跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1157 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”信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十八日

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企业债跟踪评级报告

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

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	112.08	96.27	56.12
资产总额(亿元)	530.56	632.26	707.72
所有者权益合计(亿元)	97.19	120.24	142.66
长期债务(亿元)	122.53	104.25	88.67
全部债务(亿元)	273.19	301.32	362.27
营业总收入(亿元)	365.71	351.40	352.25
利润总额(亿元)	11.21	10.13	8.77
EBITDA(亿元)	28.95	29.63	29.07
经营性净现金流(亿元)	3.67	0.30	0.11
营业利润率(%)	18.03	18.02	17.29
净资产收益率(%)	6.48	4.85	3.06
资产负债率(%)	81.68	80.98	79.84
全部债务资本化比率(%)	73.76	71.48	71.75
流动比率(%)	143.93	128.23	141.11
全部债务/EBITDA(倍)	9.43	10.17	12.46
EBITDA 利息倍数(倍)	0.90	0.81	0.69
经营现金流动负债比(%)	1.36	0.09	0.03

注：现金类资产已剔除受限资金；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；所有者权益合计中包含永续中票净募集资金。

分析师

景雪　　张豪若
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”）作为山东省国资委下属的国有独资企业，继续巩固商业零售、生物制药、房地产、教育和传媒等在内的多元化业务格局，资产总额持续增长，营业收入保持较大规模。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司房地产开发和销售情况受行业政策和市场环境影响有所放缓、存货规模大、债务负担重以及短期偿债压力大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

随着业务规模的持续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较快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、教育等业务板块的逐步协同发展，公司收入和利润规模有望获得增长，从而支撑公司信用基本面。

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。

优势

1. 作为山东省零售行业的龙头企业，公司零售网点不断增加、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，公司各类主研发药品销售收入持续增长，生物制药毛利率不断上升。
3. 跟踪期内，公司现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对“10 鲁商债”保障能力强。

4. 担保方山东省高速集团有限公司担保实力很强，对“10 鲁商债”本息偿付安全性的提升持续有效。

关注

1. 跟踪期内，受房地产行业政策及市场环境影，公司开发及销售进度有所放缓，现金回流有所弱化。
2. 公司药品销售以经销商渠道为主，下游集中度高。
3. 公司资产中存货占比高，流动性偏低。
4. 公司债务负担重，短期偿债压力大，未来随着零售和房地产持续投资，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、本跟踪评级结果自发布之日起至“10 鲁商债”到期兑付日有效；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“10鲁商债”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2013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2016年3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9家，控股二级子公司10家，事业单位7家。

截至2015年底，公司合并资产总额707.72亿元，所有者权益合计142.66亿元（含少数股东权益48.19亿元）；2015年公司实现营业总收入352.25亿元，利润总额8.77亿元。

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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿

元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016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，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

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处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

根据《2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年，全年社会消费品零售总额300931亿元，比上年增长10.7%，增速较上年放缓1.3个百分点；扣除价格因素，实际增长10.6%，增速较上年放缓0.3个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额258999亿元，同比名义增长10.5%，增速较上年放缓1.3个百分点；乡村消费品零售额41932亿元，增长11.8%，增速较上年放缓1.1个百分点。扣除价格因素，城镇消费品零售额实际增长8.9%，增速较上年回落1.8个百分点；乡村消费品零售额实际增长10.4%，增速较上年回落1.4个百分点。2015年，城镇消费品零售额占社会消费品零售总额比重为86.1%，较上年略降0.2个百分点。按消费类型统计，商品零售额268621亿元，增长10.6%；餐饮收入32310亿元，比上年增长11.7%，增速较上年提高2.0个百分点，自2013年餐饮市场增速陷入低谷后，连续第二年增速有所回升。其中，限上单位餐饮收入增速回升幅度较大，同比增长7%，增速较上年提高4.8个百分点，餐饮业市场明显回暖。限额以上单位商品零售额同比增长7.9%，增速较上年放缓1.9个百分点，在国家统计局统计的限额以上单位的13类商品中（粮油、食品和饮料、烟酒合并计算），零售额增速比上年加快的有7类，较上年大幅提高6类。其中，粮油食品、饮料烟酒类商品零售额同比增长14.6%，增速较2014年加快3.5个百分点；金银珠宝增速为7.3%，加快7.3个百分点；日用品增长12.3%，加快0.7个百分点；家用电器和音像器材增长11.4%，加快2.3个百分点；文化办公用品增长15.2%，加快3.6个百分点；家具增长16.1%，加快2.2个百分点；建筑及装潢材料类增长18.7%，加快4.8个百分点。

2016年1～3月份，社会消费品零售总额78024亿元，同比名义增长10.3%。其中，限额以上单位消费品零售额34625亿元，增长8.0%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额66920亿元，同比增长10.2%；乡村消费品零售额11105亿元，增长11.0%；按消费类型分，餐

