信用等级公告

联合〔2020〕2005 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主体信用状况进行跟踪分析和评估，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^+，维持“15 鲁商 MTN001”“15 鲁商 MTN002”“17 鲁商 MTN001”“18 鲁商 MTN001”“18 鲁商 MTN003”“19 鲁商 MTN001”及“20 鲁商 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月一日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

山东省商业集团有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东省商业集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
15鲁商MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
15鲁商MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
17鲁商MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
18鲁商MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
18鲁商MTN003	AA+	稳定	AA+	稳定
19鲁商MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20鲁商MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
*15鲁商MTN001	10.00亿元	10.00亿元	2020/06/25
*15鲁商MTN002	9.00亿元	9.00亿元	2020/08/12
17鲁商MTN001	10.00亿元	10.00亿元	2020/10/20
18鲁商MTN001	9.00亿元	9.00亿元	2021/11/16
*18鲁商MTN003	6.00亿元	6.00亿元	2021/12/14
19鲁商MTN001	15.40亿元	15.40亿元	2021/11/01
20鲁商MTN001	1.60亿元	1.60亿元	2023/04/24

注：*为永续中期票据，所列到期兑付日为首个约定赎回日

评级时间：2020年7月1日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省内国有资本投融资、产业整合及创业投资主体。跟踪期内，公司仍保持多元化经营格局，整体经营情况稳定，政府支持持续，区域零售业龙头地位稳固。2019年，公司零售业新开门店数量继续增加，各零售业态协同发展；公司推进营销机制创新，加快房地产项目去化，签约销售收入和签约销售面积有所增加。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到零售行业市场竞争激烈且受新冠肺炎疫情冲击较大、公司房地产项目去化仍存压力、在建项目未来投资支出大、代管企业资金占用明显、整体债务负担重且短期资金周转压力大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，公司将持续推动各产业转型升级。其中零售业务将运用互联网技术，结合实体资源，创新经营管理模式；房地产业务将根据需求选择“地产+文化旅游”“地产+乡村振兴”“地产+医养健康”等不同产业业态组合，发展特色产业项目；公司未来将加大生物制药业科技研发力度。公司整体盈利能力和抗风险能力有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“15鲁商MTN001”“15鲁商MTN002”“17鲁商MTN001”“18鲁商MTN001”“18鲁商MTN003”“19鲁商MTN001”及“20鲁商MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **作为山东省直属企业，公司股东支持力度大。**公司是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”）下属国有企业，完成国有资本投资公司改建，重新定位为山东省国资委旗下重要战略投资及融资、产业整合和创业投资主体，可在资产划转、资本注入等方面获得持续支持。

2. **公司零售业务深耕山东省省内市场，区域龙头优势突出，经营网点数量保持增长。**公司是山东省零售行业的龙头企业，“银座”品牌知名度高，截至2019年

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
公司是山东省国资委下属国有企业，完成国有资本投资公司改建，重新定位为山东省国资委旗下重要战略投资及融资、产业整合和创业投资主体，在资产划转、资本注入等方面持续获得支持。 银座股份是山东省零售龙头企业，区域品牌竞争力强；公司持有银座股份和鲁商发展的股权资产未质押，必要时可为公司提供流动性支持。				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师： 陈 婷　刘祎烜

邮箱： 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）

网址： www.lhratings.com

底，公司百货超市复合门店数量为 178 家，较上年底增加 10 家，经营面积达 387.89 万平方米。

3．**公司持有两家上市公司股权资产且均未质押，可为公司提供流动性支持。**截至 2020 年 3 月底，公司直接持有银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”）24.49%股权，持有鲁商健康产业发展股份有限公司（以下简称“鲁商发展”）53.02%股权，均未质押；可为公司提供一定流动性支持。

关注

1．**公司零售业务受新冠肺炎疫情冲击较大，经营业绩明显下降。**受新冠肺炎疫情的影响，2020 年一季度，子公司银座股份主要经营区域门店收入较上年同期均有明显下降；其中百货商场和购物中心受疫情冲击较大，收入分别较上年同期下降 33.37%和 50.13%，大型综合超市收入较上年同期下降 17.12%；购物中心毛利率较上年同期下降 10.02 个百分点至 11.69%，百货商场和大型综合超市毛利率较上年同期略有下降。

2．**公司地产项目区域集中度高，存在去库存压力和较大的资金支出压力。**公司土地储备和在建地产项目主要分布于哈尔滨和山东省内二、三、四线城市；2019 年，在建地产项目大幅增长，库存高企，公司存在一定的去化压力；同时公司在建房地产项目计划投资规模较大，后续面临较大的资金支出压力。

3．**公司债务负担重，短期资金周转压力大。**截至 2020 年 5 月底，公司存续债券合计 158.50 亿元，其中将于一年内到期的债券金额为 86.10 亿元，短期资金周转压力大且存在集中兑付压力。

4．**公司整体资产流动性弱。**公司资产中，以地产开发为主的存货占比高且持续攀升，预付款项和代管企业间往来款规模较大，对资金形成占用，弱化资产流动性。

5．**本部债务负担重。**公司本部基本无经营性业务，但承担了主要的对外融资职责，债务负担重，自身债务周转压力大。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	63.76	137.27	149.14	157.60
资产总额(亿元)	847.52	917.74	1033.86	1046.44
所有者权益(亿元)	135.72	165.93	198.33	197.88
短期债务(亿元)	263.60	279.97	295.71	315.45
长期债务(亿元)	144.37	151.78	175.39	177.02
全部债务(亿元)	407.97	431.74	471.11	492.47
营业总收入(亿元)	365.58	379.56	398.33	80.48
利润总额(亿元)	7.13	8.70	11.14	-1.17
EBITDA(亿元)	30.52	28.20	29.51	--
经营性净现金流(亿元)	38.92	28.46	19.12	0.19
营业利润率(%)	17.31	18.75	18.48	15.26
净资产收益率(%)	2.73	2.07	3.30	--
资产负债率(%)	83.99	81.92	80.82	81.09
全部债务资本化比率(%)	75.04	72.24	70.37	71.34
流动比率(%)	139.34	115.53	117.33	117.16
经营现金流动负债比(%)	8.60	4.80	2.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.61	1.61	1.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.37	15.31	15.96	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	301.29	351.66	353.28	370.42
所有者权益(亿元)	31.21	67.55	60.09	59.32
全部债务(亿元)	183.11	218.16	220.84	238.57
营业收入(亿元)	0.15	0.10	0.49	0.00
利润总额(亿元)	-0.34	-4.20	0.53	-0.14
资产负债率(%)	89.64	80.79	82.99	83.99
全部债务资本化比率(%)	85.44	76.36	78.61	80.09
流动比率(%)	277.99	137.81	141.28	135.19
经营现金流动负债比(%)	30.84	-2.50	8.85	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；2017－2020 年 3 月，所有者权益中分别包括永续债券募集资金净额 25.70 亿元、63.00 亿元、41.40 亿元和 41.40 亿元，相关债券未计入全部债务；合并口径长期应付款中有息部分已调整至长期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 鲁商 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/04/10	徐璨 陈婷	一般工商企业信用评级方法总论（V3.0.201907） 一般工商企业信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 鲁商 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/10/21	徐璨 陈婷	一般工商企业信用评级方法总论（V3.0.201907） 一般工商企业信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
15 鲁商 MTN001 15 鲁商 MTN002 17 鲁商 MTN001 18 鲁商 MTN001 18 鲁商 MTN003	AA+	AA+	稳定	2019/06/14	徐璨 陈婷	工商企业信用评级方法总论（2018 年） 一般工商企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 鲁商 MTN003	AA+	AA+	稳定	2018/06/14	景雪 陈婷	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类企业信用评级模型（20年）	阅读全文
18 鲁商 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/01/12	景雪 陈婷	主体评级方法总论（2013 年） 综合类企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 鲁商 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/08/17	景雪 陈婷	主体评级方法总论（2013 年） 综合类企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
15 鲁商 MTN001	AA+	AA+	稳定	2015/07/23	景雪 王慧	主体评级方法总论（2013 年）	阅读全文
15 鲁商 MTN001	AA+	AA+	稳定	2015/03/12	景雪 王慧	主体评级方法总论（2013 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由山东省商业集团有限公司有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东省商业集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 年变更为现用名。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”）对公司增资 2.20 亿元，公司注册资本由 10.00 亿元变更为 12.20 亿元。2015 年，山东省国资委决定将持有的公司 30%股权无偿划转至山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东省社保基金”），股权划转于 2017 年 5 月完成。2018 年 5 月，山东省社保基金将持有的公司 20%股权划转给山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠投资”），划转后，山东省社保基金持有公司 10%股权，山东国惠投资持有公司 20%股权，山东省国资委持有公司 70%股权；公司章程及工商登记变更登记于 2018 年 5 月完成。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 12.20 元[1]，山东省国资委、山东国惠投资和山东省社保基金分别持股 70%、20%和 10%，山东省国资委为公司控股股东和实际控制人。

