

跟踪评级公告

联合[2014] 641 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“10鲁商债”的信用等级为AAA;维持“13鲁商CP002”、“14鲁商CP001”信用等级为A-1;维持“11鲁商MTN1”和“12鲁商MTN1”、“13鲁商MTN001”的信用等级为AA⁺。

特此公告。



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
10 鲁商债	7 亿元	2010/3/11-2017/3/11	AAA	AAA
11 鲁商 MTN1	8 亿元	2011/9/28-2014/9/28	AA ⁺	AA ⁺
12 鲁商 MTN1	15 亿元	2012/11/21-2017/11/21	AA ⁺	AA ⁺
13 鲁商 MTN001	8 亿元	2013/11/20-2018/11/20	AA ⁺	AA ⁺
13 鲁商 CP002	8 亿元	2013/11/20-2014/11/20	A-1	A-1
14 鲁商 CP001	15 亿元	2014/03/10-2015/03/10	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 5 月 20 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	50.95	58.09	112.08	103.83
资产总额(亿元)	343.31	399.64	530.56	534.11
所有者权益合计(亿元)	85.94	96.25	97.19	98.88
长期债务(亿元)	64.99	85.42	124.33	126.24
全部债务(亿元)	146.96	172.59	266.99	272.06
营业收入(亿元)	265.79	329.47	365.71	104.86
利润总额(亿元)	11.38	13.52	11.21	3.00
EBITDA(亿元)	20.03	26.07	28.95	--
经营性净现金流(亿元)	4.20	2.60	3.67	0.85
营业利润率(%)	20.60	19.23	18.03	16.67
净资产收益率(%)	10.90	10.46	6.51	--
资产负债率(%)	74.97	75.92	81.68	81.49
全部债务资本化比率(%)	63.10	64.20	73.31	73.34
流动比率(%)	148.68	147.59	143.93	145.53
全部债务/EBITDA(倍)	7.34	6.62	9.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.41	1.19	0.90	--
经营现金流/流动负债(%)	2.45	1.32	1.36	--

注: 1. 2014 年一季度财务数据未经审计。2. 指标计算时已将短期融资券和一年内到期非公开定向债务融资工具计入短期债务。

分析师

景 雪 车 飞

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, 受益于零售和房地产业务规模持续扩大, 山东省商业集团有限公司(以下简称“公司”)资产和收入规模较快增长。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司营业利润率下滑、2013 年生物制药业务收入大幅下降并出现亏损、2014 年一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加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, 加之房地产、传媒、金融等业务板块的逐步发展, 公司收入规模有望继续保持稳定增长, 从而支撑公司基本信用面。

跟踪期内, “10鲁商债”担保方山东省高速集团有限公司经营规模及资产总额较快增长, 保持了很强的偿债能力, 联合资信维持山东省高速集团有限公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“10鲁商债”的信用等级为 AAA; 维持“13鲁商 CP002”、“14鲁商 CP001”的信用等级为 A-1; 维持“11鲁商 MTN1”、“12鲁商 MTN1”、“13鲁商 MTN001”的信用等级为 AA⁺。

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、销售规模持续扩大, “银座”品牌知名度高, 区域竞争优势得到保持。
2. 跟踪期内, 公司收入规模保持较快增长。
3. 公司在生物医药领域具备技术优势, 拥有

全国最大的透明质酸生产基地。

4. 公司经营活动现金流入量对存续期内待偿还债券本金的保障能力强；现金类资产对一年内到期债券本金保障能力强。

关注

1. 2013年公司生物制药业务子公司合并范围发生变化，医药工业收入显著下滑，同时各项成本和费用大幅上升，公司生物制药板块出现亏损。

2. 跟踪期内，2013年受房地产行业宏观政策调控、零售业新开店费用增加及生物制药板块亏损等因素影响，公司盈利能力有所下滑。

3. 2014年一季度，由于房地产行业宏观政策调控成效进一步显现，公司房地产开发进度放缓，销售规模下降。

4. 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。

5. 跟踪期内，公司有息债务快速增加，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存续期内相关债券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。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2014年3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2014年3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8家,控股二级子公司8家,事业单位9家。

截至2013年底,公司合并资产总额530.56亿元,所有者权益合计97.19亿元(含少数股东权益45.88亿元);2013年公司实现营业收入

365.71亿元,利润总额11.21亿元。

截至2014年3月底,公司合并资产总额534.11亿元,所有者权益合计98.88亿元(含少数股东权益46.21亿元);2014年1~3月,公司实现营业收入104.86亿元,利润总额3.00亿元。

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

1. 宏观经济

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013年中国实现国内生产总值568845亿元,同比增长7.7%。

2013年,中国规模以上工业增加值同比增长9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万元以上的企业,下同)实现利润总额62831亿元,同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元,同比名义增长13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资(不含农户)436528亿元,同比增长19.6%;三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013年,中国进出口总额为41600亿美元,同比增长7.6%;其中出口金额增长7.9%,进口金额增长7.3%,贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策,结合税制改革完善结构性减税政策,促进经济结构调整;适当增加财政赤字和国债

规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末

升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一

步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

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。跟踪期内，中国零售行业保持了较好的发展趋势。根据《2013年国民经济和社会发展统计公报》，全年社会消费品零售总额237810亿元，比上年增长13.1%，扣除价格因素，实际增长11.5%。按经营地统计，城镇消费品零售额205858亿元，增长12.9%；乡村消费品零售额31952亿元，增长14.6%。按消费形态统计，商品零售额212241亿元，增长13.6%；餐饮收入额25569亿元，增长9.0%。在限额以上企业商品零售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额比上年增长13.9%，服装、鞋帽、针纺织品类增长11.6%，化妆品类增长13.3%，

金银珠宝类增长25.8%，日用品类增长14.1%，家用电器和音像器材类增长14.5%，中西药品类增长17.7%，文化办公用品类增长11.8%，家具类增长21.0%，通讯器材类增长20.4%，石油及制品类增长9.9%，汽车类增长10.4%，建筑及装潢材料类增长22.1%。

2014年4月25日，中国连锁经营协会正式对外发布“2013年中国连锁百强”名单。统计结果显示，2013年连锁百强企业销售规模达到2.04万亿元，同比增长9.9%。2013年，销售增幅首次出现个位数，是百强统计以来销售增幅最低的一年，但与前两年相比，回落幅度缩小，行业进入整体放缓但相对稳定的发展阶段。连锁百强企业销售额占社会消费品零售总额的8.6%，较2012年下降0.7个百分点。连锁百强企业门店总数达到9.5万个，同比增长7.6%，是自连锁百强统计以来增速最低一年。2013年连锁百强企业呈现以下特点：销售增速继续放缓的同时，成本持续攀升，百强企业房租支出增长11%、人工成本增长18%，两项成本快速的上涨迫使企业开店放缓，有21家企业的店铺总数出现负增长，销售出现负增长的企业也明显增加，达到15家，为历年最多；百货超市增幅下降，便利店增长较快，50家以百货业务为主的百强企业和以经营超市为主的快消品百强企业销售增长低于百强平均增幅，而门店数量排名前45家的便利店企业门店增长9.5%，快于百强平均增幅1.9个百分点，按其中有可比销售的便利店企业计算，销售额同比增长16%，在各业态中增幅最大；积极开展网络零售，自建平台成为主流，2013年百强企业中共有67家开展了网络零售业务（2011年和2012年分别为41家和62家），其中有51家采用自建平台方式，开展网络零售的百强企业线上销售额占企业总销售的比例由2012年的2.9%上升到3.7%。受人口红利的消减、渠道分流、消费者消费习惯变化、“国八条”政策引导等多种因素影响，2013年连锁百强平均年销售额增速继续放缓，预计未来几年中国连锁企业将进入稳定发展期。

在2013年连锁百强中，苏宁云商集团股份有限公司以1380亿元的销售规模位居榜首，公司以611.38亿元的销售规模（含税）位居百强的第7位，较2012年上升2位。

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。继一系列房地产调控政策出台带来房地产业景气度呈现持续震荡下滑之后，2012年10月份开始，中国房地产市场呈现明显翘尾行情，国房景气指数明显回升，其中，房地产信贷环境逐步放松、部分城市调控政策继续微调、市场预期发生实质性转变等是支撑房地产行业基本面好转的主要因素。2013年12月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为97.21，比上月提高0.83点。

从房地产投资情况看，2013年，全国房地产开发投资86013亿元，比上年增长19.8%。其中，住宅投资58951亿元，增长19.4%，占房地产开发投资的比重为68.8%；办公楼投资4652亿元，增长38.2%；商业营业用房投资11945亿元，增长28.3%。