饮收入8302亿元，同比增长11.3%；商品零售69722亿元，增长10.2%；在商品零售中，限额以上单位商品零售32579亿元，同比增长8.0%。2016年1～3月份，全国网上零售额10251亿元，同比增长27.8%。其中，实物商品网上零售额8241亿元，增长25.9%，占社会消费品零售总额的比重为10.6%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长35.5%、16.0%和29.5%。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2015年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.1%，增速相比上年回落了0.5个百分点，也是自2012年以来增速连续第四年下降。100家企业中，零售额同比下降的达到64家，其中降幅在10%以上的（包括10%）的23家，增长10%以上的（包括10%）9家。从各品类情况来看：粮油食品类零售额同比增长3.0%，增速相比上年放缓了0.3个百分点；其中，家禽类、奶及奶制品和冷冻食品类销售情况较好，分别实现同比增长3.2%、4.0%和3.0%，成为拉动食品市场增长的主要因素，但均不及上年增速水平。服装类商品零售额同比下降0.3%，增速相比上年回落了1.3个百分点。其中童装类增长最快，增速为1.5%，男装和女装类则分别同比下降1.2%和0.9%；各类服装零售量累计增长6.4%，增速相比上年加快了6.7个百分点；全年服装量增额降，2015年服装打折、降价促销现象突出，服装成交均价明显降低。家用电器类零售额同比下降3.8%，降幅相比上年加大了2.2个百分点。金银珠宝类零售额同比下降3.5%，降幅相比上年大幅收窄了8.1个百分点。化妆品类零售额同比增长1.8%，增速相比上年加快了1.2个百分点。日用品类零售额同比下降0.9%，增速相比上年回落了4.6个百分点。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2016年第一季度，全国百家重点大型零售企业商品零售额同比下降4.8%，增速低于上年同期4.8个百分点。从一季度主要品类商品销售情况来看：粮油、食品零售额累计同比增长0.4%，增速较上年同期回落了6.4个百分点。服装零售额累计同比下降5.1%，增速较上年同期回落了9个百分点。化妆品零售额累计同比下降0.5%，增速相比上年同期回落了3.7个百分点。日用品零售额累计同比下降1.3%，增速低于上年同期1.6个百分点。金银珠宝类零售额累计同比下降22.0%，降幅相比上年同期扩大了14.1个百分点。家用电器零售额累计同比下降3.6%，降幅相比上年同期收窄了2.4个百分点。

中国连锁经营协会（CCFA）2016年5月3日发布“2015中国连锁百强”及相关榜单，统计结果显示，2015年连锁百强销售规模2.1万亿元，同比增长4.3%。门店总数达到11.1万余家，同比增长4.7%。百强企业销售规模占社会消费品零售总额6.9%。

2015年连锁零售行业销售增幅下降，业态分化明显。2015年，百强企业销售规模平均增幅为4.3%，其中31家企业销售增长为负，是百强统计以来增长水平最低的一年。近几年来，百强销售增幅持续下降，2010-2015年的销售增长分别为21.0%、12.0%、10.8%、9.9%、5.1%和4.3%。2015年，各业态的销售增幅分化明显。增长最快的是专业专卖店，增幅达到16.1%，便利店的销售增幅达到15.2%，超市的销售增幅为4.1%，百货店的销售增幅为-0.7%。

2015年，人工、房租持续上涨，开店放缓，用工减少。2015年，百强企业人工成本上涨4.2%，房租上涨8.6%。在成本持续走高的形势下，百强企业门店扩张速度放缓，关店数量上升。2015年，百强企业平均新开门店115个，同比下降16%，平均关闭门店62个，同比上升39%。为缓解人工成本上涨压力，企业通过优化组织结构等手段减员增效。2015年，百强企业正式用工人数下降3.1%。报送数据的企业中，56%的企业用工数增幅低于门店增幅，25%的企业用工数降幅大于门店的降幅。

面对经济增长放缓，竞争加剧，成本上涨等一系列不利因素，以百强为代表的零售企业积极拥抱互联网，回归零售根本，在门店优化、

商品采购、供应链管理、全渠道营销等方面积极探索，服务质量和竞争能力得到一定程度的提高。2015年，百强企业网络销售额达到710亿元，比2014年增长85%。在开展网络零售的83家百强企业中，近80%的企业拥有自建平台，超过70%的企业采用两种及以上的线上渠道开展网络零售，有20家企业开发了自己的APP。在提供数据的百强企业中，移动端销售占到企业网络销售额30%以上的企业达到58%，介于10%-30%的企业占11%，低于10%的企业占31%。企业研发投入比上一年增长11%，平均达到616万元。

百强企业中有18家企业试水跨境购业务，一半以上的企业其跨境购规模占总销售额的比重不足1%。尽管很多企业认为跨境购对企业整体销售和毛利贡献不大，但还是有73%的企业打算进一步扩大跨境购业务。

百强企业加快对传统实体门店的升级改造，引入多种移动支付方式，比如微信、支付宝、ApplePay等。在55家引入移动支付的企业中，22%的企业引入一种支付方式，78%的企业引入两种及以上的移动支付方式。29%的企业移动支付占总支付额的比例超过10%，其他71%的企业移动支付比例低于10%。

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。近年来，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

2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为 22811 万平方米，同比下降 31.70%，降幅扩大；土地成交价款为 7622 亿元，同比下降 23.9%。分季度看，随着销售好转，2~4 季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大。2015 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.6 万亿元，较上年增加 8434 亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年末，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）；全年新增 6761.3 亿元，占同期房产开发贷款增量的 92.7%，较上年提高 37.7 个百分点。