公司经营范围为：在法律法规规定的范围内对外投资与管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2020年3月底，公司本部设总经理办公室、投资管理部、财务管理部、审计部、法务安全部、教育科技管理部共6个职能部门；设青岛办事处、资金管理中心、信息中心、离退休人员管理服务中心和招标中心共5个直属机构，以及其他支持部门（见附件1-2）；截至2019年底，公司纳入合并范围内的二级子公司共有28家、下属事业单位共7家。

截至 2020 年 3 月底，公司直接持有 2 家上市公司股权。其中，持有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）24.49%的股权；持有鲁商健康产业发展股份有限公司（以下简称“鲁商发展”，证券代码为 600223.SH）53.02%的股权，均未质押。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 1033.86 亿元，所有者权益合计 198.33 亿元（其中少数股东权益为 77.81 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 398.33 亿元，利润总额 11.14 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1046.44 亿元，所有者权益合计 197.88 亿元（其中少数股东权益为 79.13 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 80.48 亿元，利润总额-1.17 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区经十路 9777 号；法定代表人：高洪雷。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续债券包括 7 期中期票据，募集资金均已按计划使用完毕；跟踪期内，“15 鲁商 MTN001”“15 鲁商 MTN002”“17 鲁商 MTN001”“18 鲁商 MTN001”和“18 鲁商 MTN003”均按时足额付息。

[1] 截至 2020 年 3 月底，公司实收资本为 20.98 亿元，除股东直接投资 12.20 亿元外，其余为山东省财政厅向公司未持股但纳入公司合并范围代管的事业单位的资本金拨款。

表 1　截至本报告出具日公司存续债券概况

（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日/首个行权日
15 鲁商 MTN001	10.00	10.00	2015/06/25	2020/06/25
15 鲁商 MTN002	9.00	9.00	2015/08/12	2020/08/12
17 鲁商 MTN001	10.00	10.00	2017/10/20	2020/10/20
18 鲁商 MTN001	9.00	9.00	2018/11/16	2021/11/16
18 鲁商 MTN003	6.00	6.00	2018/12/14	2021/12/14
19 鲁商 MTN001	15.40	15.40	2019/11/01	2021/11/01
20 鲁商 MTN001	1.60	1.60	2020/04/24	2023/04/24

资料来源：中国货币网

“15 鲁商 MTN001”和“15 鲁商 MTN002”的发行期限为（5+N）年，“18 鲁商 MTN003”的发行期限为（3+N）年。根据上述债券发行条款，在赎回权方面，上述中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于上述永续债券的条款，可得出以下结论：①“15 鲁商 MTN001”“15 鲁商 MTN002”和“18 鲁商 MTN003”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。②“15 鲁商 MTN001”和“15 鲁商 MTN002”如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点；“18 鲁商 MTN003”如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。③在递延利息支付方面，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及已经递延的所有利息及其孳息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果公司向普通股股东分红（包括上缴国有资本收益）、减少注册资本或公司下属上市公司向普通股股东分红，公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息。2019 年全年，公司未接到山东省国资委的缴纳通知，因此未上缴国有资本收益。2018－2019 年，银座股份及鲁商置业均持续分红。由此，公司递延利息支付可能性小。

综合以上分析，公司存续期内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，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。联合资信认为上述永续债券在清偿顺序、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。

四、宏观经济经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1

社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较上年底有所回落，生产

者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无

前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，中国消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时中国厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境分析

1. 商业零售业

2019 年，伴随着消费需求、消费渠道、消费方式的转变以及电商红利期的退潮，零售额增速进一步放缓。网络零售业态对实体零售业态的冲击仍在持续，实体零售企业逐步调整业态配比、优化产品结构、加强线上线下整合，电商企业也开始逐步往线下转型，线上、线下消费品市场融合或将是未来零售业的发展趋势。2020 年一季度，零售行业受新冠疫情影响较大，随着疫情逐步得到控制，部分被推迟的消费逐渐恢复。

零售业是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。根据国家统计局统计，2019 年，中国社会消费品零售总额 411649 亿元，同比增长 8.0%，增速比上年进一步放缓。按经营单位所在地分，2019 年，城镇消费品零售额 351317 亿元，同比增长 7.9%，增速同比下降 0.9 个百分点；乡村消费品零售额 60332 亿元，同比增长 9.0%，增速同比下降 1.1 个百分点。按消费类型分，2019 年，餐饮收入 46721 亿元，同比增长 9.4%，增速较

上年基本持平；商品零售 364928 亿元，同比增长 7.9%，增速同比下降 1.0 个百分点。

零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态共同发展的局面，呈现出多元化发展趋势。面对“千店一面”的同质化竞争、网络零售的消费分流、消费需求升级转变等不利形势，近年来流通领域供给侧改革和结构性改革逐步推进，实体零售转型升级加快步伐，转型过程中，不同业态增速明显分化。按零售业态分，2019 年，限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额比上年分别增长 6.5%、1.4%、3.2%和 1.5%，超市和专业店销售的增速优于百货店和专卖店的销售增速；但各个业态增速普遍放缓，实体零售企业面临较大压力。

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。电子商务凭借低廉的价格，快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对消费的促进力度越来越强。面对电商发展带来的压力，传统企业纷纷发力电商，利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势，开展 O2O 的多渠道经营探索。截至 2020 年 3 月，中国网络购物用户规模达 7.10 亿，占网民整体的 78.6%。2019 年，全年实物商品网上零售额为 85239 亿元，按可比口径计算，比上年增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，比上年提高 2.3 个百分点，与其他国家相比，渗透率已较为饱和。随着线上零售逐渐饱和，中国电商企业也开始逐步往线下转型，线上、线下消费品市场融合或将是未来零售业发展趋势。

消费者如今的购买行为往往跨越多个渠道：搜索、比较、决策和购买在多个渠道完成，网络口碑和朋友推荐对其影响至关重要，消费者利用技术和主动获取信息的能力提高。从零售商角度看，未来实体零售商和网络零售商将长期共存。传统零售商在积极地向线上拓展业务，以获得渠道拓展，打造跨渠道消费体验，为消费者提供更多样和有价值的服务。淘宝、京东等网上零售商也在向线下部署业务，如建立线下提货点、开门店或体验店、与实体店联合促销等，以期获得商品展示、方便消费者试用、降低配送复杂度、提供跨渠道消费体验等。

随着新一代消费群体的崛起，也带来了新的消费需求。相较于价格，他们更在于品质以及相应的性价比，愿意为高端产品付出更高的费用，消费升级成了顺应消费者需求转变的解决方案。为留住消费者，不管是永辉超市、沃尔玛等传统零售企业，还是苏宁易购、盒马鲜生等电商企业都开始寻求转型，向更新的智能零售模式发展。

从行业政策看，政府积极鼓励零售行业发展新业态、新模式，促进线上线下融合，支持零售行业升级转型。2019 年 8 月 27 日，国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，从顺应消费变革和消费升级的趋势、引导电商培育新消费、拓宽生态产品线上线下销售渠道到调整电商零售，推出了 20 条提振消费信心的政策措施。

2020 年一季度，新冠疫情短期内在一定程度上抑制了可选消费品的消费需求，人们外出消费大幅减少，大型百货商场等场所是主要回避对象。然而食品等生活必需品刚性较大，消费需求未因此减少，新冠疫情对超市行业影响相对较小。因更多消费者线开始选择线上下单，生鲜及生活用品电商企业得到了良好得发展，实体零售企业受到一定负面影响，但一定程度上推动了配送到家业务的发展。第二季度，随着疫情逐步得到控制，多地下调疫情防控等级，部分被推迟的消费逐渐恢复。

2. 房地产行业

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

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。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；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。

据山东省统计局公布的《2019年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2019年山东省经济运行稳中有进，全省实现生产总值（GDP）初步核算数为71067.5亿元，按可比价格计算，比上年增长5.5%。其中，第一产业增加值5116.4亿元，增长1.1%；第二产业增加值28310.9亿元，增长2.6%；第三产业增加值37640.2亿元，增长8.7%。产业结构调整优化，三次产业比例为7.2：39.8：53.0。人均生产总值70653元。

居民人均收入稳步增长。2019 年城镇居民人均可支配收入 42329 元，增长 7.0%；人均消费支出 26731 元，增长 7.8%。农村居民人均可支配收入 17775 元，增长 9.1%；人均消费支出 12309 元，增长 9.2%。城镇、农村居民人均现住房建筑面积分别为 37.1 平方米和 43.5 平方米。

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。根据山东省统计局发布的信息显示，2019年山东省社会消费品零售总额比上年增长6.4%。其中，餐饮收入增长9.7%，商品零售增长6.0%；城镇零售额增长6.2%，乡村零售额增长7.2%。网上零售额4109.0亿元，比上年增长15.8%。其中，实物商品网上零售额3445.0亿元，增长19.6%，占社会消费品零售总额的比重为9.6%。

