

信用等级公告

联合[2017] 485 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及其拟发行的 2017 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

山东省商业集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

山东省商业集团有限公司

2017 年度第二期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年八月十七日



山东省商业集团有限公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：6 亿元

本期中期票据期限：分 3+N、5+N 两个品种，
金额各为 3 亿元，两个品种采用双向回拨，公司赎回前长期存续

偿还方式：于第 3 个（品种一）/第 5 个（品种二）和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的：偿还金融机构借款

评级时间：2017 年 8 月 17 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	96.27	61.35	70.54	68.30
资产总额(亿元)	632.26	707.72	836.18	836.82
所有者权益合计(亿元)	120.24	142.66	146.80	147.50
短期债务(亿元)	264.68	273.59	284.59	298.66
长期债务(亿元)	36.25	88.67	152.01	130.04
全部债务(亿元)	300.92	362.27	436.61	428.70
营业总收入(亿元)	351.40	352.25	343.42	91.14
利润总额(亿元)	10.13	8.77	7.76	1.65
EBITDA(亿元)	29.63	29.07	37.51	--
经营性净现金流(亿元)	0.30	0.11	0.13	14.12
营业利润率(%)	18.02	17.29	17.99	17.34
净资产收益率(%)	4.85	3.06	2.93	--
资产负债率(%)	80.98	79.84	82.44	82.37
全部债务资本化比率(%)	71.45	71.75	74.84	74.40
流动比率(%)	128.23	141.11	158.39	144.68
经营现金流负债比(%)	0.09	0.03	0.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.16	12.46	11.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.45	1.36	1.46	--

注：1. 2017 年 1~3 月财务数据未经审计；2. 全部债务中包括有息长期应付款，未包括计入所有者权益的永续中期票据（合计 35.67 亿元）。

评级观点

山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省国资委下属的国有独资企业，目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育和传媒等在内的多元化业务格局。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在商业零售品牌知名度、区域市场占有率、外部支持等方面的综合优势。同时，联合资信也关注到公司零售业务受政策和行业因素影响有所下滑、房地产业务盈利能力下滑，且存货规模大、债务负担很重以及未来投资规模大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

2017 年山东省国资委将公司改建为国有资本投资公司并对公司进行重新定位。未来随着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，公司信用基本面将得到支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、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与其他普通债券相关特征接近。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒等产业在内的多元化业务格局，有助于分散单一业务的经营风险。
2. 公司是山东省零售行业的龙头企业，零售网点多，销售规模大，“银座”品牌知名度

分析师

景雪 陈婷

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

高, 区域竞争优势明显。

3. 公司在生物医药领域具备技术优势, 所售骨科产品市场占有率高。

关注

1. 零售行业竞争日趋激烈, 宏观经济下行、限制“三公消费”等政策和电商兴起对公司零售业务带来冲击。
2. 房地产行业受政策影响存在不确定性, 近年公司房地产业务盈利能力下滑, 且项目区域以二、三线城市为主, 去库存压力较大。
3. 公司债务规模快速增长, 债务负担很重, 未来随着房地产业务的持续投资, 对外融资压力大。
4. 公司短期债务规模大, 资产中房地产开发成本及开发产品存货、其他应收款占比高, 资金占用明显, 短期偿债压力大。
5. 本期中期票据具有公司可赎回权、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。

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(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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东省商业集团有限公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）前身为山东省商业厅，经山东省人民政府（92）鲁政函179号文批准，山东省商业厅于1992年整体改制为山东省商业集团总公司，2010年更为现名。2006~2008年间，山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）、山东省财政厅多次批复对公司进行国有资本金转入和股权增资。2011年12月和2012年12月，根据《关于修改〈山东省商业集团有限公司章程〉的批复》（鲁国资规划函【2011】170号和鲁国资规划函【2011】180号）文件，山东省国资委以国有资本经营预算支出为公司增资合计4.20亿元。2015年，山东省国资委决定将公司30%股权无偿划转至山东省社保基金理事会，股权划转于2017年5月完成。截至2017年5月底，公司注册资本为人民币12.20亿元¹，山东省国资委为公司控股股东和实际控制人。

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：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）等。

截至2017年3月底，公司下设办公室、战略管理部、财务管理部、人力资源管理部、风险防控管理部等10个职能部门；纳入合并报表范围内二级子公司22家，事业单位6家。

截至2016年底，公司合并资产总额836.18亿元，所有者权益合计146.80亿元（含少数股

东权益49.42亿元）；2016年公司实现营业总收入343.42亿元，利润总额7.76亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额836.82亿元，所有者权益合计147.50亿元（含少数股东权益49.68亿元）；2017年1~3月，公司实现营业总收入91.14亿元，利润总额1.65亿元。

公司注册地址：山东省济南市山师东路4号；法定代表人：王仁泉。

二、本期中期票据概况

公司计划注册中期票据额度6亿元，并发行2017年度第二期中期票据6亿元，（以下简称“本期中期票据”）。募集资金用于偿还金融机构借款。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

本期中期票据分为3+N和5+N两个品种，金额各为3亿元。于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期中期票据可在两个期限内双向回拨。公司与主承销商及联席主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。

在赎回权方面，本期中期票据于第3个（品种一）/第5个（品种二）和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

¹ 截至2017年3月底公司实收资本为22.77亿元，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。

在利率方面,本期中期票据采用固定利率计息。本期中期票据前3个(品种一)/前5个(品种二)计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定,在前3个(品种一)/前5个(品种二)计息年度内保持不变。自第4个(品种一)/第6个(品种二)计息年度起,每3年(品种一)/5年(品种二)重置一次票面利率。前3个(品种一)/前5个(品种二)计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差²。如果公司不行使赎回权,则从第4个(品种一)/第6个(品种二)计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点,在第4个(品种一)/第6个(品种二)计息年度至第6个(品种一)/第10个(品种二)计息年度内保持不变。此后每3年(品种一)/5年(品种二)重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。如因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得,票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