从成交情况看，2013年全国房地产市场规模迎来了新一轮的快速扩张，商品房销售面积130551万平方米，比上年增长17.3%，增速比2012年提高15.5个百分点；其中，住宅销售面积增长17.5%，办公楼销售面积增长27.9%，商业营业用房销售面积增长9.1%。商品房销售额81428亿元，增长26.3%，比2012年提高16.3个百分点；其中，住宅销售额增长26.6%，办公楼销售额增长35.1%，商业营业用房销售额增长18.3%。

从房价来看，多数三四线城市房价基本稳定，但大中城市房价维持全面上涨态势。2013年70个大中城市房价中，环比房价各月表现差异并不十分明显，2月份以来均有60个以上城市环比上涨，同比涨幅较环比涨幅更胜一筹，第四季度同比上涨的城市一直维持在69个，只

有温州有小幅回落。

土地市场方面，2013年全国土地购置面积38814万平方米，同比增长8.8%；全国土地成交价款9918亿元，增长33.9%（2012年土地购置面积同比下降19.5%，土地成交价款同比下降16.7%）。由2012年的负增长转向了2013年的正增长。这在一定程度上能够减轻未来市场供应不足的预期。2013年土地成交均价2555元/平方米，显著高于2012年土地成交均价2074元/平方米，同比增幅达到23.2%。从全年土地市场变化情况看，市场经历了先冷后热，逐步升温的过程。从季度走势可以看到，2013年Q1-Q4土地购置面积同比增速分别是-22%、-1%、11.3%和41.7%，同比增速由前两个季度的负值转为下半年的正值，且增幅不断提高。土地购置面积下半年的快速增长，得益于地方加大了土地供应力度，一方面确保保障性安居工程用地足额到位，另一方面也是直接利用供求关系来影响市场价格预期。

总体来看，跟踪期内，房地产市场整体处于上升趋势，销售量、销售金额同比去年都呈现大幅增长态势，但市场呈现结构性差异，一线城市和部分热点二线城市成交火爆，三四线城市仍处于去库存状态。目前宏观政策已确定“稳中求进”的发展基调，调控以市场化手段主导，有利于房地产市场健康稳定发展的长效机制将加快落地。同时，在国家大力推进新型城镇化的过程中，房地产业将获得新的发展空间。

3. 生物制药行业

跟踪期内，随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。2013年医药制造业实现主营业务收入21682亿元，同比增长17.9%；利润总额2197亿元，同比增长17.6%；销售收入利润率10.1%，与上年同期基本持平。其中中药饮片加工业销售收入利润率同比均提高4.32个百分点，利润同比增长

30.89%；化学药品制剂销售收入利润率同比提高 0.81 个百分点，利润同比增长 16.43%；生物生化药品制造业销售收入利润率同比降低 8.49 个百分点，利润同比增长 13.17%。总体看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额保持持续增长，其中化学制剂药、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大；中药饮片和生物制药的增速最高。从盈利指标看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造盈利能力最强，近年来销售利润率一直高于行业平均水平，2013 年 1~11 月分别为 11.80%、10.79%和 10.18%。

从未来发展来看，短期内各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期来看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

4.山东省经济发展概况

公司业务主要集中在山东省范围内，山东省经济发展对公司经营产生直接影响。跟踪期内，山东省经济保持平稳发展态势。据山东省

统计局公布的《2013年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2013年全省实现生产总值(GDP)54684.3亿元，按可比价格计算，比上年增长9.6%。其中，第一产业增加值4742.6亿元，增长3.8%；第二产业增加值27422.5亿元，增长10.7%；第三产业增加值22519.2亿元，增长9.2%。产业结构调整稳步推进，三次产业比例由上年的8.6:51.4:40.0调整为8.7:50.1:41.2。人均生产总值56323元，增长9.0%。

居民人均收入稳步增长，消费能力进一步增强。2013年山东省城镇居民人均可支配收入28264元，比上年增长9.7%，扣除价格因素，实际增长7.4%。城镇居民人均消费性支出17112元，增长8.5%。其中，食品支出5626元，增长8.2%，城镇居民恩格尔系数为32.9%。农村居民人均纯收入10620元，比上年增长12.4%，扣除价格因素，实际增长9.7%。农村居民人均生活消费支出7393元，增长9.1%。其中，食品支出2554元，增长10.0%，农村居民恩格尔系数为34.5%。

零售业

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。2013年山东省消费品市场稳步增长。社会消费品零售总额21744.8亿元，比上年增长13.4%。其中，餐饮收入2238.2亿元，增长10.7%；商品零售19506.6亿元，增长13.7%。城镇消费品零售额17453.6亿元，增长13.3%；乡村消费品零售额4291.2亿元，增长13.8%。热点商品销售良好，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1911.0亿元，比上年增长15.8%；服装、鞋帽、针纺织品类零售额1055.9亿元，增长12.6%；日用品类零售额377.9亿元，增长14.5%；金银珠宝类零售额252.7亿元，增长32.3%；建筑及装潢材料类零售额339.2亿元，增长22.5%；家用电器和音像器材类零售额769.5亿元，增长17.5%；通讯器材类零售额140.0亿元，增长16.9%；汽车类零售额2478.2亿元，增长13.3%。

从山东省内零售市场竞争格局看,目前已有利群集团股份有限公司、山东家家悦集团有限公司、山东潍坊百货集团股份有限公司、山东新星集团有限公司等国内大型零售企业以及美国沃尔玛、法国家乐福、新加坡百盛等十多家外商零售企业存在,业态包括大型综合超市、购物中心、专业连锁店等多种形式。2013年公司下属的银座商城以133.28亿元的销售规模继续保持山东省内最大零售企业地位。

总体来看,平稳较快的经济发展形势使得居民消费能力稳步增强,为省内零售业提供了良好的发展环境,但也面临外资零售企业扩张和国内企业网点拓展造成的较大竞争压力。

房地产行业

2013年山东省房地产市场运行平稳,房地产开发投资5444.5亿元,比上年增长15.6%。从商品房建设用途看,住宅投资3976.6亿元,增长14.5%;商业营业用房投资701.7亿元,增长21.8%。房屋施工面积50549.2万平方米,增长17.7%;房屋竣工面积7508.5万平方米,增长2.5%。商品房销售面积10329.8万平方米,增长19.7%,其中住宅销售面积9300.3万平方米,增长20.1%。

保障性安居工程建设扎实推进。2013年新开工各类保障性安居工程28.3万套,开工任务完成率为120.1%,连同往年结转项目基本建成24.6万套,基本建成任务完成率为144.8%。

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。

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。

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2014年3月底,公司拥有121家百货超市复合门店(其中在河北、河南和江苏等山东省外地区拥有12家)、185家连锁超市、9家家居专营店、3家购物中心、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418.76万平方米。在“2013年中国连锁百强”排名中,公司以611.38亿元的销售规模(含税)位居百强的第7位,较2012年上升2位。2013年公司下属的银座商城以133.28亿元的销售规模继续保持山东省内最大零售企业地位。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“润舒”、“润洁”、“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道。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。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。

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”，公司直接持股56.21%）。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年底，鲁商置业累计开发规模达900万平方米。截至2013年底，鲁商置业资产总额272.99亿元，所有者权益20.24亿元；2013年实现营业收入52.93亿元，利润总额5.47亿元。

第三方支付业务方面，公司控股的山东（鲁商）一卡通科技有限公司（以下简称“一卡通公司”，公司持股比例41.67%）是经山东省人民政府鲁政字【2008】13号文件唯一特许经营在山东省范围内经营“山东一卡通”业务的企业，拥有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》，业务类型为：预付卡发行与受理、业务覆盖范围为山东省。《中华人民共和国支付业务许可证》又被业界称为“第三方支付牌照”。该牌照的获得是公司第三方支付业务发展的重要基础和保障。第三方支付业务的发展有助于公司规避单体企业市场经营风险，实现各业务板块资源共享，提高集约化程度和资源利用度。2013年山东一卡通实现销售80.17亿元，同比增长142.57%；2014年1~3月山东一卡通实现销售17.71亿元，截至2014年3月底下属签约商户2.4万家，刷卡POS机终端达到5.3万台。

六、管理分析

公司已建立较为完善的法人治理结构，管理体制合理，内部制度健全，运作较为规范。跟踪期内，公司高级管理人员、管理制度、管理体制无重大变动。

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。2013年在商业零售板块的带动下，公司实现营业收入365.71亿元，同比增长11.00%。