2015 年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年以来，央行多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，

财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。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

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。

据山东省统计局公布的《2015年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2015年山东省经济保持平稳发展态势，全省实现生产总值（GDP）63002.3亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值4979.1亿元，增长4.1%；第二产业增加值29485.9亿元，增长7.4%；第三产业增加值28537.4亿元，增长9.6%。产业结构调整优化，三次产业比例由上年的8.1：48.4：43.5调整为7.9：46.8：45.3。人均生产总值64168元，增长7.3%。

居民人均收入稳步增长，消费能力进一步增强。2015 年全省居民人均可支配收入 22703 元，比上年增长 8.8%，扣除价格因素实际增长 7.5%；人均消费支出 14578 元，增长 9.4%。城镇居民人均可支配收入 31545 元，增长 8.0%，扣除价格因素实际增长 6.5%；人均消费支出 19854 元，增长 8.4%。农村居民人均可支配收入 12930 元，增长 8.8%，扣除价格因素实际增长 7.8%；人均消费支出 8748 元，增长 9.9%。

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。2015年社会消费品零售总额27761.4亿元，比上年增长10.6%。其中，餐饮收入额2840.1亿元，增长13.1%；商品零售额24921.3亿元，增长10.3%。城镇消费品零售额22179.4亿元，增长10.3%；乡村消费品零售额5582.0亿元，增长11.4%。主要商品销势良好。在限额以上单位商品零售中，粮油、食品类零售额1609.7亿元，比上年增长10.8%；服装、鞋帽、针纺织品类零售额1107.1亿元，增长8.5%；日用品类零售额425.6亿元，增长7.7%；建筑及装潢材料类零售额403.3亿元，增长12.2%；家用电器和音像器材类零售额934.8亿元，增长10.3%；通讯器材类零售额175.9亿元，增长14.1%。

总体看，跟踪期内，山东省经济规模较大且发展形势良好，为公司经营提供了有利的外部环境；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。

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2016年3月底，公司拥有139家百货及百货超市复合门店、197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453.53万平方米。在“2015年中国连锁百强”排名中，公司以67.21亿元的销售规模（含税），蝉联百强第6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，2015年底公司直接持股24.49%，公司及其一致行动人合计持股35.98%）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”，2015年底公司直接持股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2015年底，公司在建建筑面积306.28万平方米，全年房地产实际投资额达67.31亿元。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事、总会计师、党委副书记李明任期结束，公司董事会变更为 3 人，山东省国资委尚未新任命董事。目前公司正在根据《中共山东省委、山东省人民政府关于深化省属国有企业改革完善国有资产管理体制的意见》（鲁发〔2014〕13 号）文件的要求，结合有关规定和公司实际，对公司内部董事、外部董事（独立董事）名额设置出具意见，拟报上级批准后，尽快调整公司章程规定人数并完善公司的董事配置。

跟踪期内，公司副总经理王强任期结束不再任职，山东省国资委委任 1 名财务总监张波，公司新聘任 2 位副总经理李彦勇、张建军。新任高管相关行业业务和管理经验丰富，符合公司管理需求。

此外，公司管理制度、管理体制等方面无重大变动，上述人员变更未对公司正常生产经营产生显著影响。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务结构仍为商业零售、生物制药、房地产为主，传媒、教育为辅的多元化的业务格局，实现营业总收入352.25亿元，同比基本持平，各版块收入同比变动不大，商业零售、生物制药、房地产收入占比分别为79.34%、1.71%和16.65%。从业务毛利率来看，2015年公司整体毛利率为19.98%，同比下降0.42个百分点，主要为房地产业毛利率下降所致，一是本期毛利较高的高档住宅收入占比下降11个百分点，二是本期高档住宅的毛利率相比去年同期下降9.82个百分点。零售业毛利率

基本稳定，生物制药毛利率持续上升，2015年分别为18.43%和60.07%。

表1 公司营业收入构成和毛利率情况

业务板块	营业总收入（亿元）			毛利率（%）		
	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
零售业	302.54	280.58	279.46	18.21	18.45	18.43
生物制药业	5.23	5.91	6.01	56.21	58.21	60.07
房地产业	52.93	56.82	58.64	28.21	22.35	19.94
其他	5.01	8.09	8.13	44.51	46.60	43.67
合计	**365.71**	**351.40**	**352.25**	**20.56**	**20.40**	**19.98**

资料来源：公司提供

2. 零售业

零售业一直是公司重点发展的核心业务，近三年受限制“三公消费”以及电商冲击影响，销售收入略有下降，但保持了整体规模，且毛利率基本稳定。2015年公司零售业实现收入279.46亿元，毛利率18.43%。

2015年，公司在山东省内新开业百货及百货超市复合店10家、便利店8家和家电店1家，河北邢台、河北石家庄、河南濮阳、江苏徐州等地的店面无变化。截至2016年3月底，公司拥有139家百货及百货超市复合门店、197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453.53万平方米，区域性竞争优势得到保持。

表2 公司零售业店面经营情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2013年底		2014年底		2015年底	
	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积
百货及百货超市复合店	120	290.66	129	308.14	139	324.18
便利店	185	6.98	189	7.14	197	7.82
家居店	9	73.70	9	73.70	9	73.70
家电店	36	6.50	36	6.50	37	6.50
购物中心	3	36.10	3	36.10	3	36.10
汽车	10	3.13	10	3.13	10	3.13
合计	**363**	**417.07**	**376**	**434.71**	**401**	**453.53**

