支付其他与筹资活动有关的现金		186642.79	259723.70	--	50381.92
筹资活动现金流出小计	443388.05	1052532.08	1914771.10	107.81	903560.96
筹资活动产生的现金流量净额	151172.05	75184.81	68412.79	-32.73	274639.50
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		-41.96	5.34	--	5.27
五、现金及现金等价物净增加额	52078.67	47619.65	-53509.10	--	237782.10
加: 期初现金及现金等价物余额	403355.98	455434.65	503054.30	11.68	449545.21
六、期末现金及现金等价物余额	455434.65	503054.30	449545.21	-0.65	687327.31

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	85115.00	87898.41	95250.16	5.79
加：资产减值准备	11163.61	4807.17	3397.03	-44.84
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	23085.56	39230.43	15884.09	-17.05
无形资产摊销	5634.20	4779.56	4979.19	-5.99
长期待摊费用摊销	29037.17	9990.26	10641.87	-39.46
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	-4314.12	-81.08	--
固定资产报废损失（收益以“—”号填列）	0.00	43.60	5.11	--
公允价值变动损失（收益以“—”号填列）	-52.20	12.65	-5.57	-67.35
财务费用（收益以“—”号填列）	46414.26	32484.11	4418.74	-69.15
投资损失（收益以“—”号填列）	-6988.71	-3227.11	-4269.25	-21.84
递延所得税资产减少（增加以“—”号填列）	-3894.32	-7591.68	-18440.64	117.61
递延所得税负债增加（减少以“—”号填列）	0.00	0.00	-30.49	--
存货的减少（增加以“—”号填列）	-244274.42	-876855.41	-305883.09	11.90
经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）	-104406.25	138493.97	7925.75	--
经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）	213374.74	616227.79	212230.15	-0.27
其他				
经营活动产生的现金流量净额	54208.64	41979.64	26021.95	-30.72
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				--
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	--
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	--
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	--
3. 现金及现金等价物净变动情况：				--
现金的期末余额	455434.65	503054.30	449545.21	-0.65
减：现金的期初余额	403355.98	455434.65	503054.30	11.68
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	--
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	--
现金及现金等价物净增加额	52078.67	47619.65	-53509.10	--

附件 5 公司主要财务指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	116.75	178.52	152.63	--
存货周转次数(次)	2.29	1.55	1.35	--
总资产周转次数(次)	1.05	0.90	0.89	--
现金收入比(%)	103.97	126.04	119.37	104.99
盈利能力				
营业利润率(%)	21.60	20.60	19.23	18.05
总资本收益率(%)	8.49	11.17	12.49	--
净资产收益率(%)	13.91	10.90	10.46	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	33.15	43.06	48.44	52.21
全部债务资本化比率(%)	57.79	63.10	64.20	69.16
资产负债率(%)	69.58	74.97	75.92	78.21
偿债能力				
流动比率(%)	154.96	148.68	147.59	147.20
速动比率(%)	76.23	45.22	42.04	45.35
经营现金流动负债比(%)	4.78	2.45	1.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.63	1.41	1.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.69	7.34	6.62	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.10	-0.02	-0.07	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.08	-0.19	-0.56	--
本期短期融资券偿债能力				
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	11.52	24.93	13.16	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.18	0.14	0.09	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.33	-0.09	-0.41	--
现金偿债倍数(倍)	2.84	3.16	2.37	3.55

注：1.公司 2013 年三季度财务数据未经审计；

2.公司计入应付债券的短期融资券和一年内到期的长期债券在指标计算中已调整计入短期债务；

3.现金偿债倍数计算时已剔除使用受限制的现金类资产；

4.2012 年 EBITDA 计算时已包含在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。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×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
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×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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
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/本期短期融资券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物)/本期短期融资券到期偿还额

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据+交易性金融负债

全部债务=(长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

附件 7 短期融资券信用等级的定义

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

联合资信评估有限公司关于 山东省商业集团有限公司 2014 年度第二期短期融资券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期短期融资券存续期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山东省商业集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。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，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山东省商业集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现山东省商业集团有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期短期融资券的信用等级。

如山东省商业集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期短期融资券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山东省商业集团有限公司、主管部门、交易机构等。