从收入构成来看，零售业仍为公司最主要的收入来源，2013年对公司营业收入贡献率为82.73%；生物制药业务由于三级子公司合并范围发生变化，收入同比大幅下降50.00%，对营业收入贡献率为将至1.43%；竣工项目规模的增长带来房地产业务对营业收入贡献率同比继续上升，2013年为14.47%；随着公司对非主业资产的整合，其他业务收入规模有所下降，对营业收入贡献率为1.37%，同比下滑1.23个百分点。

从业务毛利率来看，公司毛利率为20.56%，同比下滑0.75个百分点，主要是一方面生物制药业务原材料价格、人工成本和生产管理成本等支出增加等因素导致营业成本快速增长；另一方面房地产和生物制药业务受宏观政策调控、医药行业竞争加剧等因素影响，毛利率水平有所下滑。分板块来看，2013年零售业务毛利率为18.21%，同比上升0.31个百分点，是公司主要毛利润来源；生物制药业务和房地产业务毛利率分别为56.21%和28.21%，同比分别下滑10.52和1.73个百分点。

2014年1~3月，公司实现营业收入104.86亿元，为2013年全年的28.67%；其中零售业务收入占比上升至85.89%，但由于春节期间促销力度较大，毛利率较2013年降至15.95%，与去年同期基本持平；由于公司药品主要治疗关节方面的疾病，秋冬季为发病期，因此一季度制药业务收入较上年全年相比规模较小，毛利率为56.94%；房地产业务收入占比降至5.28%，主要由于部分预售项目尚未确认收入，毛利率

为31.59%；食品及其他业务毛利率较2012年下降较快主要由于教育产业收入主要在三季度体现。

总体看，跟踪期内，在核心板块零售业快速发展及房地产交房规模不断增长的带动下，公司营业收入持续较快增长。公司业务毛利率

有所下滑，主要是一方面生物制药原材料价格、人工成本和生产管理成本等支出增加等因素导致营业成本快速增长，另一方面房地产和生物制药业务受宏观政策调控、医药行业竞争加剧等因素影响，毛利率水平有所下滑。

表1 公司营业收入构成和毛利率情况

	营业收入（亿元）				毛利率（%）			
	2011年	2012年	2013年	14年1~3月	2011年	2012年	2013年	14年1~3月
零售业	218.93	273.70	302.54	90.07	18.64	17.90	18.21	15.95
生物制药业	10.35	10.46	5.23	1.44	63.19	66.73	56.21	56.94
房地产业	23.82	36.74	52.93	5.54	27.16	29.94	28.21	31.59
食品及其他	12.69	8.58	5.01	7.81	41.13	37.92	44.51	25.35
合计	265.79	329.47	365.71	104.86	22.22	21.31	20.56	18.04

资料来源：公司提供

1. 零售业

经营概况

零售业一直是公司重点发展的核心业务。跟踪期内，公司零售业务收入保持了快速增长的态势。2013年公司零售业实现收入302.54亿元，同比增长10.54%。2014年1~3月，公司零售业实现收入90.07亿元，占2013年全年的29.77%。

2013年公司新开百货超市复合店16家、连锁超市7家、家电店2家。截至2014年3月底，公司拥有121家百货超市复合门店（其中在河北、河南和江苏等山东省外地区拥有12家）、185家连锁超市、9家家居专营店、3家购物中心、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418.76万平方米。

表2 2011~2014年3月公司零售业店面经营情况

店面种类	2011年		2012年		2013年		2014年3月	
	店面数（家）	经营面积（万平方米）	店面数（家）	经营面积（万平方米）	店面数（家）	经营面积（万平方米）	店面数（家）	经营面积（万平方米）
百货超市复合店	93	228.99	104	260.38	120	290.66	121	292.35
超市	164	6.62	178	6.80	185	6.98	185	6.98
家居店	12	72	9	73.7	9	73.7	9	73.7
家电店	33	5.75	34	6.3	36	6.5	36	6.5
购物中心	3	36.1	3	36.1	3	36.1	3	36.1
汽车	7	2.13	10	3.13	10	3.13	10	3.13

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	
					2013年	2014年1~3月
山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	329926.91	88303.72
济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	90002.30	24132.14
济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	41027.78	10646.39
东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	71737.34	20551.19
泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	66317.82	17819.84

商城名称	经营面积	开店时间	物业权属	经营方式	销售额	
					2013 年	2014 年 1~3 月
淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	89598.97	25262.02
济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	46056.06	12572.12
滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	42586.02	12476.20
滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	32385.42	7512.85
临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	79844.02	16471.25
日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	53811.21	11190.37
淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	26272.81	7899.92
潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	49845.07	14196.90
菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	63198.59	17336.68
新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	23346.64	5465.45
泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	11463.88	2948.08
济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	74836.58	12399.27
邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	20520.62	4413.80
济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	24987.63	7314.01
莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	32122.53	8955.47
济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	34397.30	8694.13
石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	64431.60	16167.03
博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	21972.82	5501.35
长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	13351.45	3049.98
章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	22589.64	7037.35
济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	29899.18	6175.65
莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	13468.15	4078.06
滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	29851.46	8864.27
银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	34560.35	9792.24
濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	42934.94	3796.63
信阳银座商城	3.01	2011	租赁	百货+超市	5584.90	1148.86
洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	5021.06	1591.15
安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	5263.68	1522.38
鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	7363.70	2313.20
烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	27422.44	4938.58
威海银座商城	3.41	2012	自有	百货+超市	14981.23	3633.52
聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	15063.02	4165.39
保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	13737.37	3839.54
徐州银座商城	7.20	2013	自有	百货+超市	2647.69	3131.87
合 计	101.50	--	--	--	1674430.18	427308.85

资料来源：公司提供

目前公司零售业的经营模式仍采用联营、代销、经销、租赁等方式，2013年四种模式占营业收入的比重分别约为61%、5.5%、30.5%和3%。目前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，2013年前五的供应商采购额占采购成本的5.32%，集中度低。

第三方支付业务主要由公司控股的一卡通公司制作、发行和推广应用“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》。2013年山东一卡通实现销售80.17亿元，同比增长

142.57%；2014年1~3月山东一卡通实现销售17.71亿元，截至2014年3月底下属签约商户2.4万家，刷卡POS机终端达到5.3万台。

电子商务方面，公司通过银座网上商城为用户提供“24小时免费送货上门、货到满意付款、7日内无条件退换货、免费上门服务、支持上门刷卡”等全方位的贵宾式服务。近年来，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。2013年，银座网实现销售1.80亿元，同比增长65.14%；2014年1~3月，银座网实现销售0.59亿元，截至2014年3月底签约商户达到568家。

发展规划

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。

在管理上，为更好的支持规模扩张，配送系统、信息系统和连锁体制等配套建设也将尽快建立完善。物流配送体系的建设，将结合区域扩张的特点和要求，着力构建通畅、高效的物流配送体系。信息系统建设将尽快建立以计算机管理为导向的流程管理模式，强化“进、销、存”系统的实时掌控和数据分析能力，做到及时、全面提供经营需要的各项数据分析，用信息化手段提高经营管理效率。连锁体制建设是零售业实施扩张发展战略的根本，公司将进一步完善“总部—中心店—分店”的组织体制，为进一步做大做强零售业奠定体制基础。

主要在建项目

截至2014年3月底，公司零售业主要在建工程为青岛银座中心、青岛李沧银座广场、济南经一路项目和威海宏图项目，涵盖了高档百货店、超市、步行街、真冰溜冰场、影院、酒店式公寓等多种物业形态。上述项目总投资52.56亿元，截至2014年3月底已完成投资40.20亿元，2014年内仍需投入12.36亿元。

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4 截至2014年3月底公司零售业主要在建工程（单位：万平方米、亿元）

项 目	占地面积	建设期间	工程 进度	总投资	累计完成投资	资金来源
青岛银座中心	1.53	2011.03-2014.12	85%	16.00	13.60	开发贷6亿元，其他自筹
青岛李沧银座广场	2.69	2011.01-2014.12	60%	21.00	16.24	开发贷9亿元，其他自筹
济南经一路项目	3.23	2012.02-2014.12	71%	7.56	5.36	开发贷3亿元，其他自筹
威海宏图项目	1.21	2013.10-2014.12	60%	8.00	5.00	开发贷4亿元，其他自筹
合 计	--	--	--	52.56	40.20	--