资料来源：公司提供

在业态结构方面，公司零售业采取百货、超市、购物中心等多种业态相结合的方式，综合优势较强。商业物业基本为租赁和自建各占一半；租赁合同多为20年的长期租约，租金每5年一调整。公司零售业的经营模式仍采用联营、经销、代销、租赁等方式，其中以联营为主。跟踪期内，公司物流体系变化不大，目前已拥有四个物流配送中心在运营，库区合计占地面积57.17万平方米，包括仓库和面包及熟食加工区等，主要为超市业态提供仓储和配送服务。公司的自有物流配送系统为业务连锁经营模式扩张提供了强有力的支持。

2015年6月，本着“提质增效”的原则，在保持专业化运作的前提下，为提高公司整体的综合竞争优势，公司百货和超市事业部进行了合并。成立银座股份新总部，完善总部建设及总部职能部门设置，改进区域及门店架构，加强专业公司及省外事业发展。以上调整在2016年1季度基本结束且实施效果已有所显现，含有两种业态的复合门店的管理效率和经营业绩提升最大，发挥了综合竞争优势。

截至2016年3月底，公司零售业主要在建工程为4个商业综合体项目，其中2个为2015年新开工项目。上述项目总投资41.97亿元，截至2016年3月底已完成投资26.20亿元，预计2018年底前仍需投入15.77亿元。

表 3　截至 2016 年 3 月底公司零售业在建工程（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	11.60	开发贷 6 亿元，其他自筹
北京六里桥项目	4.50	2011.04-2016.09	12.76	10.82	自有资金，银行贷款
济南天启地产项目	14.11	2015.04-2018.12	13.71	1.98	自有资金、银行贷款
枣庄银座枣庄店工程	2.20	2015.02-2017.08	3.50	1.80	自有资金
合计	**22.34**	--	**41.97**	**26.20**	--

资料来源：公司提供

表 4　截至 2016 年 3 月底公司零售业主要拟建工程（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		
			2016	2017	2018
淄博银座中心店二期	3.39	2015 年-2019 年	0.65	1.10	1.00
东营银座中心店扩建	3.50	2015 年-2018 年	2.20	1.02	--
新泰百货大楼项目	1.40	2015 年-2018 年	--	1.00	0.40
菏泽新天地项目	7.50	2015 年-2019 年	--	2.00	2.50
合计	**15.79**	--	**2.85**	**5.12**	**3.90**

资料来源：公司提供

除在建工程外，公司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，规划建设总投资为30.49亿元，其中主要工程总投资15.79亿元，另外还相应需要营运资金的投入。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，计划投资规模较大。

3.　生物制药

公司生物制药以医药工业为主，各类药品销量持续上升，但受中药材价格上升的影响，骨科药利润空间收缩。2015年公司通过促销和广告主推小儿解感颗粒，由于市场上纯中药的小儿药品较少，而小儿解感颗粒安全性高、服用方便，疗效较好，市场占有率持续上升，销量和收入效应将在未来逐步体现。医药商业依然以施沛特为主，销售良好。2015年，公司生物制药板块实现收入6.01亿元，同比增长1.69%。

表 5 公司生物制药业营业收入构成（单位：万元）

类别	2013 年	2014年	2015年
1．医药工业	**13864**	**16139**	**16493**
颈痛片	6764	7826	7905
颈痛颗粒	3865	4382	4466
四季感冒胶囊	1208	1485	1554
小儿解感颗粒	1159	1392	1460
雪莲归芪口服液	868	1054	1108
2．医药商业	**38436**	**42980**	**43570**

资料来源：公司提供

公司历来重视新产品和新技术的开发工作，2015年生物制药板块的研发费用为1.13亿元，同比基本持平，约占当期生物制药板块收入的18.85%。截至2016年3月底，公司开展的各类在研课题项目152项，已完成138项。近3年来申请国家专利118项，获得发明专利授权64项。完成山东省重点科技攻关项目66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62个新药证书，23个临床批件。公司下属的药学科学院申请省级以上科研平台22项，获批19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。2015年，福瑞达医药实现技术转让收益3476万元。

公司药品销售以经销商渠道为主，账期不超过45天。2015年福瑞达医药主要合作经销商包括海南瑞兰特药业有限公司、湖北奥克药业有限公司、湖南民达医药有限责任公司、湖北联众药业有限公司等，前五大销售额占2015年福瑞达医药营业收入的94%，集中度高。

4.　房地产

公司的房地产项目主要由下属的鲁商置业（证券代码为600232.SH，公司持股56.21%）负责运营。鲁商置业所开发项目业态涵盖了大型购物广场、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。

2015年，房地产行业进入深度调整期，房地产行业（特别是三四线城市）景气度整体下降。公司应对市场变化，积极去库存，开发进度有所放慢，同时部分新项目土地获取较原计划滞后，部分新开工计划转到2016年实施。全年房地产开工面积、竣工面积分别为82.12万平方米和92.02万平方米，签约销售金额和面积分别为53.98亿元和73.35万平方米，同比均出现大幅下降。由于项目工期较长，每年确认销售收入和面积较签约销售收入和面积相对偏小，2015年分别为56.09亿元和62.87万平方米。