2019 年，山东省房地产市场稳健发展。房地产开发投资 8614.9 亿元，比上年增长 14.1%。其中，住宅投资 6672.2 亿元，增长 16.7%。商品房施工面积 75767.4 万平方米，增长 9.7%。其中，住宅施工面积 55942.0 万平方米，增长 10.1%。商品房竣工面积 10179.2 万平方米，下降 3.2%。其中，住宅竣工面积 7734.7 万平方米，下降 4.0%。商品房销售面积 12727.3 万平方米，下降 5.4%。其中，住宅销售面积 11429.0 万平方米，下降 2.8%。年末商品房待售面积 2433.8 万平方米，比上年末下降 7.8%。

六、基础素质分析

1. 产权状况及竞争力

跟踪期内，公司在控股股东、实际控制人及核心竞争力方面无重大变化。

政府支持方面，2020 年 4 月，山东省政府批准向公司增加 1 亿元注册资本金，由山东省国资委实际出资，目前尚未实际收到增资款。

2019 年 8 月，根据《山东省人民政府办公厅关于印发<北京泰山饭店划转工作实施方案>的通知》（鲁政办字〔2013〕107 号）及相关协议，将北京山东宾馆、山东省国际信托有限公司持有的 61.80%、30.80%股北京泰山饭店有限公司股权划转至公司，截至 2019 年底，划转主体资产总额约为 6.50 亿元，所有者权益规模约为 0.50 亿元。此外，2019 年公司共收到各类政府补助 8727.08 万元，持续性良好。

2. 企业信用记录

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，截至 2020 年 6 月 8 日，公司本部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。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理运作正常，但根据山东省省委省政府要求，公司不再设置监事会，同时新任总经理到位，控股子公司银座股份董事长发生变更。

2019年5月，根据《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》（鲁发〔2018〕42号），规定山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，不再设立省属企业监事会；山东省国资委、山东省发展和改革委员会、山东省财政厅和山东省社保基金理事会联合下发的《关于杨少军等20人免职

的通知》（鲁国资任字〔2018〕42号）、《关于臧云廷免职的通知》（鲁国资任字〔2018〕52号）要求，原山东省委派驻的公司监事会主席韩斌及监事沈万秀、臧云廷职务自然免除。

2020 年 5 月 6 日，子公司银座股份召开股东大会，宣布侯功海先生因工作原因不再担任董事、董事长及专门委员会相关职务及代行董事会秘书职责，选举布廷现先生为银座股份第十二届董事会董事。同日，银座股份召开了第十二届董事会 2020 年第五次临时会议，审议通过了《关于选举公司董事长的议案》，选举布廷现先生为银座股份董事长，任期为本届董事会届满为止。

2020 年 6 月 29 日，公司发布《山东省商业集团有限公司总经理发生变动的公告》，根据鲁商任免字〔2020〕69 号文件，郭训成任公司总经理。郭训成，1963 年生，研究生学历，农学硕士；历任山东省计划委员会综合处副处长，省发改委国民经济综合处处长、地区经济处处长、政治法规处处长，山东省宏观经济研究院党委书记等职务；2014 年出任山东省全面深化改革领导小组办公室专职副主任；2018 年 10 月任山东省统计局局长、党组书记。

除上述变动外，跟踪期内，公司董事会和其他高级管理人员未发生变动，主要管理制度延续以往，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司营业总收入保持增长，综合毛利率与上年持平。零售业仍为公司收入主要来源；房地产业务受个别项目结转收入影响大幅增加；生物医药业主要产品产能扩大，销售收入增加，毛利率维持在较高水平。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业总收入和毛利率较上年同期均有较大幅度下降。

公司已形成包括商业零售、生物制药、房地产、传媒、教育等板块在内的多元化业务格局，其中商业零售、生物制药和房地产业务是公司收入的主要来源和发展的重点领域。2019 年，公司实现营业总收入 398.33 亿元，较上年增长 4.95%，主要系房地产业务结转收入增加所致。

从收入构成来看，2019年，零售业仍为公司核心业务，公司全年实现零售业收入274.14亿元，同比变化不大，占营业总收入的比重为68.82%，同比略有下降；房地产业务为公司第二大业务板块，2019年结转收入92.50亿元，同比增长16.16%，占营业总收入的比重上升至23.22%；公司生物制药收入为10.39亿元，同比增长21.10%，主要系颈痛片、颈痛颗粒产能和销售规模扩大，以及医药商业规模扩大所致，占营业总收入的比重较低；公司其他业务主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务，2019年实现收入21.29亿元，同比增长9.18%，主要系齐鲁医药学院收入增加所致。

从毛利率来看，2019年，公司零售业毛利率较上年减少0.47个百分点至19.99%；生物制药业毛利率较上年提升0.59个百分点至63.44%，保持在较高水平；公司房地产业毛利率较上年提升0.64个百分点至16.31%，与其他房地产企业相比，毛利率仍处于较低水平；其他业务毛利率提升2.68个百分点至31.73%。受上述因素的影响，2019年，公司综合毛利率为20.96%，较上年变化不大。

2020年一季度，新冠肺炎疫情对公司零售业冲击较大，公司实现营业总收入80.48亿元，同比下降22.33%，各板块同比均出现下滑。同期，公司综合毛利率为17.29%，较上年同期减少2.61个百分点；公司净利润亏损1.80亿元，上年同期净利润为1.42亿元。

表 3　2017－2019 年公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率

零售业	268.40	73.42	18.72	271.84	71.62	20.46	274.14	68.82	19.99	58.75	73.00	13.22
生物制药业	7.73	2.11	60.67	8.58	2.26	62.85	10.39	2.61	63.44	1.89	2.34	61.67
房地产业	75.49	20.65	14.29	79.63	20.98	15.67	92.50	23.22	16.31	12.17	15.12	22.48
其他	13.96	3.82	38.90	19.50	5.14	29.05	21.29	5.34	31.73	7.68	9.54	29.30
合计	**365.58**	**100.00**	**19.50**	**379.56**	**100.00**	**20.85**	**398.33**	**100.00**	**20.96**	**80.48**	**100.00**	**17.29**

资料来源：公司提供

2. 零售业

2019年，公司零售业务深耕山东省省内市场，采取以百货超市复合店为主、其他多种业态相结合的方式经营，零售业态丰富，经营网点数量保持增长，规模优势明显；但受市场竞争激烈的影响，经营坪效略有下降，部分门店亏损。公司零售业自有店铺较多，租赁门店签约期限较长，新开部分门店采用与业主合作模式，能在一定程度上抵消租金上涨的风险。

2019年，公司仍采取统一采购与分散采购相结合的方式。公司与主要供货商保持了良好的关系，货源供应稳定，并且进价较低，结算方式为一月一结，以银行承兑汇票结算为主。公司零售业供应商较为分散，总计两千余家，采购集中度很低，符合零售业的经营特点。

公司在物流体系建设方面持续投入，目前已有四个物流配送中心在运营。山东银座配送中心、曲阜银座配送中心、潍坊配送中心和统一银座物流配货中心的库区占地面积分别为32.24万平方米、12.45万平方米、11.00万平方米和1.48万平方米。公司对物流中心在管理系统、业务流程、制度体系等方面进行持续更新，配送准确率接近100%，订单处理满足程度达到95%以上。公司物流中心主要为超市业态提供仓储和配送服务，自主配送和供应商配送的商品分别占约39%和61%，其中自主配送的主要为生鲜等类商品。

公司零售业的经营模式仍采用联营、经销、代销、租赁等方式，2019年，四种模式在营业收入中的占比分别为62.40%、29.67%、4.95%和2.98%，较上年变化不大。

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

公司百货超市复合店以稳定的速度扩张，每年净新开店7～10家，仍以山东省内为主。2019年，因房租到期，公司关闭济南银座明湖购物广场、德州阳光花园店和东营大王店3家门店。截至2019年底，公司百货超市复合门店数量为178家，较上年底增加10家门店，经营面积387.89万平方米。

截至2019年底，公司在山东省内拥有203家便利店直营门店，较上年底变化不大，主要分布于济南市五区及章丘、济阳、泰安、长清等地，“统一银座”便利店占据山东便民连锁超市第一位。

截至2019年底，公司家居店、家电店、购物中心和汽车4S店数量较上年底基本稳定。公司于2009年开设家电专业店，截至2019年底，公司已在济南、东营、滨州、泰安、淄博、莱芜、菏泽等14个城市开设37家家电专业店。银座购物中心是公司近年来重点拓展的新型业态形式，截至2019年底，公司拥有5家购物中心，分别为潍坊银座商城、银座商城玉函店、银座和谐广场、北京和谐广场和菏泽和谐广场。公司汽车4S店销售定位为中高档主流汽车品牌，目前公司在济南市内拥有6家汽车4S店，经营品牌有奥迪、一汽大众、上海大众、上海通用、斯柯达和广州本田。