资料来源：公司提供

2. 生物制药

2013年公司生物制药业务完成收入5.23亿元，收入同比下降50.00%，主要由于福瑞达医药对其子公司山东博士伦福瑞达制药有限公司（以下简称“博士伦公司”，福瑞达持股30%）

因对其无法实质控制故不再纳入合并范围，而博士伦公司的主要生产和销售润洁、润舒、施沛特，系公司主要销售商品，因此2013年公司医药生产收入较2012年大幅下降（见表4），生物制药收入转为以医药商业收入为主，但福瑞

达医药依然作为博士伦公司主要下游渠道销售其所产的部分医药产品，同时生产及销售“颈痛片”、“咪必克”等新产品，其中“颈痛片”2013年产销量增幅较大，收入同比上升9.56%。2013年，制药原材料价格、人工成本和生产管理成本等支出增加等因素导致营业成本快速增长，随着医药行业竞争加剧，公司生物制药业务毛利率水平下滑至56.21%，同比下降10.52个百分点。同时，由于广告等销售费用的增加和转让长期股权投资等发生的投资损失2404.01万元，2013年福瑞达医药发生亏损，全年利润总额-8962万元。2014年1~3月，生物制药板块实现收入1.44亿元。

表5 公司生物制药业营业收入构成（单位：万元）

	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月
1.医药生产	50106.00	71261.00	6764.00	1644.00
润洁	21034.00	23768.00	--	--
润舒	16359.00	18322.00	--	--
施沛特	6709.00	7581.00	--	--
颈痛片	3060.00	3458.00	6764.00	1644.00
2.医药商业	29800.00	33376.00	45536.00	12714.00

资料来源：公司提供

总体看来，2013年博士伦公司的出表短期内对公司生物制药板块收入和利润影响显著，收入结构转为以医药商业为主，且各项成本和费用的大幅上升导致公司生物制药板块出现亏损。此外，由于一方面医药改革深入加剧了行业竞争，另一方面公司重点推广的“颈痛片”、

“咪必克”等新产品利润相对较低，公司生物制药板块利润空间逐步收窄。

3. 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。鲁商置业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。2013年公司房地产开工面积和竣工面积均有所下降，但仍保持较大规模，分别为126.04万平方米和103.08万平方米。同期，签约销售收入和面积分别为91.00亿元和96.94万平方米，但多个项目尚未竣工交房，确认销售收入和面积分别为52.93亿元和47.64万平方米。

2014年1~3月，由于房地产行业宏观政策调控成效进一步显现，公司房地产开发进度放缓，销售规模下降；房地产开工和竣工面积大幅下降，分别为15.80亿元和2.00亿元，占2013年同期的54.20%和29.07%；签约销售面积和收入偏低，分别为9.94万平方米和11.29亿元，占2013年同期的35.50%和53.32%。2014年1~3月，受项目起售进度影响，公司房地产确认销售面积和收入分别为7.41亿元和5.54亿元，占2013年全年的15.54%和10.47%。

表6 公司房地产业务经营情况

项 目	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月
开工面积（万平方米）	177.00	148.00	126.04	15.80
竣工面积（万平方米）	69.90	119.00	103.08	2.00
签约销售面积（万平方米）	87.80	109.00	96.94	9.94
签约销售收入（亿元）	91.00	105.00	91.00	11.29
确认销售面积（万平方米）	28.59	37.00	47.64	7.41
确认销售收入（亿元）	23.82	36.74	52.93	5.54

资料来源：公司提供

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。

目前已开发完成和在开发的有济南鲁商广场项目、泰安银座城市广场、济南银座晶都国际、济南鲁商国奥城项目、东营银座城市广场以及青岛鲁商中心燕儿岛等，2013年新开工项目为

临沂鲁商中心。上述项目规划建筑面积 201.91 万平方米，总投资额 182.5 亿元，截至 2014 年 3 月底，已完成投资 101.17 亿元，未来三年仍需投入 81.33 亿元。

表7 截至2014年3月底鲁商城市广场主要项目情况（单位：亿元、万平方米）

名称	类别	规划建筑面积	总投资	累计完成投资	未来三年拟投资	建设期间	进度（批文情况）
济南鲁商广场项目	商业+办公	10.00	12.40	12.40	--	2008.09-2010.10	竣工、100%销售（五证齐全）
泰安银座城市广场	住宅+商业	12.00	3.00	3.00	--	2008.02-2009.09	竣工、100%销售（五证齐全）
济南银座晶都国际	商业+办公	15.00	7.30	7.30	--	2003.11-2008.12	竣工、100%销售（五证齐全）
济南鲁商国奥城项目	办公+商业+公寓	41.40	29.00	19.57	9.43	2008.07-2016.12	1#楼竣工，销售 100%（五证齐全）；2#、6#楼竣工交付已售 99.7%（五证齐全）；3#、4#、5#楼开始施工，其中 3#施工至主体已完成，正在进行内外装施工（五证齐全），预售 62%；4、5#垫层施工（三证齐全）。
东营银座城市广场	商业	19.20	6.80	4.8	2.00	2004.11-2015.12	一、二期竣工，销售 95%（五证齐全）；三期在建预售 70%（五证齐全）。
青岛鲁商中心燕儿岛	住宅+商业	74.50	108.00	49.80	58.20	2010.04-2015.04	一期（住宅）完工，基本完成交付（五证齐全）；二期 6 号楼精装正在施工，外墙涂料已进场，5.7.8.9 号楼已进入收尾阶段；1C 组团 1 号楼土方开挖，基坑支护（五证齐全）。
临沂鲁商中心	办公+商业	29.81	16.00	4.30	11.70	2013.07-2015.06	售楼处已开放，购物中心、商铺、写字楼正在做桩基工程
合计	--	201.91	182.5	101.17	81.33	--	--

资料来源：公司提供

鲁商花园住宅是城市核心居住区的花园住宅，依托完备的城市服务配套，秉承地域人文脉络，融和自然景观资源，打造城市生活中的怡居空间。目前已开发和在开发的主要有济南鲁商常春藤、青岛即墨动感世代、青岛鲁商蓝岸国际、临沂鲁商凤凰城项目、济宁鲁商南池

公馆、哈尔滨鲁商松江新城以及菏泽鲁商凤凰城等项目，其中2013年新开工项目为午山社区旧村改造项目。上述项目规划建筑面积662.78万平方米，计划总投资422.30亿元，截至2014年3月底已完成投资214.02亿元，未来三年需投入159.57亿元。

表8 截至2014年3月底鲁商花园住宅主要项目情况（单位：亿元、万平方米）

名称	类别	规划建筑面积	总投资	累计完成投资	未来三年拟投资	建设期间	进度（批文情况）
鲁商常春藤	住宅	103.07	34.80	31.50	3.30	2007.03-2014	1-41#楼已交房；50-57 楼销售 39%（五证齐全）；
青岛即墨动感世代	住宅	18.09	6.06	6.30	--	2003.12-2012.05	一期竣工交房，销售 100%（五证齐全）；二期竣工交房，销售 100%（五证齐全），三期竣工交房，销售 100%（五证齐全）。
青岛鲁商蓝岸国际	住宅	35.00	16.20	15.80	0.40	2008.09-2014.05	一期竣工交房销售 100%（五证齐全）；二期 5、6、7#楼竣工交房，销售 99%；8 号楼未售，（四证齐全）；三期工程完工团购 100%（四证齐全）。
临沂鲁商凤凰城项目	住宅+商业	60.00	28.40	26.20	2.20	2007.08-2014.12	一期竣工交房，销售 100%（五证齐全）；二期竣工交房，高层预售率为 99%以上（五证齐全）；商业销售率 32%；别墅销售率 88%；三期即将全部交房，高层预售 92%；别墅销售率 71%（五证齐全）。铂尔曼酒店已正式营业。

济宁鲁商南池公馆	住宅+商业	43.62	21.84	15.98	5.86	2011-2015	一期洋房 8-15#楼竣工交房，预售 100%（五证齐全）；一期高层 1-7#楼封顶，内装、外装正在施工，预售 83%（五证齐全）；二期洋房 23-30#楼封顶，内装、外装正在施工，预售 73%（五证齐全）；二期高层 16-19#楼封顶，墙体砌筑、抹灰正在施工，20-22#楼主体正在施工，二期高层未开盘（五证齐全）。
哈尔滨鲁商松江新城	住宅+商业	215.00	180.00	82.08	60.81	2011-2017	一期洋房及高层封顶（五证齐全），预售 90%。
菏泽鲁商凤凰城	住宅+商业	91.00	40.00	13.55	22.00	2011.12-2017.6	一期 6 栋高层在建，1、2、3、4 号楼预售 40%（五证齐全）；5、6 号楼未售（五证齐全）。
午山社区旧村改造项目	住宅	97.00	95.00	22.61	65.00	2013.9-2018.12	b-7（五证齐全）销售 81%，目前主体开工；b6（四证齐全）主体开工，a13-1（两证齐全）目前 7 号楼进行土方施工，1、4、6 号楼进行主体结构施工。
合 计	--	662.78	422.30	214.02	159.57	--	--