表 6 公司房地产业务经营情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2013 年	2014年	2015年
开工面积	126.04	160.00	82.12
竣工面积	103.08	137.98	92.02
签约销售面积	96.94	123.87	73.35
签约销售金额	91.00	111.47	53.98
确认销售面积	47.64	60.61	62.87
确认销售收入	52.93	56.82	56.09

资料来源：公司提供

2015 年公司积极践行养老地产发展方向，正在施工的临沂知春湖项目公司养老旅游地产的首个项目，项目位于临沂市河东区汤头镇，距离市区约 30 公里，北邻御汤街，东临 205 国道，交通便利，依托附近汤头镇配套，紧邻省煤炭疗养院。项目由五大组团园区构成，分别为旅游度假组团乐活园，汤山养生组团乐心园，健康颐养组团乐养园，艺术家村组团乐画园，生态人居组团乐慧园。项目占地约 2600 亩，总建筑面积约 193 万平方米，项目预期总收入 74.39 亿元，净利润可达 10.72 亿元。目前鲁商知春湖大健康养老体验中心已成功开放，其首创的养老+旅居地产模式赢得了市场的广泛认可。

截至 2016 年 3 月底，三大系列产品在建、在售项目合计 18 个，规划建筑面积 1243.03 万平方米，计划投资总额 811.56 亿元，已完成投资 408.23 亿元，至 2018 年底前仍需投资 313.29 亿元。此外公司拥有土地储备 78.01 万平方米，包括住宅、商业、别墅、公寓等综合类开发用地，其中商业地产占地面积 26.15 万平方米，项目位于青岛、哈尔滨、锦州、菏泽和济宁，土地储备量一般。

考虑到在建房地产项目持续投资、土地储备出让金支付和后期开发投资、以及零售业在建和拟建工程，未来三年内公司整体投资规模大，公司资金压力大。同时，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，房地产市场发展存在不确定性，公司房地产销售受到一定影响，联合资信将对此保持关注。

5. 经营效率

从经营效率指标来看，2015 年公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为 37.13 次、0.92 次和 0.53 次，同比均有所弱化，公司经营效率一般。

6. 未来发展

2016 年，公司将进一步推进零售业立体化发展战略，继续深耕山东市场，坚持密集展店，快速推进同城分店、县级市场布点，加大社区商业和乡镇市场开发力度，多业态并举，多方式展店，进一步巩固和增强我们在省内的绝对竞争优势。同时，兼顾省外发展，逐步打造跨区域多业态协同发展的竞争格局。坚持科学发展，坚持效益优先，创新经营模式，积极探索推进线上线下融合发展，进一步加强商品结构调整和供应链整合，提升经营能力，实现公司零售业的稳健、可持续发展。

房地产业务方面，公司坚持根植济青，双核驱动，聚焦重点区域，实施重点突破。深耕山东，在继续推进已进入城市发展的同时，在省内聚焦济南、青岛、临沂、烟台、济宁等五个区域经济中心；积极实施全国化战略，在省外积极拓展京沪等一线城市和二线发达城市。抓住国家积极推进城镇化和消费升级的契机，以绿色健康产品和智慧健康社区服务为特色，

形成标准化产品系列，将住宅产业及综合配套开发业务打造成公司未来5-10年最具优势的业务中心和利润中心；打造健康服务、社区服务和招商运营三大服务体系，稳步发展与地产相关的商业综合体和养老健康产业的开发，增加主业增值点，获取新的利润增长点；围绕地产上下游产业寻找增值点，大力实施产业升级和转型。

八、募集资金使用情况

“10 鲁商债”于 2010 年发行，其中 1.40 亿元用于补充营运资金，0.70 亿元用于偿还银行贷款，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。

九、财务分析

公司提供的2014年和2015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2016年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2015年公司新纳入合并范围子公司5家：山东泉城大酒店、山东富源投资有限公司、山东永兴集团有限公司、山东国家农产品现代物流工程技术研究中心和济南市复源小额贷款有限公司。公司2016年一季度合并范围较2015年无变化。总体看，近年公司合并范围变化对财务数据影响不大，财务数据可比性强。

截至2015年底，公司合并资产总额707.72亿元，所有者权益合计142.66亿元（含少数股东权益48.19亿元）；2015年公司实现营业总收入352.25亿元，利润总额8.77亿元。

1. 盈利能力

2015年公司各板块业务整体平稳，实现营业总收入为352.25亿元，同比基本持平。营业利润率为17.29%，同比下降0.74个百分点，主要是房地产业务利润空间下降所致。

2015年，公司期间费用54.76亿元，占营业总收入比重为15.55%，较上年保持稳定，构成仍然主要为销售和管理费用。2015年公司取得投资净收益2.95亿元，同比增长178.03%，主要为处置可供出售金融资产1.89亿元（子公司出售所持少量鲁商置业股份）、权益法核算的长期股权投资收益0.94亿元。公司实现营业外收入0.61亿元，主要为政府补助。2015年，公司利润总额和净利润分别为8.77亿元和4.37亿元，同比分别下降13.41%和25.02%。