表4　2017－2019年公司零售业店面情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2017年底		2018年底		2019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	161	354.22	168	370.34	178	387.89

便利店	205	8.40	204	8.35	203	8.32
家居店	11	92.60	10	92.60	10	92.60
家电店	37	6.62	37	6.62	37	6.62
购物中心	5	60.10	5	60.10	5	60.1
汽车	9	3.02	6	2.79	6	2.79
合计	**428**	**524.96**	**430**	**540.80**	**439**	**558.32**

资料来源：公司提供

经营坪效方面，2019年，受市场竞争激烈、电商冲击等影响，除便利店、家居店和汽车4S店外，公司其他业态经营坪效均略有下降，公司零售业态经营坪效由上年的0.50万元/平方米下降至0.49万元/平方米。

表5　2017－2019年公司零售业态经营坪效情况

（单位：万元/平方米）

店面种类	2017年	2018年	2019年
百货超市复合店	0.55	0.53	0.49
便利店	1.11	1.08	1.08
家居店	0.04	0.04	0.04
家电店	1.32	1.06	1.03
购物中心	0.18	0.20	0.19
汽车4S店	14.19	16.11	18.89
合计	**0.51**	**0.50**	**0.49**

注：经营坪效=收入/营业面积
资料来源：公司提供

在网点拓展方面，公司大力实施立体化发展战略，深耕山东市场，在山东省内构筑“连片开发，密集渗透”的发展格局。目前，公司零售业已覆盖山东省大部分地区，在部分地区同时设有多家分店。在山东省内，公司零售业在网点布局上已经取得了相对竞争优势。在山东省外，截至2020年3月底，公司已在河北邢台、河北石家庄、河南濮阳及北京等地拥有13家省外百货超市复合店及购物中心。公司零售业店面大部分处于所在城市的商业中心区域，主要经营网点中自有门店面积占比较高；部分门店为公司通过租赁形式获取，公司与业主签订的租赁合同多为20年的长期租约，租金每5年调整一次。公司新增零售店铺的获取方式以租赁为主，部分门店采用和业主合作模式，前期不需支付租金，业主享受利润分成，租金成本整体可控。从经营情况看，受市场竞争的影响，2019年，公司零售业下属46家主要经营门店销售额同比下降4.30%，其中有14家门店处于亏损状态。

表6　2019年公司零售业主要经营网点销售情况（单位：万平方米、年、万元）

序号	商城名称	经营面积	开店时间	物业权属	经营方式	2019年	
						销售额	净利润
1	山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	280400.36	-1904.10
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	59788.75	4880.46
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	61904.90	2876.33
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	43506.51	854.04
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	50680.99	2915.80
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	72065.55	4405.92
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	30658.63	1283.64
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	23756.13	748.24
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	28345.66	-846.83
10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	53336.86	3428.66
11	日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	47317.92	2512.65
12	淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	18160.65	700.22

13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	46303.88	1551.95
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	44963.92	3178.14
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	15515.52	783.71
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	3691.97	-110.00
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	46800.11	-996.68
18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	1267.22	-475.29
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	17679.87	745.76
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	26005.31	1336.93
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	21385.70	2782.87
22	石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	15165.08	-1394.46
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	12043.08	374.91
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	12639.54	604.47
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	18810.52	889.23
26	济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	11055.55	-1632.64
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	12896.22	414.36
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	21579.72	784.02
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	38981.51	2303.50
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	31786.24	1075.09
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	7284.92	327.19
32	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	4476.29	170.33
33	鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	4381.57	16.26
34	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	9773.29	-1167.31
35	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	5636.93	-2163.75
36	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	7352.51	-888.18
37	张家口银座商城	4.10	2014	自有	百货+超市	34468.54	1857.72
38	济南和谐广场	14.50	2011	自有	购物中心	68020.75	5953.97
39	临沂和谐广场	8.20	2012	自有	购物中心	27841.45	-330.80
40	银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	36761.18	2560.16
41	青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	11673.97	369.51
42	北京和谐广场	14.00	2016	自有	购物中心	21615.39	999.43
43	菏泽和谐广场	10.00	2017	租赁	购物中心	10154.10	133.24
44	淄博高青银座	2.02	2017	租赁	百货+超市	4477.10	-86.10
45	临沂银座人民广场店	2.38	2017	租赁	百货+超市	4908.53	-1825.34
46	德州齐河银座	1.85	2017	租赁	百货+超市	3959.41	-31.47
合计		**151.47**	--	--	--	**1431279.80**	**39965.76**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司零售业无在建项目。公司零售业未来发展方向主要以利润分成、输出管理为主，发展线上商城与物流、金融科技融合，无拟建项目计划。

3. *房地产业务*

公司的房地产项目主要由下属上市公司鲁商发展负责运营。鲁商发展所开发项目业态涵盖住宅、大型购物广场、写字楼、酒店等，形成“鲁商城市广场”“鲁商花园住宅”“鲁商生

态别墅”三大产品系列。

（1）土地储备

2019 年，公司以合资公司形式，加大在青岛、临沂等地的土地获取力度，土地储备规模明显增长，拿地成本上升。公司土地储备充足，可以满足公司未来几年房地产业务发展需求。

公司土地获取方式以“招拍挂”为主，每年拿地规模根据现有土地储备量以及房地产市场情况而定。2019 年，公司与中国金茂、华润置地、中航信托和万科成立合资公司，分别获取济南神武、青岛西海岸国际体育中心、青岛即墨蓝谷项目和临沂河东区褚庄 4 个项目 21 宗土地，新增土地储备权益建筑面积 100 余万平米；并创新“地产+产业”模式，其中三个项目分别落地了“地产+绿建金融”“地产+文体”和“地产+医疗”模式。

截至 2020 年 3 月底，公司土地储备 160.33 万平方米（土地占地面积），拟开发建筑面积 335.60 万平方米，增长较多。公司土地储备主要位于哈尔滨、济南市、青岛市、临沂市和菏泽市等二、三、四线城市，其中哈尔滨项目拿地时间较早，未来拟建商业和公寓，受规划调整影响开发进度较为缓慢。土地成本方面，公司位于哈尔滨、济宁市的土地拿地时间较早，土地成本相对较低；2019 年，公司在青岛市和济南市新获取的土地成本明显上升。

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	取得时间	取得成本	出让金缴纳
哈尔滨	住宅、商业	17.33	9.36	51.95	2011	10.40	9.51
济宁运河公馆	住宅+集中商业	5.20	2.09	13.00	2015	2.66	2.66
烟台三滩 1 号 A 地块	商业、住宅	3.81	1.39	9.90	2018	2.73	2.73
菏泽蓝岸公馆	住宅商业	14.90	--	40.98	2019	7.11	7.11
青岛鲁商中央公馆(A 地块)	住宅+商业	24.81	1.10	17.42	2014 2017	3.39	1.62
青岛鲁商中央公馆(B 地块)	住宅+商业	7.16	3.70	5.5	2014	0.77	0.28
青岛鲁商蓝岸新城	商业	1.28	1.28	7.00	2014	0.37	0.37
青岛燕儿岛（1c 地块）	商业	7.45	7.45	24.28	2016	12.75	12.75
青岛西海岸奥体中心项目	住宅+商业	17.91	3.14	34.47	2019	19.74	19.74
青岛蓝谷健康城	住宅+商业	4.76	0.50	9.88	2019	7.11	7.11
青岛蓝谷健康齐鲁医院	医疗用地	8.10	--	7.40	2019	6.02	6.02
青岛蓝谷健康科技港	住宅+商业	8.83	0.10	22.08	2019	0.39	0.39
临沂鲁商知春湖	住宅+商业	6.28	1.27	7.54	2017	0.75	0.75
临沂鲁商鲁商中心	商业	0.42	0.42	6.10	2013	0.06	0.06
临沂万科新都会	住宅+商业	5.30	2.60	12.20	2019	2.05	2.05
济南神武 A-1	商业	3.36	3.36	10.07	2019	6.48	6.48
济南神武 B-9	住宅	4.68	--	8.43	2019	9.75	9.75
济南唐冶 076 地块	商业	7.92	2.00	28.07	2013	5.12	5.12
济南韩仓河	--	5.00	2.10	10.00	2018	22.58	21.70
淄博	住宅+商业	5.84	0.84	9.33	2018	2.26	2.26
合计	--	**160.33**	**42.70**	**335.60**	--	**122.49**	**118.46**

表 7　截至 2020 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

资料来源：公司提供

（2）项目开发情况

2019 年，公司加快开发节奏，期末在建面积有所增长，在建项目能够满足公司未来几年的销售需求。但公司在建项目仍需较大规模的资金投入，公司未来面临较大的资金支出压力。