资料来源：公司提供

鲁商生态别墅为城市自然风景区的高尚居所，倡导与自然山水的相融相生，将“生态”理念引入规划开发中，以富有建筑张力的独栋、双拼、联排、花园洋房等高端产品形成独具意境的低密度高尚社区。现主要开发济南鲁

商御龙湾、青岛即墨一山一墅、北京顺义蓝岸丽舍项目以及重庆云山原筑等项目。上述项目规划建筑面积51.81万平方米、计划投资总额41.63亿元；截至2014年3月底完成投资38.16亿元，未来三年仍需投入3.00亿元。

表 9 截至 2014 年 3 月底鲁商生态别墅项目情况（单位：亿元、万平方米）

名称	类别	规划建筑面积	总投资	累计完成投资	未来三年拟投资	建设期间	进度（批文情况）
济南鲁商御龙湾	别墅	16.18	14.53	11.06	3.00	2009.2-2016	一、二期已交房（五证齐全）；三期一组团（五证齐全），销售 46%；二期二组团外墙干挂石材完成 30%，市政管线完成 80%。
青岛即墨一山一墅	别墅	9.61	6.30	6.30	--	2009.03-2013.04	一期竣工交房，销售 100%（五证齐全）；二期销售 90%（五证齐全）。三期销售 65%（五证齐全）。
北京顺义蓝岸丽舍项目	别墅	18.76	16.00	16.00	--	2008.09-2013.12	一期竣工交房，销售率 99%（五证齐全）；二期竣工交房，销售率 100%（五证齐全）；三期竣工交房，销售率 85%（五证齐全），四期一组团 8 栋洋房竣工交房，销售率 94%，二组团 6 栋洋房销售率 100%（五证齐全）。
重庆云山原筑	别墅	7.26	4.80	4.80	--	2008.11-2012.12	A 区 1、2 组团已交房（五证齐全）销售率 100%；A 区 3 组团现房售罄，B 区销售 85%。项目主体工程全部竣工，景观市政工程施工完成，完成竣工备案面积 5.5 万，最后一批次验收正在进行。
合 计	--	51.81	41.63	38.16	3.00	--	--

资料来源：公司提供

未来，公司地产业务的投资方向转为重点开发与集团现有产业有协同的项目，投资方式由房产经营转为房产经营和地产经营并重。公司将推进内部资源的整合，充分发挥自身在资金、管理、品牌等方面的优势，运作好现有项目，实施精品工程，不断提高知

名度和美誉度。以城市综合体与精品住宅为主的开发战略，集中精力做精品、做大盘；扩大省外项目储备，不断提高项目储备含金量和分布合理性，向全国性房地产开发企业迈进。

跟踪期内，公司新增土地储备64.95万平方米；截至2014年3月底，公司拥有土地储备235.13万平方米，其中商业地产项目占地55.10万平方米。公司土地储备主要集中在山东省内、哈尔滨和锦州，主要为住宅、商业综合类开发用地。

总体来看，未来3年，公司房地产三大系列产品仍需投资规模预计在243.90亿元左右，同时考虑公司零售业扩张门店拟投入9.36亿元，未来公司整体投资规模较大，在一定程度上加大公司对外筹资压力。

4. 经营效率

从经营效率指标来看，跟踪期内由于应收账款的大幅增加，虽然收入保持较高增速，公司销售债权周转次数仍明显下滑，2013年为115.62次。受房地产业务开发项目增长较快影响，公司存货周转次数有所下降，2013年为1.29次。2013年公司总资产周转次数0.79次，同比小幅下降。

总体看，跟踪期内，公司经营效率正常。

八、募集资金使用情况

“10鲁商债”于2010年发行，其中4.9亿元用于项目建设：

(1) 募集资金中拟使用1亿元用于食品加工与服装生产项目建设。食品加工与服装生产项目（即山东银座配送中心）已于2009年12月按计划建成并投入使用，根据公司提供的说明，募集资金1亿元已全部按计划使用。

(2) 募集资金中拟使用3.9亿元用于鲁商泉城中心城市广场房地产开发项目。鲁商中心城市广场项目已于2010年10月全部竣工，根据公司提供的说明，募集资金中的3.9亿已全部按计划使用。

公司在2012~2014年3月底间依次发行了“11鲁商MTN1”、“12鲁商MTN1”、“13鲁商MTN001”、“13鲁商CP002”、“14鲁商CP001”等短期融资券和中期票据，募集资金用途为偿

还银行借款、补充营运资金。根据公司提供的说明，目前以上债项募集资金均已按计划使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2011~2012年财务报表已经山东天恒信有限责任会计师事务所审计、2013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2014年一季度财务数据未经审计。

截至2013年底，纳入公司合并报表范围内的二级子公司15家、事业单位9家，合并范围较2012年底新增一家通过投资设立的银座云生活电子商务有限公司。2013年，公司全资子公司福瑞达医药对其原控股子公司博士伦公司（福瑞达持股30%）因对其实际控制能力下降导致丧失控制权，不再博士伦公司其纳入合并报表。2014年3月底公司合并范围较2013年底无变化。总体看，跟踪期内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2013年底，公司合并资产总额530.56亿元，所有者权益合计97.19亿元（含少数股东权益45.88亿元）；2013年公司实现营业收入365.71亿元，利润总额11.21亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额534.11亿元，所有者权益合计98.88亿元（含少数股东权益46.21亿元）；2014年1~3月，公司实现营业收入104.86亿元，利润总额3.00亿元。

1. 盈利能力

2013年，尽管生物制药业务收入受合并报表变化影响有所下降，但随着零售销售额的增加和房地产交房规模的扩大，公司实现营业收入365.71亿元，同比增长11.00%；营业成本85.94亿元，同比增长12.05%，增幅略高于营业收入增幅1.05个百分点。一方原材料成本和人员工资上升等因素导致营业成本增长较快；另一方面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等因素影响，利润空间受到

挤压，上述原因影响公司营业利润率呈下降趋势，2013年为18.03%，同比下滑1.37个百分点。

2013年公司期间费用占营业收入的比重同比基本持平，2013年为15.10%，其中销售费用和管理费用占比较大，且管理费用同比增幅（13.31%）较大，主要由于新开门店增多导致折旧及人工成本较高。总体看，公司期间费用控制能力一般。

2013年公司实现投资收益0.55亿元，同比增长29.50%；构成主要包括对联营企业和合营企业的投资收益0.68亿元和交易性金融资产处置收益0.11亿元。2013年公司实现营业外收入1.03亿元，主要由财政扶持资金等政府补助等构成。2013年公司营业税金及附加和所得税费用同比分别增长34.70%和23.11%，明显高于营业收入增速（11.00%）和利润总额增速（-17.07%），主要系房地产业务收入大幅增长、土地增值带来的营业税、土地增值税和所得税的增加。

2013年，由于营业利润率的下滑和各项税费的增加，公司实现利润总额11.21亿元，同比下降17.07%，其中投资收益和营业外收入合计占14.10%；实现净利润6.29亿元，同比下降33.92%。2013年公司净资产收益率和总资产收益率分别为6.51%和12.19%，同比分别下降3.95和0.30个百分点。

2014年1~3月，公司实现营业收入104.86亿元，利润总额3.00亿元，分别为2013年全年的28.67%和26.78%。2014年1~3月，营业利润率16.67%，较2013年全年下滑1.37个百分点，主要由于利润率较高的生物制药业务存在季节性因素以及预售的房地产项目尚未确认收入。

总体看，跟踪期内，尽管生物制药业务收入受合并报表变化影响有所下降，随着公司零售经营和房地产项目交房规模的不断扩大，公司收入规模保持增长趋势；原材料成本和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