从盈利指标来看，2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.94%和 3.06%，同比分别下降 0.61 和 1.78 个百分点。剔除所有者权益中的永续中票后，公司净资产收益率升至 4.09%。

总体看，跟踪期内公司收入规模基本稳定，但房地产行业毛利率受项目个体和行业影响有所波动有所下降，导致公司盈利水平有所下滑；股权出售形成的投资收益成对公司利润形成有效补充。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2015 年公司经营活动现金流入量为 458.85 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 431.65 亿元，同比下降 5.45%；收到其他与经营活动有关的现金 26.03 亿元，主要为往来款、保证金退回、租金和管理费收入等。经营活动现金流出 458.75 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.11 亿元，同比大幅下降。2015 年公司现金收入比为 122.54%，

同比下降 7.37 个百分点，收入实现质量仍保持较好水平。

投资活动现金流方面，随着零售门店的拓展，公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金保持较大规模，另外 2015 年收到其他与投资活动有关的现金 18.82 亿元，为永续中票募集资金。投资活动产生的现金流量净额仍表现为净流出，为-26.14 亿元。

筹资活动现金流方面，跟踪期内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，2015 年筹资活动产生的现金流量净额为 19.21 亿元，融资需求有所上升。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入量规模较大，收入实现质量较好，但经营获现情况弱化。公司业务扩张所需投入的资金量大，存在较大对外融资压力。

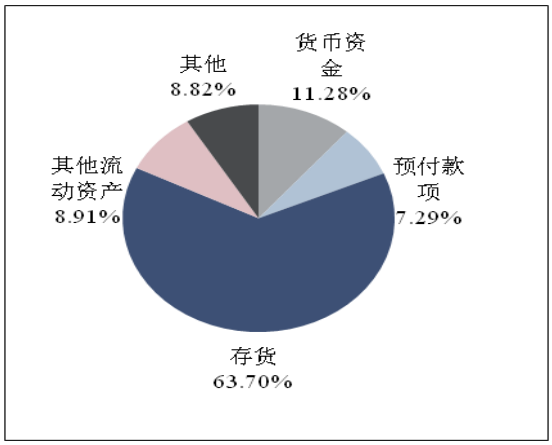
3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额 707.72 亿元，同比增长 11.93%。资产构成中流动资产占 69.15%，仍以流动资产为主，符合公司所处行业特点。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产489.39亿元，同比增长10.11%，构成以存货（占63.70%）和货币资金（占11.28%）为主。

图 1 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司货币资金为 55.19 亿元，主要是银行存款（占 73.60%）；使用受限制的货币资金 4.82 亿元（占 8.74%），主要是保证金存款和受监管的拆迁补偿款等。

截至 2015 年底，公司应收账款为 7.20 亿元，同比下降 5.61%，主要系应收制药及传媒业下游客户的款项、政府回迁补偿款等。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 5.25 亿元，其中 1 年以内的占 80.37%，整体账龄较短；计提坏账准备 0.46 亿元，计提比例为 18.52%，其中对 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合计 2.33 亿元，占应收账款余额的 31.15%，集中度一般；其中第一名 1.70 亿元，为青岛市南区政府应付公司的回迁房差价补偿款，账龄 2 年内，已于上年计提 9.91%的坏账准备，本年度未再计提。

截至 2015 年底，公司预付款项 35.67 亿元，同比增长 60.20%，1 年以内的占 63.29%，主要为土地竞标保证金和未结算的土地熟化费等。前 5 名合计 15.13 亿元，占 42.40%，集中度尚可。截至 2015 年底，公司其他应收款 29.41 亿元，同比增长 54.58%，主要为与非合并范围代管企业的往来款增加所致，坏账计提比例为 10.67%。

截至 2015 年底，公司存货 311.74 亿元，同比增长 4.27%，构成主要为库存商品（占 6.11%）、开发成本（占 64.29%）和开发产品（占 28.46%），其中 29.30%的存货已用于抵押借款。2015 年底公司共计提了 0.33 亿元的跌价准备。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 43.60 亿元，主要为一卡通预收资金 34.55 亿元和预交税费 8.59 亿元。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 218.33 亿元，同比增长 16.26%，构成以固定资产（占 38.92%）、在建工程（占 12.68%）、无形资产（占 12.10%）和投资性房地产（占 15.23%）为主。

截至 2015 年底，公司投资性房地产为 33.25 亿元，同比增长 22.93%，构成为房屋、建筑物（占 80.81%）和土地使用权（占 19.19%），全部以成本法计量，其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 10.96 亿元；2015 年底，累计摊销 5.42 亿元。

截至 2015 年底，公司固定资产为 84.97 亿元，主要是房屋建筑物（占 87.20%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 23.01 亿元；2015 年底，公司累计计提折旧 34.26 亿元。截至 2015 年底，公司在建工程为 27.68 亿元，同比增长 25.33%，构成主要是商业零售门店的建设项目，2015 年增加主要是对北京六里桥项目的投资。截至 2015 年底，公司无形资产为 26.43 亿元，主要为土地使用权（占 91.30%）。