2019 年，随着公司拿地项目的增加，开发节奏加快，房地产新开工面积和竣工面积分别为 180.09 万平方米和 128.35 万平方米，均较上年大幅增长；期末在建面积 366.59 万平方米。

表 8　2017－2019 年公司房地产开发情况

（单位：万平方米、个）

项目	2017年	2018年	2019年
当期开工面积	141.45	148.24	180.09
当期竣工面积	145.00	114.84	128.35
期末在建面积	281.45	314.85	366.59
期末在建数量	14	21	26

资料来源：公司提供

从在建项目分布看，公司在建项目以“鲁商城市广场”“鲁商花园住宅”“鲁商生态别墅”三大产品系列为主。

鲁商城市广场主要依托公司商业零售的产业背景，将“银座”品牌的大型旗舰店、商业步行街、写字楼、娱乐餐饮、星级酒店、高端公寓进行整合开发，打造地标式商业综合体。目前已开发完成的有济南鲁商广场、泰安银座城市广场、济南银座晶都国际等项目，在建、在售的为青岛鲁商中心燕儿岛、临沂鲁商中心和泰安鲁商中心等。截至 2019 年底，上述在建项目规划建筑面积 174.12 万平方米，总投资额 148.18 亿元，已完成投资 100.55 亿元。

鲁商花园住宅是公司结合城市服务配套、地域人文脉络、自然景观资源，所开发的城市生活怡居项目。目前在建、在售的主要有济南鲁商常春藤、哈尔滨鲁商松江新城、菏泽鲁商凤凰城等项目等。截至2019年底，上述项目规划建筑面积1333.80万平方米，计划总投资1003.69亿元，已完成投资567.42亿元。

鲁商生态别墅为位于城市自然风景区的高端品牌项目。公司已完工项目包括青岛即墨一山一墅、北京顺义蓝岸丽舍项目和重庆云山原筑等；目前在建项目为鲁商国际社区、临沂知春湖。截至2019年底，上述项目规划建筑面积217.20万平方米，计划投资总额62.00亿元，已完成投资28.20亿元。

（3）项目销售情况

2019 年，公司推进营销机制创新，签约销售面积、签约销售金额和签约销售收入均有一定增长。考虑到公司在售项目主要分布在山东省内，区域集中程度较高，未来可能存在一定政策风险。

从公司房产项目销售情况来看，公司在售项目主要分布于山东省内二、三、四线城市。2019 年，公司先后完善了《销售代理公司正负激励办法》《回款激励办法》《全民营销实施细则》等相关制度，创新营销方式，推行营销产品策划、成本定价、开盘销售“三段式”动态管理，加速去化。2019 年，公司签约销售面积为 125.75 万平方米，较上年增长 2.11%；签约销售额 143.62 亿元，较上年增长 22.66%；公司签约销售均价为 11421.07 元/平方米，较上年明显提升，2019 年公司销售区域主要在青岛市，同时高档住宅销售增加也拉高了销售均价。

表 9　2017－2019 年公司房地产销售情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017年	2018年	2019年
当期签约销售面积	113.23	123.15	125.75
当期签约销售金额	95.96	117.09	143.62
当期签约销售均价	8474.79	9507.92	11421.07

资料来源：公司提供

4. 生物制药

2019年，公司医药板块稳定发展，医药工业产品销量大幅增长，医药商业采销渠道稳定；2020年2月，鲁商发展完成对山东焦点生物科技股份有限公司股权收购，成为其控股股东，在透明质酸产业领域进一步延伸。

目前公司生物制药业务主要由山东福瑞达医药集团公司（以下简称“福瑞达医药”）负责，福瑞达医药下属有山东福瑞达生物工程有

限公司、山东福瑞达生物化工有限公司、山东明仁福瑞达制药有限公司等13家子公司、1家省级科研院所和3个省级实验室。跟踪期内，公司医药板块主要药品品种未发生变化，仍以眼科和骨科类中西药品、消毒与卫生护理用品、保健食品、医疗器械、医药与化工原料及化妆品为主。2019年，公司扩大生产线，主要医药商品产能均有所扩大，其中颈痛颗粒和颈痛片合计产能达720万盒/年，四季感冒胶囊产能为212万盒/年，小儿解感颗粒产能为176万盒/年。

医药商业方面，公司是“施沛特”产品的国内独家代理。公司通过福瑞达医药参股山东博士伦福瑞达制药有限公司（以下简称“山东博士伦”），山东博士伦是国内最大的眼科药品生产基地，是中国制药工业企业100强，其眼科主导产品“润洁”“润舒”滴眼液在国内的市场占有率保持在20%以上，而骨科主导产品“施沛特”在全国骨科药物市场上具有主导地位，由公司销往全国各大中城市，市场占有率达到40%。由于公司医药商业所售药品直接从参股的生产商山东博士伦采购，采购成本相对较低，同时销售渠道较为成熟，主要客户为医院和药店，公司医药商业利润空间较大。2019年，公司医药商业收入为6.84亿元，同比增长17.57%，主要系化妆品销售收入增加所致。

表 10　2017－2019 年公司医药工业板块产品销量和销售收入情况（单位：万盒、万元）

品种	销量			销售收入		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
颈痛片	242	270	440	10859	12804	16002
颈痛颗粒	117	145	230	6839	8256	11128
四季感冒胶囊	100	115	200	2229	2546	3205
小儿解感颗粒	110	125	160	2172	2449	3085
雪莲归芪口服液	89	86	120	1487	1608	2069

资料来源：公司提供

2019年12月，鲁商发展董事会通过《关于收购山东焦点生物科技股份有限公司60.11%股权的议案》，以现金收购刘磊等自然人及苏州光证溢红股权投资合伙企业（有限合伙）分别持有的山东焦点生物科技股份有限公司（以下简称“焦点生物”）合计1080.39万股股权，交易价款依据评估值确定为2.58亿元。截至2020年2月28日，鲁商发展已按协议进度支付完毕交易价款，焦点生物相关股份已完成过户。焦点生物专业生产透明质酸，其产品应用于化妆品、营养保健品行业。截至2019年6月底，焦点生物资产总额为1.33亿元，净资产为1.06亿元，2018年及2019年上半年营业收入分别为1.16亿元和0.73亿元，净利润分别为0.29亿元和0.15亿元，经营情况良好。焦点生物股权收购完成后，鲁商发展成为其控股股东，该事项将加快鲁商发展健康产业的发展，完善健康板块上下游产业链，打造以透明质酸为核心的产品体系，与鲁商发展原有医药产业形成协同。

5. 未来发展

公司结合自身特点制定了详细的未来发展战略，对各业务条线均提出了明确的转型方向，有一定可行性。

在发展方向上，公司坚持轻资产发展，做管理型公司，推动公司由重资产向轻资产转变；坚持智能化发展，做好大数据平台建设，加大对各种先进技术手段和工具的运用，全面提升企业运营质量和效率；坚持资本化发展，通过加强运作两个上市公司平台、孵化新的上市公司、资产证券化、处置不良资产等方式将公司资产全部盘活；坚持合作化发展，做集成服务商，发挥专业优势，与各类社会资源互联互通、跨界融合；坚持科技化发展，加大科技研发和产品开发力度，努力将研发优势转变为市场优势。

针对零售业，公司将积极调整发展思路，运用互联网思维和技术，结合实体资源，创新经营管理模式，提升核心竞争力，致力于打造“全国一流、行业领先”的商贸及电子商务企业。地产业务转型方向上，要结合公司战略，灵活选择“地产+文化旅游、+乡村振兴、+医养健康”等不同产业业态组合，介入土地一级整理，在土地二级市场发展特色产业项目；发展模式上，向轻资产、合作化转型，减少自持物业，向平台型公司转变。医药业务要立足工业企业定位，树立产品为王的理念，重点加大生物制药业科技研发和产品开发力度，做好“两个品牌一个基地”工作。

6. 经营效率

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数同比均有所下降，分别为38.72次、0.73次和0.41次。公司经营效率水平尚可。

九、财务分析

公司提供了2019年合并财务报告，中天运会计师事务所有限公司对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司2020年度一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2019年，公司合并范围内二级子公司数量增加3家，减少1家。截至2019年底，公司纳入合并范围内的二级子公司共有28家、下属事业单位共7家。截至2020年3月底，公司合并范围较上年底新增3家子公司。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 2019 年底，公司（合并）资产总额为 1033.86 亿元，所有者权益合计 198.33 亿元（其中少数股东权益为 77.81 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 398.33 亿元，利润总额 11.14 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1046.44 亿元，所有者权益合计 197.88 亿元（其中少数股东权益为 79.13 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 80.48 亿元，利润总额-1.17 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产构成仍以流动资产为主。流动资产中，以房地产项目为主的存货占比较高，去化速度较慢，其他应收款对营运资金形成占用。非流动资产中商誉存在一定减值风险。公司整体资产质量尚可。