竞争加剧等因素影响，利润空间受到挤压，同时房地产业务收入增加和土地增值带来各项税费快速增长，上述原因导致公司整体盈利能力有所下滑。

2. 现金流及保障

2013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同比增长16.07%，为456.51亿元。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大量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。2013年公司客户存款和同业存款项净增加额34.79亿元，为公司2012年成立的全资子公司山东省商业集团财务有限公司的吸收成员单位存款存放同业款项，而公司集团总部及其他单位向山东省商业集团财务有限公司存款计入支付其他与经营活动有关的现金，根据公司出具的说明，由于2013年度以上流入和流出的现金流在合并时未充分抵消，导致上述两个科目金额大幅增加。2013年公司经营活动产生的现金流量净额为3.67亿元，同比增长40.89%。从收入实现质量看，2013年公司现金收入比为124.83%，同比上升5.45个百分点，公司收入的现金实现质量较高。

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，2013年为27.68亿元，同比增长87.28%。公司支付其他与投资活动有关的现金11.18亿元，其中7.53亿元为当期或预付股权收购款。2013年，公司投资活动现金流出量为40.70亿元；同时投资活动现金流入量规模较小，使投资活动产生的现金流保持净流出状态且流出额较2012年显著扩大，2013年投资活动现金流净额为-39.21亿元。

2013年公司筹资活动前现金流量净额为-35.55亿元，经营活动产生的现金流量净额不能满足投资支出，对外筹资需求显著上升。2013年公司筹资活动产生的现金流入量净额为

251.76 亿元，主要来自银行借款和发行短期融资券、中期票据等债务融资工具。2013 年公司筹资活动流出主要是偿还债务及分配股利或偿付利息，筹资活动现金流净额为 93.75 亿元。

2014 年 1~3 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 0.85 亿元、-3.53 亿元和-3.59 亿元；公司现金收入比为 114.78%。

总体看，跟踪期内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出金额同比增幅较大；公司经营活动获现能力较强。公司零售业拓展店面以及房地产项目的投资规模较大，导致对外部融资依赖性较大。

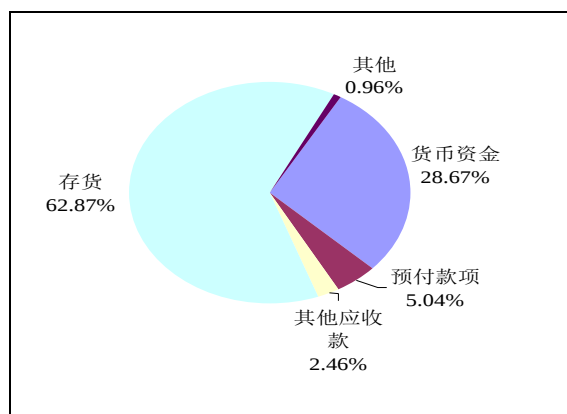
3. 资本及债务结构

资产质量

截至 2013 年底，公司资产总额 530.56 亿元，同比增长 32.76%，主要来源于货币资金、存货等的增加。资产构成中流动资产占 73.17%，同比上升 0.53 个百分点；非流动资产占 26.83%。公司资产以流动资产为主，符合公司所处行业特点。

截至2013年底，公司流动资产合计388.19亿元，同比增长33.72%，主要来自货币资金增加及地产项目开发导致的存货快速增加。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。

图1 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司货币资金111.31亿元，同比大幅增长97.86%，其中银行存款占92.03%；其中使用受限制的货币资金占7.33%，主要是保证金存款和受监管的拆迁补偿款等。

截至2013年底，公司应收账款账面价值3.60亿元，同比增长116.26%，增加主要来自应收拆迁补偿款。从账龄看，1年以内的占89.17%，1~3年占1.66%，3年以上的占9.17%，整体账龄较短；公司应收账款坏账准备余额为0.69亿元，计提比例为19.08%，公司对3年以上的应收账款全部计提，整体计提较为充分；前五大欠款单位欠款金额占应收账款账面价值的84.06%，集中度高，其中额度最大的一笔为2.70亿元，系午山社区旧村改造项目中应收青岛市市南区政府的拆迁补偿款，账龄为1年内。截至2013年底，公司应收账款余额2.92亿元。公司零售业主要采用现金结算，应收账款较少；除上述应收拆迁补偿款外，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。

截至 2013 年底，公司预付款项 19.56 亿元，同比增长 22.08%，主要为未结算的土地款和土地竞标保证金等，随公司房地产开发的持续进展而有所增加。从账龄来看，1 年以内的占 47.42%，1~3 年占 23.56%，3 年以上的占 29.02%，账龄偏长；前五大欠款单位欠款金额占预付款项总额的 53.06%，集中度较高，主要为预付财政局和政府的土地拆迁款、土地款和土地竞标保证金。

截至 2013 年底，公司其他应收款账面价值 11.92 亿元，同比增长 14.69%，主要构成为应收地方房地产行业协会及其他单位的房产预售保证金和土地竞拍保证金等。在按组合计提坏账准备的 8.60 亿元其他应收款中，1 年以内的占 71.03%，1~3 年的占 14.73%，3 年以上的占 14.24%，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；公司对其他应收款计提了 2.38 亿元的坏账

准备, 计提比例为 27.73%, 计提充分。公司其他应收款前五名单位欠款金额合计 5.29 亿元, 占公司其他应收款总额的 44.43%, 集中度偏高。截至 2013 年底, 公司其他应收款余额 9.53 亿元。

截至 2013 年底, 公司存货 244.06 亿元, 同比增长 17.56%, 主要由于房地产项目开发投入增长较快; 构成主要为库存商品(占 7.39%)、开发成本(占 67.44%)和开发产品(占 24.61%), 开发成本和开发产品主要是房地产项目开发所形成。2013 年底公司共计提了 35.83 万元的跌价准备。

表 10 2013 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
鲁商常春藤项目	2007.03	100063.20	6.08
鲁商御龙湾项目	2008.06	47347.90	2.88
青岛蓝岸国际项目	2007.09	48579.23	2.95
青岛银座项目	2008.09	387.07	0.02
东营银座城市广场	2004.11	26639.88	1.62
鲁商国奥城项目	2008.07	92272.01	5.61
北京蓝岸丽舍项目	2008.08	11022.61	0.67
临沂鲁商·鲁商中心	2013.07	35195.33	2.14
青岛鲁商·首府项目	2010.03	138861.32	8.44
济南南池公馆项目	2011.07	45315.53	2.75
哈尔滨松江新城项目	2011.05	638677.44	38.81
青岛蓝岸丽舍项目	2013.05	106643.91	6.48
临沂鲁商置业	2013.05	8593.05	0.52
菏泽鲁商凤凰城项目	2011.12	128582.54	7.81
合 计	--	1428181.02	86.77

资料来源: 公司提供

截至 2013 年底, 非流动资产 142.37 亿元, 同比增长 30.20%, 主要来自固定资产、在建工程和商誉的增加; 构成主要以固定资产(占 43.52%)、在建工程(占 12.55%)、无形资产(占 13.27%)和商誉(占 11.69%)为主。

截至 2013 年底, 公司长期股权投资原值 6.23 亿元, 同比增长 16.52%, 主要来自新增对山东黄河三角洲产业投资基金合伙企业 and 北京六里桥项目的股权投资。2013 年底, 公司对长期股权投资提取减值准备 7064.28 万元。

表 11 2013 年底公司长期股权投资明细(单位: 万元)

被投资单位名称	2013 年底
国泰君安证券股份有限公司	5474.51
长城齐鲁酒店投资管理公司	5006.17
海南任发公司	3490.00
泰山财产保险股份有限公司	3000.00
山东渤海大酒店有限公司	1192.24
中国光大银行股份有限公司	1072.50
鲁信银座文化事业发展有限公司	835.66
山东万方科技有限公司	925.81
山东省投资担保有限公司	3814.08
山东东方糖业有限公司	318.23
法国 BENOITMEYER 葡萄种植园农业开发民事公司	6120.25
吉林省吴太医药经销有限责任公司	3000.00
山东省文化产业投资基金(有限公司)	2000.00
山东黄河三角洲产业投资基金合伙企业	5000.00
北京六里桥项目	3833.31
合 计	45082.75

资料来源: 公司审计报告

截至 2013 年底, 公司固定资产原值 85.31 亿元, 同比增长 18.81%, 主要来自自建零售门店建成投入使用等房屋建筑物的增加。截至 2013 年底, 公司累计计提固定资产折旧 23.35 亿元, 提取减值准备 2.76 万元; 固定资产净额 61.96 亿元, 构成主要为房屋建筑物(占 86.17%)、机械设备(占 7.20%)、电子设备(占 3.02%)和其他设备(占 3.09%)等。