总体看，跟踪期内随着零售店面的不断扩张和房地产投资的持续推进，公司资产规模持续扩大，构成仍以流动资产为主，其中存货占比较高，整体资产质量较好。

所有者权益

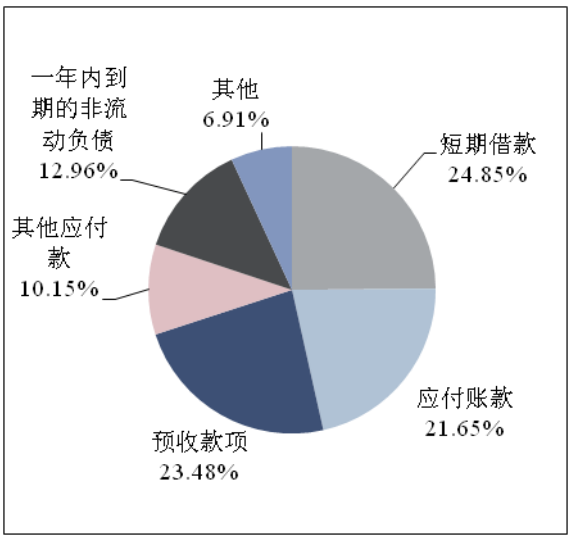
截至 2015 年底，公司所有者权益合计 142.66 亿元（含少数股东权益 48.19 亿元），同比增长 1.88%。归属于母公司所有者权益 94.47 亿元包括实收资本（占 24.88%）、资本公积（占 11.96%）、未分配利润（占 16.77%）、盈余公积（占 8.78%）和其他权益工具（占 37.76%，为公司发行的四期永续中期票据净募集资金 35.67 亿元）。总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至2015年底，公司负债合计565.06亿元，同比增长10.36%，其中流动负债合计占61.38%，同比有所下降，但构成仍以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债346.82亿元，以短期借款（占24.85%）、应付账款（占21.65%）、预收款项（占23.48%）为主。

图 2 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司短期借款 86.20 亿元，同比下降 16.95%，主要为保证借款（占 58.27%）和信用借款（占 26.03%）。应付账款为 75.07 亿元，同比下降 12.80%，主要为应付商品货款和未结算工程款。预收款项为 81.42 亿元，同比下降 8.81%，主要为预收房款。其他应付款为 35.21 亿元，主要是一卡通预存。因长期贷款陆续进入还款期，公司一年内到期的非流动负债快速增长，2015 年底为 44.94 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 218.24 亿元，以长期借款（55.67 亿元）和应付债券（158.00 亿元）为主。2015 年，公司发行多期私募债、超短期融资券和短期融资券，导致应付债券迅速增长；其中一年内到期的为 128.00 亿元，已调整计入短期债务。

截至 2015 年底，公司长期应付款 3.00 亿元，为省级调控资金待偿还余额，已计入长期债务。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（2015 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 年底，公司全部债务 362.27 亿元，其中长、短期债务占比分别为 24.48%和 75.52%。2014、2015 年公司发行四期永续中票，净募集金额 35.67 亿元，计入所有者权益科目。考虑到上述四期永续中票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。考虑上述两期永续中票待偿还本金 36.00 亿元后，公司全部债务为 398.27 亿元，其中长、短期债务占比分别为 31.30%和 68.70%。

从债务指标来看，2015 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 79.84%、71.75%和 38.33%，长期债务资本化比率同比上升 15.17 个百分点，另外两项指标变动不大。考虑永续中票后，2015 年底三项指标分别为 84.89%、78.82%和 53.82%。

总体看，跟踪期内公司债务规模持续扩大，构成主要为短期债务。公司债务负担重，短期偿债压力大。

4. 偿债能力

截至 2015 年底，公司流动比率、速动比率分别为 141.11%和 51.22%，同比分别上升 12.88 和 9.24 个百分点。公司经营现金流动负债比为 0.03%，同比大幅下降。考虑到公司流动资产中房产存货占比高，短期债务规模大，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力看，2015 年，公司 EBITDA 为 29.07 亿元，同比下降 1.87%；EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 分别为 0.69 倍、12.46 倍；考虑永续中票后，全部债务/EBITDA 为 13.69 倍。总体看，公司长期偿债能力有所下降。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至2016年3月底，公司在各商业银行获得总授信额度为402.85亿元，其中尚未使用额度205.87亿元，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2016年3月底，公司对外担保额1.33亿元，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

“10鲁商债”额度为7亿元，将于2017年3月到期。截至2015年底，公司现金类资产（剔除受限资金）为56.54亿元，为“10鲁商债”的8.08倍。2015年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为“10鲁商债”的65.55倍、0.02倍和4.15倍。跟踪期内，公司现金类资产、经营活动现金流入量和EBITDA对“10鲁商债”的保障能力强。

6. 过往债务履约情况

根据企业提供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2016年5月12日，公司无不良、关注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早期贷款，且目前已全部清偿。总体看，公司本部过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

跟踪期内，公司持续巩固包括商业零售、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保持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、担保方担保能力分析

“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。2014年，山东省人民政府以土地使用权作价增资50.56亿元。截至2015年底，高速集团注册资本200.56亿元。

截至2015年底，高速集团合并资产总计3649.30亿元，所有者权益合计873.59亿元；2015年实现营业总收入465.68亿元，利润总额46.03亿元。

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。2015年山东省GDP和公共财政预算收入分别达到63002.3亿元和5529.3亿元，同比分别增长8.0%和10.0%，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。