截至2019年底，公司合并资产总额为1033.86亿元，较上年底增长12.65%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占73.96%，非流动资产占26.04%，公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至2019年底，公司流动资产为764.67亿元，较上年底增长11.73%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占13.96%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占5.20%）、预付款项（占6.56%）、其他应收款（占8.46%）和存货（占61.82%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金为 106.75 亿元，较上年底增长 8.91%；货币资金中受限资金 27.58 亿元，受限比例为 25.83%，主要为各类保证金存款、预售监管资金及贷款保证金等。

截至 2019 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 39.75 亿元，较上年底变化不大，主要为公司以自有资金和外部融资等临时闲置资金购买的理财产品。

截至 2019 年底，公司预付款项为 50.14 亿元，较上年底下降 9.87%，预付款项主要为预付在建项目的地价款、土地竞标保证金、工程价款以及预付材料或商品采购货款等。

截至 2019 年底，公司存货账面价值为 472.70 亿元，较上年底增长 19.87%，主要系公司房地产开发项目持续投入所致；存货主要由库存商品（占 4.46%）、房地产开发成本（占

71.47%）和开发产品（占 23.51%）构成，累计计提跌价准备 0.87 亿元。考虑到公司土地储备和在建项目主要位于哈尔滨以及山东省内二、三、四线城市，存在一定去化压力。

截至 2019 年底，公司其他应收款账面价值为 64.72 亿元，较上年底变化不大，主要为公司与未纳入合并范围的受政府委托代管企业的往来款。该部分款项对公司营运资金占用较大，近年来公司为提升资金使用效率，对代管企业资金占用进行压降，2019 年底主要代管企业往来资金明显下降，公司计划 2020 年代管企业回款 5 亿元。

表 11　公司应收非合并范围内代管企业往来款

（单位：亿元）

债务人名称	2018 年底	2019 年底
山东银座旅游集团有限公司	18.96	13.00
山东省林工商投资有限公司	8.87	7.37
山东世界贸易中心	3.26	2.36
青岛海景（国际）大酒店发展有限公司	2.49	2.49
合计	**33.58**	**25.22**

注：根据鲁国资产权字〔2018〕23号，山东省国资委已于2018年6月将山东省林工商投资有限公司无偿划转至公司，工商变更于2019年完成；山东银座旅游集团有限公司已于2019年6月完成股权变更，成为公司下属全资企业；上述事项均在交接过程中，目前均未并表，预计2020年完成并表

资料来源：公司提供

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 269.20 亿元，较上年底增长 15.38%，主要系投资性房地产增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 7.58%）、投资性房地产（占 24.71%）、固定资产（占 34.38%）、无形资产（占 8.92%）和商誉（占 7.13%）构成。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 20.39 亿元，较上年底增长 42.85%，主要系公司对可供出售债务工具投资增加所致。公司可供出售金融资产中，可供出售债务工具为 11.60 亿元，可供出售权益工具为 8.80 亿元（其中按公允价值计量的 4.74 亿元，按成本计量的 4.06 亿元）。公司主要持有国泰君安证券股份有限公司股权（账面价值 4.52 亿元）和滨州农村商业银行股份有限公司股权（账面价值 2.40 亿元）。

截至 2019 年底，投资性房地产账面价值为 66.53 亿元，较上年底增长 73.85%，主要系计量方式由成本法调整为公允价值计量，同时自用房地产及存货转入投资性房地产所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产中房屋、建筑物账面价值为 53.82 亿元，土地使用权账面价值为 12.71 亿元。投资性房地产公允价值变动合计 11.97 亿元。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 92.56 亿元，较上年底增长 3.16%；公司固定资产主要为房屋建筑物（占 85.54%）、机器设备（占 4.86%）、其他设备（占比 5.16%）和电子设备（占比 3.83%）；固定资产累计折旧 58.45 亿元。截至 2019 年底，公司无形资产为 24.03 亿元，较上年底下降 4.13%，公司无形资产主要为土地使用权。

截至 2019 年底，公司商誉为 19.20 亿元，较上年底无变化；公司商誉主要系收购子公司产生。其中，收购鲁商置业股份有限公司产生商誉 6.32 亿元，收购石家庄东方城市广场有限公司产生商誉 2.92 亿元，收购山东海佑福瑞达制药有限公司产生商誉 2.25 亿元，收购济南伊特网络信息有限公司产生商誉 1.31 亿元。截至 2019 年底，公司未对商誉计提减值准备。公司商誉规模较大，若被收购企业未来经营业绩不达预期，公司商誉将面临一定的减值风险。

截至 2019 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计占公司总资产的比重为 18.72%，以受限货币资金及用于抵质押的地产项目为主，受限规模较大。

表 12　截至 2019 年底公司使用受限的资产情况

（单位：万元）

资产科目	抵押/受限金额	受限原因
货币资金	275780.51	保证金、监管资金等
应收账款	10300.00	质押贷款
存货	1211620.27	抵押贷款
固定资产	229122.36	抵押贷款
无形资产	69046.31	抵押贷款
投资性房地产	139839.28	抵押贷款

合计	1935708.73	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 1046.44 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 74.23%，非流动资产占 25.77%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

2. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主；整体债务负担重，短期债务规模增长较快，存在短期资金周转压力，债务结构有待优化。公司所有者权益保持增长，但少数股东权益和其他权益工具占比较高，权益结构稳定性有待提升。

（1）负债

截至 2019 年底，公司负债总额为 835.53 亿元，较上年底增长 11.14%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 78.00%，非流动负债占 22.00%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2019 年底，公司流动负债为 651.70 亿元，较上年底增长 10.01%，主要系短期借款、应付票据、其他应付款以及预收账款均有所增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 21.45%）、应付票据（占 8.87%）、应付账款（占 14.06%）、其他应付款（占 10.81%）、预收款项（占 26.26%）和一年内到期的非流动负债（占 15.06%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款为 139.76 亿元，较上年底增长 23.97%；其中保证借款占 65.33%，信用借款占 18.02%，质押借款占 8.83%，抵押借款占 7.82%。

截至 2019 年底，公司应付票据为 57.78 亿元，较上年底增长 33.25%，主要系零售业务部分供应商结算方式改变所致，公司应付票据中银行承兑汇票占 75.44%，商业承兑汇票占 24.56%。

截至 2019 年底，公司应付账款为 91.62 亿元，较上年底增长 2.25%，应付账款主要为零售业务应付的商品采购款和地产业务应付的工程款。

截至 2019 年底，公司预收款项为 171.12 亿元，较上年底增长 9.58%，主要系公司地产项目签约销售规模持续增长所致。公司预收款项主要为预收房款。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 70.43 亿元，较上年底增长 39.22%，主要系其他股东对地产合作开发项目的资金投入所致。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 98.18 亿元，较上年底下降 20.75%，主要系一年内到期的应付债券下降所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 183.83 亿元，较上年底增长 15.32%，主要系应付债券和长期应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 45.78%）、应付债券（占 38.33%）和长期应付款（占 11.30%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 84.16 亿元，较上年底下降 8.18%；长期借款主要由保证借款（占 43.05%）、抵押及保证借款（占 36.93%）、信用借款（占 11.33%）等构成。从期限分布看，2021 年到期的占 68.81%，2022 年到期的占 14.67%，2023 年及以后到期的占 16.52%，公司在 2021 年存在一定的集中偿还压力。

截至 2019 年底，公司应付债券为 70.46 亿元，较上年底增长 30.21%，主要系公司发行债券规模增长所致。

截至 2019 年底，公司长期应付款为 20.77 亿元，较上年底增长 111.31%，主要系应付的融资租赁款增长所致，长期应付款主要由融资租赁款（占 95.26%）和长期往来借款（占 3.94%）构成。

截至 2019 年底，公司全部债务为 471.11 亿元，较上年底增长 9.12%；其中，短期债务占 62.77%，长期债务占 37.23%，以短期债务为主。截至 2019 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

80.82%、70.37%和46.93%，较上年底分别减少1.10个百分点、1.86个百分点和0.84个百分点。公司债务负担重。

如将永续债券（59.10亿元）调入长期债务，截至2019年底，公司全部债务增至530.21亿元；其中，短期债务为295.71亿元（占55.77%），长期债务为234.50亿元（占44.23%）。截至2019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升至86.53%、79.20%和62.74%，公司债务负担重。

截至2020年3月底，公司负债总额848.56亿元，较上年底增长1.56%，较上年底变化不大。其中流动负债占78.13%，非流动负债占21.87%。截至2020年3月底，公司全部债务492.47亿元，较上年底增长4.53%。截至2020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81.09%、71.34%和47.22%，较上年底分别增加0.27个百分点、0.96个百分点和0.29个百分点。