截至 2013 年底, 在建工程 17.86 亿元, 同比大幅增长 246.66%, 主要由于零售业在建项目投资增加所致。截至 2013 年底, 公司在建工程主要包括临青岛银座中心项目(3.01 亿元)、青岛李沧银座广场项目(4.27 亿元)、威海宏图项目(4.87 亿元)和济南经一路项目(3.92 亿元)等。2013 年底公司未计提在建工程减值准备。

截至 2013 年底, 公司无形资产 18.89 亿元, 同比增长 3.03%, 主要为土地使用权。截至 2013 年底, 公司的无形资产未计提减值准备。

截至 2013 年底, 公司商誉 16.64 亿元, 同比大幅增长 112.38%, 主要来自公司二级子公司收购山东海佑福瑞达制药有限公司、青岛瑞兰特制药有限公司、临沭福瑞达康妆大道科技有限公司等三级子公司所形成。

截至 2014 年 3 月底, 公司资产总额 534.11

亿元，较 2013 年底增长 0.67%，其中流动资产占 73.48%，非流动资产占 26.52%，资产构成基本保持稳定；预付款项较 2013 年底增长 33.66%，主要由于一季度房地产项目支付竞拍保证金所致。

总体看，跟踪期内，公司资产构成较稳定，仍以流动资产为主，符合零售企业特性。存货规模受房地产项目开发影响增速较快，在流动资产中占比保持较高水平，此外货币资金和固定资产占资产的比重较大。总体看，公司资产质量保持良好水平。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 97.19 亿元（含少数股东权益 45.88 亿元），同比增长 0.98%，主要来自未分配利润和实收资本的增加。2013 年，公司合并范围内的 9 家事业单位固定基金转增实收资本合计 0.93 亿元，公司实收资本增至 22.52 亿元。2013 年底，公司资本公积 10.06 亿元，同比减少 1.24 亿元；年内公司通过二级市场收购银座股份少数股权，收购价格溢价部分冲减资本公积 1.26 亿元，另以低于净资产价格收购银座商城少数股权带来资本公积增加 0.02 亿元。截至 2013 年底，归属于母公司所有者权益 51.31 亿元，其中实收资本占 43.89%，资本公积占 19.60%，盈余公积占 12.85%，未分配利润占 23.75%。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计为 98.88 亿元（含少数股东权益 46.82 亿元），较 2013 年底增长 2.05%，主要来自未分配利润的增加，构成基本保持稳定。

总体看，跟踪期内公司所有者权益稳定性较好。

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 2013 年底，公司负债合计 433.37 亿元，同比增长 42.84%，主要来自长短期借款、预收款项、其他应付款和应付债券的增加。负债构成中，流动负债合计占 62.24%，非流动负债占 37.76%，公司负债仍以流动负债

为主。

截至 2013 年底，公司流动负债 269.71 亿元，同比增长 37.12%，构成主要以短期借款（占 34.49%）、应付账款（占 18.93%）、预收款项（占 28.94%）和其他应付款（占 10.45%）为主。

截至 2013 年底，公司短期借款 93.02 亿元，同比增长 59.96%，主要由于经营规模增长导致流动资金需求扩大；应付账款 51.05 亿元，同比下降 0.77%，主要为房地产项目尚未结算的工程款及材料款；预收款项 78.06 亿元，同比增长 32.40%，主要由于房地产项目预售量增长带来的商品房预售款较大幅度增加；其他应付款 28.19 亿元，同比增长 189.84%，主要是第三方支付业务规模扩张导致预售购物卡和购物券款项增加；一年内到期的非流动负债 14.22 亿元，同比增长 16.50%，主要是一年内到期的长期借款增加。

截至 2013 年底，公司非流动负债 163.66 亿元，同比增长 35.17%，主要来自应付债券和长期借款的增加。截至 2013 年底，公司长期借款 66.33 亿元，同比增长 31.54%；应付债券 91.00 亿元，同比大幅增长 82.00%，增加主要来自 2013 年公司发行的合计 23 亿元的短期融资券“13 鲁商 CP001”和“13 鲁商 CP002”、合计 20 亿元的非公开定向债务融资工具“13 鲁商 PPN001”和“13 鲁商 PPN002”以及 8 亿元的中期票据“13 鲁商 MTN1”。截至 2014 年 3 月底，公司应付债券明细详见表 12。

截至 2013 年底，长期应付款 6.20 亿元（占 5.81%），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，该资金期限 8 年，第 1-5 年只偿还利息，第六年起均衡还本付息；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 2014 年 3 月底，公司负债总额 435.23 亿元，较 2013 年底增长 0.43%，增加主要来自

应付票据和长期借款；非流动负债占比小幅上升至 38.04%，负债构成较 2013 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司全部债务 266.99 亿元，同比增长 54.68%，主要来自短期债券和长期借款的增加；其中长、短期债务占比分别为 46.57% 和 53.43%。截至 2014 年 3 月底，公司全部债务为 272.06 亿元，较 2013 年底增长 1.90%，主要来自短期和长期借款的增加，短期债务占比小幅上升至 53.60%。

截至 2013 年底，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.68%、73.31% 和 56.13%，分别同比上升 5.76、9.11 和 9.10 个百分点。截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.49%、73.34% 和 56.08%，债务负担与 2013 年底基本持平。

总体看，跟踪期内公司零售及房地产业务扩张迅速，长短期借款和债务工具规模快速增长，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，公司流动比率同比下降 3.66 个百分点；另外由于货币资金的大幅增加，存货占比下降，速动比率同比上升 11.40 个百分点。2013 年底流动比率和速动比率分别为 143.93% 和 53.44%，2014 年 3 月底分别为 145.53% 和 52.86%。2013 年公司经营现金流动负债比为 1.36%，同比有所上升。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，且流动负债中占比较大的预收款项主要为实际不需现金偿还的售房款，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2013 年公司 EBITDA 利息倍数为 0.90 倍，全部债务/EBITDA 为 9.22 倍，公司 EBITDA 对全部债务保障能力呈下降趋势，目前公司对全部债务保障能力一般。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至 2014 年 3 月底，公司在各商业银行获得总授信额度为 326.64 亿元，其中 149.90 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 年成功发行 6 期短期融资券；于 2010 年发行 7 亿元企业债券“10 鲁商债”；于 2011 年发行 8 亿元的中期票据“11 鲁商 MTN1”于 2013 年发行 15 亿元中期票据“12 鲁商 MTN1”；于发行的合计 23 亿元的短期融资券“13 鲁商 CP001”和“13 鲁商 CP002”、合计 20 亿元的非公开定向债务融资工具“13 鲁商 PPN001”和“13 鲁商 PPN002”以及 8 亿元的中期票据“13 鲁商 MTN1”。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。

截至 2014 年 3 月底，公司无重大应披露的未决诉讼事项。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保额 1.27 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，此外公司合并范围无其他对外担保。

5. 存续期内债券偿还能力分析

截至 2014 年 3 月底，公司待偿还债券本金总额 61.00 亿元（7 亿元的“10 鲁商债”、8 亿元的“13 鲁商 CP002”、15 亿元的“14 鲁商 CP001”、8 亿元的“11 鲁商 MTN1”、15 亿元的“12 鲁商 MTN1”和 8 亿元的“13 鲁商 MTN001”）。

截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产 103.83 亿元，在剔除受限制的现金类资产 8.24 亿元后，为待偿还债券本金的 1.57 倍；2013 年公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为待偿还债券本金的 8.11 倍和 0.47 倍。公司经营活动现金流入量对待偿还债券本金的保障能力强。

公司一年内到期的债券为“11 鲁商 MTN1”、“13 鲁商 CP002”、“14 鲁商 CP001”，待偿还本金合计 31.00 亿元。截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产剔除受限制的金额后为一年内到期债券本金的 3.08 倍。2013 年公司经营活动现金流入量和现金流净额分别为一年内到期债券本金的 15.95 倍和 0.12 倍。公司现金类资产和

经营活动现金流入量对一年内到期债券本金保障能力强。

表 12 截至 2014 年 3 月底公司存续期内债券明细

名 称	额 度	存 续 期
10 鲁商债	7 亿元	2010/03/11-2017/03/11
11 鲁商 MTN1	8 亿元	2011/09/28-2014/09/28
12 鲁商 MTN1	15 亿元	2012/11/21-2017/11/21
13 鲁商 CP002	8 亿元	2013/11/20-2014/11/20
13 鲁商 MTN001	8 亿元	2013/11/20-2018/11/20
14 鲁商 CP001	15 亿元	2014/03/11-2015/03/11
合 计	61 亿元	--