高速集团以路桥收费和施工等为主业。截至2015年底，高速集团拥有收费公路（包括桥梁、一级公路和高速公路）共计2559.88公里，2015年实现路桥通行费收入104.23亿元，同比增长4.06%。施工业务方面，子公司山东省路桥集团有限公司2015年全年中标项目达241个，实际中标额107.65亿元，实现路桥施工收入47.34亿元，同比基本持平，预计未来几年仍有较大的发展空间。此外，高速集团围绕“大交通”开展多元化业务，未来向铁路、港口、物流等加大投资力度，产业链向金融业务和城市运营业务稳步发展。

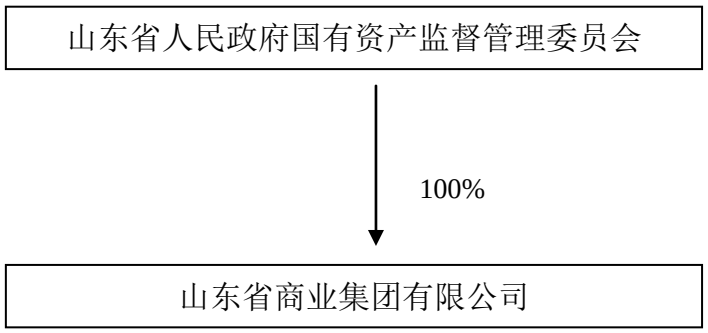
总体来看，跟踪期内高速集团各主营业务板块发展状况良好。联合资信维持高速集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

“10鲁商债”发行额度7亿元，占高速集团2015年底资产总额的0.19%、所有者权益合计的0.80%，所占比例低；占其2015年营业总收入的1.50%，利润总额的15.21%，经营活动现金净流量的2.26%。总体看，高速集团担保实力很强，对“10鲁商债”本息偿付安全性的提升持续有效。

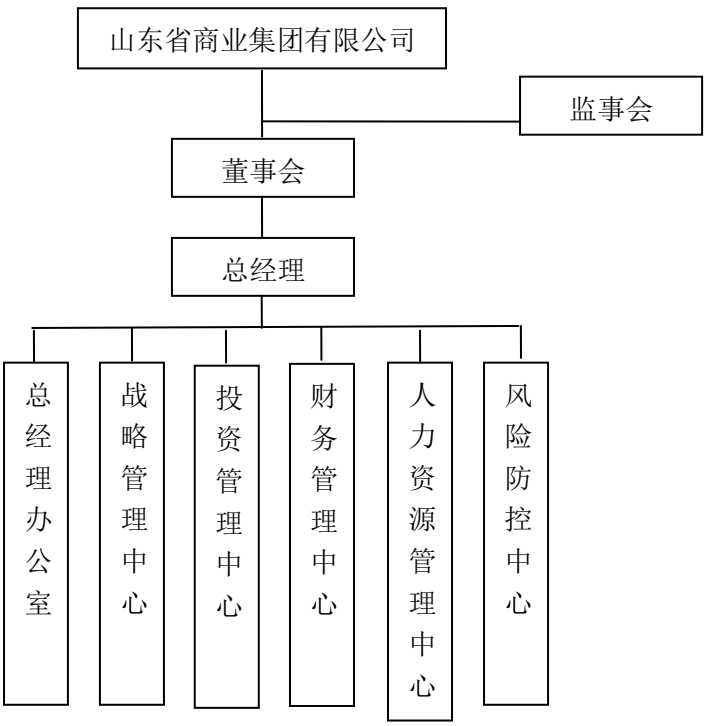
十一、结论

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，并维持“10鲁商债”的信用等级为AAA。

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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	103.92	91.04	56.54
资产总额(亿元)	530.56	632.26	707.72
所有者权益(亿元)	97.19	120.24	142.66
短期债务(亿元)	150.66	197.08	273.59
长期债务(亿元)	122.53	104.25	88.67
全部债务(亿元)	273.19	301.32	362.27
营业总收入(亿元)	365.71	351.40	352.25
利润总额(亿元)	11.21	10.13	8.77
EBITDA(亿元)	28.95	29.63	29.07
经营性净现金流(亿元)	3.67	0.30	0.11
财务指标			
销售债权周转次数(次)	115.62	58.95	37.13
存货周转次数(次)	1.29	1.03	0.92
总资产周转次数(次)	0.79	0.60	0.53
现金收入比(%)	124.83	123.40	122.54
营业利润率(%)	18.03	18.02	17.29
总资本收益率(%)	4.88	3.55	2.94
净资产收益率(%)	6.48	4.85	3.06
长期债务资本化比率(%)	55.77	46.44	38.33
全部债务资本化比率(%)	73.76	71.48	71.75
资产负债率(%)	81.68	80.98	79.84
流动比率(%)	143.93	128.23	141.11
速动比率(%)	53.44	41.98	51.22
经营现金流动负债比(%)	1.36	0.09	0.03
EBITDA 利息倍数(倍)	0.90	0.81	0.69
全部债务/EBITDA(倍)	9.43	10.17	12.46

注：1.现金类资产已剔除受限资金；
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；
3.所有者权益合计中包含永续中票净募集资金。

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	（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	
营业总收入年复合增长率	
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/营业总收入×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。