如将永续债券调入长期债务，截至2020年3月底，公司全部债务增至551.57亿元；其中，短期债务315.45亿元（占57.19%），长期债务236.12亿元（占42.81%）。截至2020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86.74%、79.90%和62.98%，较调整前分别上升5.65个百分点、8.56个百分点和15.76个百分点。

（2）所有者权益

截至2019年底，公司所有者权益为198.33亿元，较上年底增长19.53%，主要系少数股东权益增加所致。其中归属于母公司所有者权益占比为60.77%，少数股东权益占比为39.23%。归属于母公司所有者权益为120.52亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润和其他权益工具分别占17.41%、5.13%、2.69%、21.01%和49.04%，公司其他权益工具主要为永续中期票据。公司所有者权益中，少数股东权益和其他权益工具占比较高，权益结构稳定性有待提升。

截至2020年3月底，公司所有者权益为197.88亿元，较上年底下降0.23%，未分配利润小幅下降，其余科目变动不大。

3. 盈利能力

2019年，公司净利润同比大幅增长，费用控制能力仍有待提升；投资收益对公司利润影响较大，整体盈利能力较上年略有提升。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业总收入较上年同期大幅下降，同比转亏。

2019年，公司实现营业总收入398.33亿元，同比增长4.95%；公司实现营业利润11.46亿元，同比增长26.49%；2019年，公司实现净利润6.55亿元，同比增长90.53%，主要系投资收益增长所致。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为67.03亿元，同比增长6.07%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为62.16%、21.15%、2.18%和14.51%。其中，销售费用为41.66亿元，同比变化不大；管理费用为14.18亿元，同比增长4.05%；研发费用为1.46亿元，同比增长13.11%，主要系研发人员薪酬增加所致；财务费用为9.72亿元，同比增长32.87%，主要系利息费用增加所致。2019年，公司费用收入比为16.83%，同比上升0.18个百分点，公司费用控制能力有待提升。

2019年，公司实现投资收益6.61亿元，同比增长37.95%，主要系公司处置长期股权投资产生的投资收益以及权益法核算的长期股权投资收益（其中山东银座家居有限公司混改产生的投资收益为3.60亿元）；投资收益占营业利润比重为57.71%，对营业利润影响较大。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为18.48%，同比变化不大；2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.17%和3.30%，同比分别提高0.57个百分点和1.23个百分点。

2020年一季度，新冠肺炎疫情对公司零售业冲击较大，公司实现营业总收入80.48亿元，

同比下降 22.33%；公司净利润亏损 1.80 亿元，上年同期净利润为 1.42 亿元。

4. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流保持净流入状态，收入实现质量尚可；公司投资活动现金流呈净流出状态，考虑到公司在建地产项目尚需较大规模资金投入以及公司短期债务规模大，公司存在较大的外部筹资需求。

从经营活动情况来看，2019年，公司经营活动现金流入量为481.28亿元，较上年增长6.98%，主要为公司销售商品收到的现金以及房地产项目预收款；经营活动现金流出量为462.15亿元，较上年增长9.67%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。受上述因素的影响，2019年，公司经营活动产生的现金流净额为19.12亿元，保持净流入状态。2019年，公司现金收入比为106.51%，较上年提升2.32个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入量为40.76亿元，较上年增长145.54%，主要系赎回理财产品增加所致；投资活动现金流出量为50.26亿元，较上年下降5.30%，主要为购买理财产品支出下降所致。受上述因素的影响，2019年，公司投资活动现金净流出9.50亿元，净流出额较上年下降73.96%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入量为375.75亿元，较上年下降3.93%，主要为发行债券和取得借款收到的现金；筹资活动现金流出量为369.87亿元，较上年增长0.80%，较上年变化不大。受上述因素的影响，2019年，公司筹资活动现金净流入5.88亿元，净流入额较上年下降75.68%。

2020年1－3月，公司经营活动现金净流入0.19亿元，投资活动现金净流入4.46亿元，筹资活动现金净流入15.74亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现一般，长期债务偿债能力指标表现略有弱化，但考虑到公司在商业零售品牌上的市场知名度、区域市场占有率、经营规模以及股东背景等方面的优势，公司整体偿债能力仍很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率较上年底提升至117.33%，速动比率小幅降至44.80%。截至2019年底，公司经营现金流动负债比为2.93%，较上年底减少1.87个百分点；现金类资产/短期债务为0.50倍，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 29.51 亿元，较上年增长 4.64%。同期，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.61 倍下降至 1.04 倍；全部债务/EBITDA 小幅升至 15.96 倍，公司长期偿债能力指标略有下降。考虑到公司作为山东省直属大型产业投融资企业，区域重要性突出，政府支持持续，再融资能力强，公司整体偿债能力仍很强。

截至2019年底，公司共获得各家银行授信额度为431.63亿元，其中尚未使用额度为162.54亿元；公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有银座股份、鲁商发展两家上市公司，具备直接融资渠道。

截至2019年底，公司为鲁商发展对房屋购买人提供的抵押贷款担保1.28亿元，同时对未纳入合并范围的山东省国资委托管企业担保额共计23.97亿元，公司或有风险较小。

6. 母公司财务分析

公司本部主要承担融资及管理职能，收入规模很小，利润主要来自投资收益；资产以其他应收款和长期股权投资为主，货币资金较少，资产质量一般；本部债务负担很重，短期债务占比高，所有者权益构成以其他权益工具（永续债券）为主，未分配利润为负，权益结构稳定性弱。

截至 2019 年底，公司本部资产总额为 353.28 亿元；其中流动资产为 276.79 亿元，主要为货币资金（10.82 亿元）和其他应收款（265.43 亿元）；非流动资产为 76.49 亿元，主

要为长期股权投资（70.56 亿元）。

截至 2019 年底，公司本部负债合计 293.19 亿元，其中流动负债为 195.92 亿元，非流动负债为 97.27 亿元；流动负债以短期借款（72.83 亿元）、应付票据（7.95 亿元）、其他应付款（57.07 亿元）和一年内到期的非流动负债（58.00 亿元）为主；非流动负债主要包括长期借款（11.60 亿元）、应付债券（70.46 亿元）和长期应付款（14.81 亿元）等。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益合计 60.09 亿元，主要包括实收资本（12.20 亿元）、其他权益工具（59.10 亿元）、资本公积（5.10 亿元）和未分配利润（-17.54 亿元）。

2019 年，公司本部营业收入为 0.49 亿元，实现投资收益 4.54 亿元；期间费用以财务费用为主，财务费用为 3.61 亿元（利息费用为 17.78 亿元，利息收入为 15.43 亿元）；实现净利润 0.53 亿元，公司本部盈利能力较弱。

2019年，公司本部经营活动现金流量净额为17.33亿元，主要为与关联方之间的拆借款；投资活动现金流量净额为-6.90亿元；筹资活动现金流量净额为-15.57亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司现金类资产对一年内到期的债券保障情况尚可；公司经营活动现金流入量对存续债券的保障程度较强。

截至2020年5月底，公司存续债券如下表所示，合计金额为158.50亿元；其中将于一年内到期或行权的债券金额合计86.10亿元。截至2019年和2020年3月底，公司现金类资产（剔除受限货币资金）分别为121.56亿元和127.94亿元，对一年内到期或行权的债券总额保障倍数分别为1.41倍和1.49倍。2019年，公司EBITDA为29.51亿元，为存续债券的0.19倍；公司经营活动现金流入量为481.28亿元，为存续债券的3.04倍。经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强。

表 13　截至 2020 年 5 月底公司存续债券明细

（单位：亿元）

债券名称	发行规模	期限	到期日
20 鲁商 SCP001	5.00	143 天	2020/06/08
19 鲁商 SCP011	5.00	270 天	2020/06/15
*15 鲁商 MTN001	10.00	5+N 年	2020/06/25
19 鲁商 SCP012	5.00	270 天	2020/07/13
20 鲁商 SCP003	4.00	150 天	2020/08/08
*15 鲁商 MTN002	9.00	5+N 年	2020/08/12
20 鲁商 SCP008	3.00	90 天	2020/08/13
19 鲁商 SCP016	5.00	270 天	2020/09/19
20 鲁商 SCP006	10.00	150 天	2020/09/19
20 鲁商 SCP007	5.00	150 天	2020/09/25
20 鲁商 SCP005	6.00	180 天	2020/10/12
17 鲁商 MTN001	10.00	3 年	2020/10/20
20 鲁商 SCP004	5.00	240 天	2020/11/22
20 鲁商 SCP009	3.00	180 天	2020/11/23
16 鲁商 02	1.10	3+2 年	2021/4/22
18 鲁商 MTN001	9.00	3 年	2021/11/16
18 鲁商 02	14.00	3 年	2021/11/16
*18 鲁商 MTN003	6.00	3+N 年	2021/12/14
*18 鲁商 Y1	6.40	3+N 年	2021/12/18
*18 鲁商 Y2	10.00	3+N 年	2021/12/24
19 鲁商 MTN001	15.40	2+1 年	2021/11/01
16 鲁商 01	10.00	5+2 年	2021/040/8
20 鲁商 MTN001	1.60	3 年	2023/04/24
合计	**158.50**	--	--