资料来源：中国债券信息网站，联合资信整理

注：此外公司存续期内债券包括非公开定向债务融资工具“13 鲁商 PPN001”和“13 鲁商 PPN002”，本金合计 30 亿元

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2014年5月15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。

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。近年来，公司整体业务规模持续扩大，资产和收入规模较快增长。未来随着地产、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。

综合来看，公司抗风险能力很强。

九、担保方担保能力分析

公司2010年发行的7亿元企业债券“10鲁商债”由山东高速集团有限公司（以下简称“高速集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

高速集团的前身是1997年6月成立的山东

省高速公路有限公司。1997年6月，根据山东省人民政府的鲁政字【1999】136号文批准，并经山东省高速公路有限责任公司1997年7月召开的董事会决议通过，山东省高速公路有限公司企业性质变更为国有独资，名称变更为山东省高速公路有限责任公司。2004年12月经高速集团临时股东会决议通过变更为山东省高速公路集团有限公司，2008年3月变更为山东高速集团有限公司，由山东省国有资产监督管理委员会履行出资人职责，注册资本150.00亿元。2013年，山东省人民政府以土地使用权作价增资50.56亿元，增资后高速集团注册资本增至200.56亿元。

跟踪期内，山东省经济形式向好，经济发展呈现平稳增长态势。2013年山东省GDP和公共预算收入分别达到54684.3亿元和4560.0亿元，同比分别增长9.6%和12.3%，不断增强的财政实力带动了山东省交通运输业的平稳增长，在山东省综合交通运输体系中，以高速交通为重点的公路运输仍占据主导地位。作为山东省内最重要的高速公路建设主体，高速集团承担大量交通基础设施投资建设任务，未来发展前景良好。

2013年，高速集团实现主营业务收入372.04亿元，同比增长37.92%，其中路桥收费为其最主要的收入来源，2013年实现收入82.38亿元，同比增长9.55%。高速公路项目建设方面，截至2013年底，高速集团主要在建公路项目为乐山-自贡高速公路，预算总投资额69.80亿元，累计完成投资59.37亿元。

施工业务方面，高速集团从事施工业务主要为其一级子公司山东省路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）。截至2013年底，路桥集团共修建了国内外各级公路200多条，长达5000多公里。2013年，高速集团实现施工收入61.46亿元，较上年小幅增长1.59%；2013年1~9月，施工收入实现45.33亿元，预计未来仍有较大发展空间。

铁路项目运营方面，截至2013年底，高速

集团运营管理地方铁路491.3公里，主要包括大莱龙铁路和益羊铁路等。2013年高速集团实现铁路运输服务收入19.96亿元，同比增长38.96%，铁路运输经营状况良好。截至2013年底，高速集团主要在建铁路项目为大莱龙铁路和寿屏铁路，预算总投资43.95亿元，累计完成投资23.53亿元

截至2013年底，高速集团合并资产总计2736.39亿元，所有者权益616.52亿元；2013年实现营业总收入418.44亿元，利润总额30.24亿元。

截至2014年3月底，高速集团合并资产总计2804.94亿元，所有者权益617.32亿元（含少数股东权益305.20亿元）；2014年1~3月实现营业总收入94.36亿元，利润总额1.01亿元。

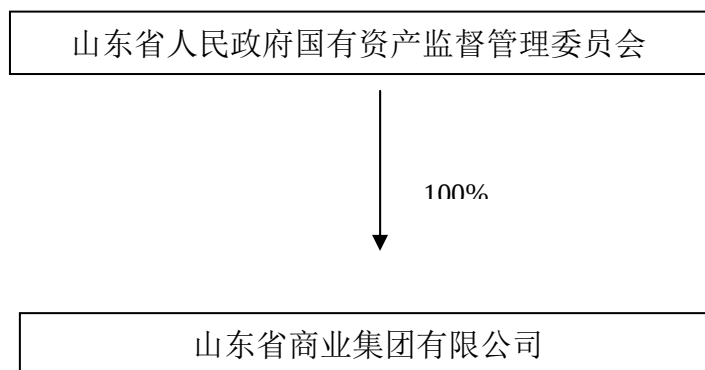
总体来看，跟踪期内，高速集团路桥收费业务继续保持高速增长趋势，收入及利润规模稳定增长，各主营业务板块发展状况良好。未来高速集团将依托高速公路行业 and 资源优势，立足山东，积极拓展省外市场，逐步开发国际市场，在更大范围内寻求发展机会，发展前景良好。联合资信维持高速集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

“10鲁商债”发行额度7亿元，占高速集团2013年底资产总额的0.26%、所有者权益的1.41%，所占比例低；占其2013年营业总收入的1.67%，利润总额的23.15%，经营活动现金净流量的7.04%。总体看，高速集团担保实力很强，有助于提升“10鲁商债”本息偿付的安全性。

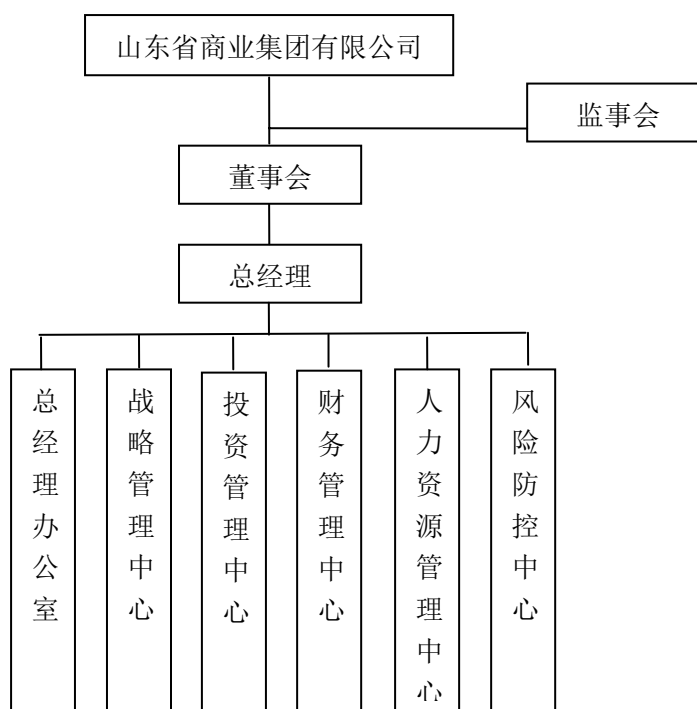
十、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“10鲁商债”的信用等级为AAA；维持“13鲁商CP002”、“14鲁商CP001”的信用等级为A-1；维持“11鲁商MTN1”、“12鲁商MTN1”、“13鲁商MTN001”的信用等级为AA⁺。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2014 年 3 月底公司合并范围内二级子公司情况

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	35.36	
银座集团股份有限公司	52006.66	商业零售	24.49	10.33
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	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	52.62	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	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	
银座云生活电子商务有限公司	10000.00	电子商务	50.00	50.00

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 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	50.95	58.09	112.08	103.83
资产总额(亿元)	343.31	399.64	530.56	534.11
所有者权益(亿元)	85.94	96.25	97.19	98.88
短期债务(亿元)	81.97	87.17	142.66	145.81
长期债务(亿元)	64.99	85.42	124.33	126.24
全部债务(亿元)	146.96	172.59	266.99	272.06
营业收入(亿元)	265.79	329.47	365.71	104.86
利润总额(亿元)	11.38	13.52	11.21	3.00
EBITDA(亿元)	20.03	26.07	28.95	--
经营性净现金流(亿元)	4.20	2.60	3.67	0.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	178.52	152.63	115.62	--
存货周转次数(次)	1.55	1.35	1.29	--
总资产周转次数(次)	0.90	0.89	0.79	--
现金收入比(%)	126.04	119.37	124.83	114.78
营业利润率(%)	20.60	19.23	18.03	16.67
总资本收益率(%)	11.17	12.49	12.19	--
净资产收益率(%)	10.90	10.46	6.51	--
长期债务资本化比率(%)	43.06	47.02	56.13	56.08
全部债务资本化比率(%)	63.10	64.20	73.31	73.34
资产负债率(%)	74.97	75.92	81.68	81.49
流动比率(%)	148.68	147.59	143.93	145.53
速动比率(%)	45.22	42.04	53.44	52.86
经营现金流动负债比(%)	2.45	1.32	1.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.41	1.19	0.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.34	6.62	9.22	--

注：1. 2014 年 1 季度财务数据未经审计；

2. 指标计算时已将短期融资券和一年内到期非公开定向债务融资工具计入短期债务。

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	(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	营业收入 / (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
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+一年内到期的长期负债+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