注：*为永续债券，附票面利率调整及回售选择权的债券列示到期兑付日为首个可行权日

资料来源：Wind

表 14 存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

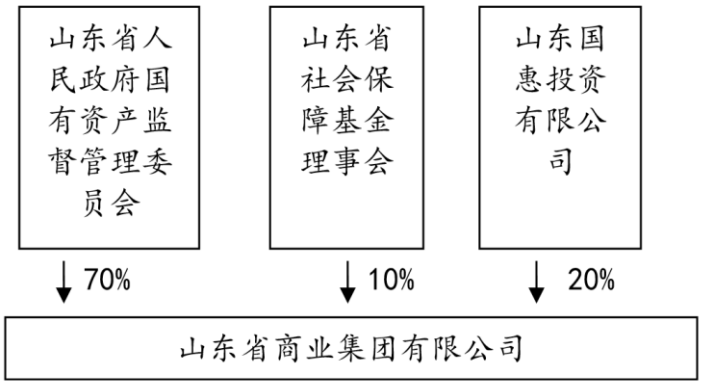
项目	2019 年
一年内到期债券余额	86.10
现金类资产/一年内到期债券余额	1.41
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.04
EBITDA/应付债券余额	0.19

资料来源：联合资信整理

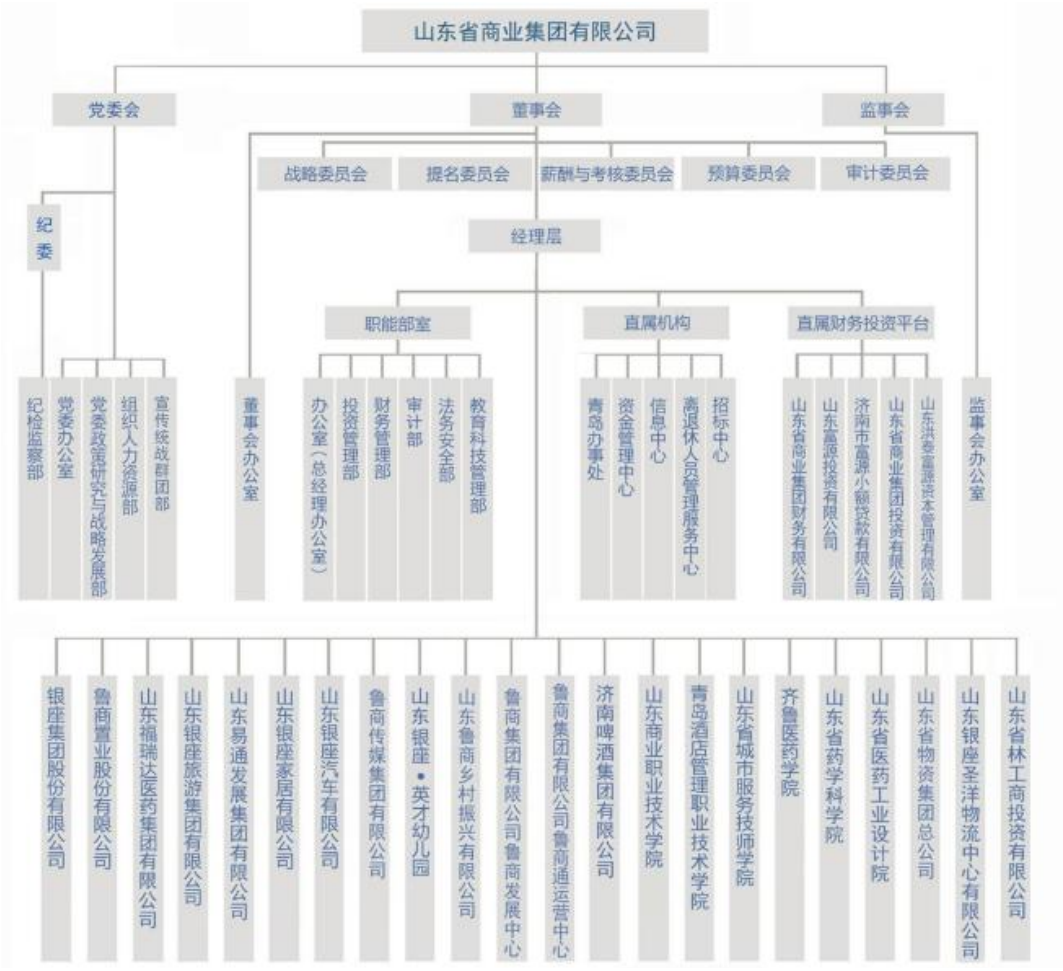
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^{+}，维持“15鲁商MTN001”“15鲁商MTN002”“17鲁商MTN001”“18鲁商MTN001”“18鲁商MTN003”“19鲁商MTN001”及“20鲁商MTN001”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	63.76	137.27	149.14	157.60
资产总额(亿元)	847.52	917.74	1033.86	1046.44
所有者权益(亿元)	135.72	165.93	198.33	197.88
短期债务(亿元)	263.60	279.97	295.71	315.45
长期债务(亿元)	144.37	151.78	175.39	177.02
全部债务(亿元)	407.97	431.74	471.11	492.47
营业总收入(亿元)	365.58	379.56	398.33	80.48
利润总额(亿元)	7.13	8.70	11.14	-1.17
EBITDA(亿元)	30.52	28.20	29.51	--
经营性净现金流(亿元)	38.92	28.46	19.12	0.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	54.27	47.42	38.72	--
存货周转次数(次)	0.81	0.79	0.73	--
总资产周转次数(次)	0.43	0.43	0.41	--
现金收入比(%)	109.07	104.19	106.51	122.00
营业利润率(%)	17.31	18.75	18.48	15.26
总资本收益率(%)	2.26	1.60	2.17	--
净资产收益率(%)	2.73	2.07	3.30	--
长期债务资本化比率(%)	51.54	47.77	46.93	47.22
全部债务资本化比率(%)	75.04	72.24	70.37	71.34
资产负债率(%)	83.99	81.92	80.82	81.09
流动比率(%)	139.34	115.53	117.33	117.16
速动比率(%)	58.66	48.97	44.80	42.75
经营现金流动负债比(%)	8.60	4.80	2.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.61	1.61	1.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.37	15.31	15.96	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；2017－2020 年 3 月底，所有者权益中分别包括永续债券募集资金净额 25.70 亿元、63.00 亿元、41.40 亿元和 41.40 亿元，相关债券未计入全部债务；长期应付款中有息部分已调整至长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.95	16.14	11.32	39.02
资产总额(亿元)	301.29	351.66	353.28	370.42
所有者权益(亿元)	31.21	67.55	60.09	59.32
短期债务(亿元)	44.95	148.25	138.78	159.50
长期债务(亿元)	138.16	69.91	82.06	79.06
全部债务(亿元)	183.11	218.16	220.84	238.57
营业收入(亿元)	0.15	0.10	0.49	0.00
利润总额(亿元)	-0.34	-4.20	0.53	-0.14
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	28.35	-5.20	17.33	13.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	71.26	99.19	44.90	--
营业利润率(%)	--	--	--	--
总资本收益率(%)	-0.16	-1.47	6.52	--
净资产收益率(%)	-1.09	-6.21	0.88	--
长期债务资本化比率(%)	81.57	50.86	57.73	57.13
全部债务资本化比率(%)	85.44	76.36	78.61	80.09
资产负债率(%)	89.64	80.79	82.99	83.99
流动比率(%)	277.99	137.81	141.28	135.19
速动比率(%)	277.99	137.81	141.28	135.19
经营现金流动负债比(%)	30.84	-2.50	8.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；2017—2020 年 3 月底，所有者权益中分别包括永续债券募集资金净额 25.70 亿元、63.00 亿元、41.40 亿元和 41.40 亿元，相关债券未计入全部债务

附件 3　同行业企业对比数据

发行人	云南省工业投资控股集团有限责任公司	南宁威宁投资集团有限责任公司	辽宁省国有资产经营有限公司	山东省商业集团有限公
主体信用等级	AA+	AA+	AA+	AA+
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
综合毛利率（%）（2019 年）	15.72	17.42	14.95	20.96
销售债权周转次数（次）（2019 年）	4.79	7.26	11.63	38.72
财务数据时点	**2019 年**			
资产总额（亿元）	344.77	375.36	454.12	1033.86
所有者权益（亿元）	129.56	180.74	239.60	198.33
营业收入（亿元）	117.57	71.46	204.68	398.33
利润总额（亿元）	2.34	1.30	8.49	11.14
经营活动现金流净额（亿元）	8.92	-5.19	10.90	19.12
资产负债率（%）	62.42	51.85	47.24	80.82

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

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+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 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变