在清偿顺序方面,本期中期票据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。

在递延利息支付方面,本期中期票据每个付息日,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推迟至下一个付息日支付,且不受任何递延支付利息次数的限制;利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。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(包括上交国有资本收益)、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。公司存在递延支付利息情

形下,直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕,不得从事向普通股股东分红(包括上交国有资本收益)、减少注册资本或公司下属上市公司向普通股股东分红行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息,或公司违反利息递延下的限制事项,本期中期票据的主承销商和联席主承销商将召集持有人会议,由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款,可得出以下结论:

(1)本期中期票据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。从清偿顺序角度分析,本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2)本期中期票据如不赎回,从第4个(品种一)/第6个(品种二)计息年开始每3年(品种一)/5年(品种二)重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点确定。从票面利率角度分析,本期中期票据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)本期中期票据在除发生普通股份分红(包括上交国有资本收益)、减少注册资本或下属上市公司向普通股股东分红事件时,可递延利息支付且递延利息次数不受限制。

从下属上市公司来看,公司合并范围内共有两家上市企业:银座集团股份有限公司(以下简称“银座股份”,证券代码600858.SH)和鲁商置业股份有限公司(以下简称“鲁商置业”,股票代码600223.SH)。银座股份自2007年起至2016年持续进行上年度利润分配,并于2017年3月底董事会会议通过了《2016年度利润分配预案》;鲁商置业曾于2000~2004年进行上年度利润分配,但近五年均未分红。

根据山东省人民政府《关于试行国有资本经营预算的意见》(鲁政发[2008]49号)、山东省人民政府办公厅于2013年11月19日下发《关于进一步完善省级国有资本经营预算有关事项的通知》(鲁政办发[2013]38号)、山东省财政厅于2013年12月5日下发《山东省省属企业

² 初始基准利率为集中簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为5年的国债收益率算数平均值;初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

国有资本收益收取管理办法》(鲁财企[2013]61号),山东省省属国有独资企业上交的国有资本收益为按规定计算上交的利润收入,即根据经中国注册会计师审计的国有企业年度合并财务报表反映的归属于母公司所有者的净利润和规定的上交比例计算核定。对国有独资企业盈利水平不高的,年度应交利润不足10万元的(对于一般竞争性企业即税后利润不足100万元的),由省财政厅、归口管理省级预算单位审核后,可予以免交。目前山东省实行“一、二季度分季预缴,下半年汇算清缴”的缴纳方式,实际操作时结合文件规定的上交比例,按照公司和省内预算及决算实际情况进行综合考量,由山东省国资委向省属企业下发通知,后公司依照通知中列明的金额进行上交。从国有资本收益上交历史来看,公司作为山东省国资委全资控股的大型国有独资企业,自2011年以来连续多年在接到山东省国资委国有资本收益缴纳通知后按时上交国有资本收益,2013~2015年上交金额分别为1419.11万元、761.16万元和696.75万元(分别占当年公司合并财务报表反映的归属于母公司所有者的净利润的5.84%、2.02%和2.37%),2016年全年未接到国资委的缴纳通知,因此未上交国有资本收益。从可持续性方面来看,近年公司零售和房地产两大主业盈利水平有所下滑,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,加之医药、传媒、教育等业务板块的逐步协同发展,未来公司亏损可能性小,这为其持续上交国有资本收益提供了业绩基础。总体看,公司尽管每年上交国有资本金的比例和金额有所波动,但按照山东省人民政府的文件要求,公司未来逐年持续上交国有资本收益可能性大,递延利息支付可能性小。

综合以上分析,本期中期票据属债券创新品种,具有公司可赎回权、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。

三、宏观经济和政策环境

2016年,在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下,全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下,中国继续推进供给侧结构性改革,全年实际GDP增速为6.7%,经济增速下滑趋缓,但下行压力未消。具体来看,产业结构继续改善,固定资产投资稳中趋稳,消费平稳较快增长,外贸状况有所改善;全国居民消费价格指数(CPI)保持温和上涨,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)持续回升,均实现转负为正;制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至51%以上,显示制造业持续回暖;非制造业商务活动指数全年均在52%以上,非制造业保持较快扩张态势;就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年,全国一般公共预算收入15.96万亿元,较上年增长4.5%;一般公共预算支出18.78万亿元,较上年增长6.4%;财政赤字2.83万亿元,实际财政赤字率3.8%,为2003年以来的最高值,财政政策继续加码。2016年,央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点,并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,市场资金面保持适度宽松,人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长,产业结构继续改善。2016年,中国农业生产形势基本稳定;工业生产企稳向好,企业效益持续改善,主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响;服务业保持快速增长,第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高,服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资稳中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，

但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

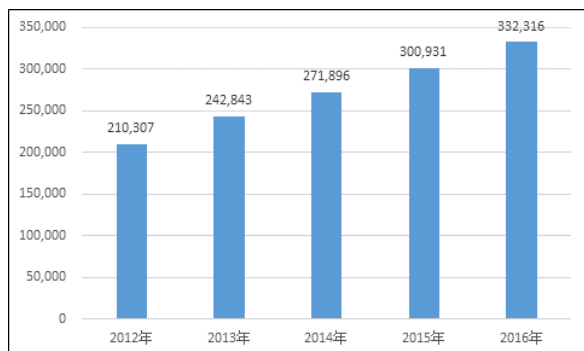
1. 商业零售业

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《2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年，全年社会消费品零售总额332316亿元，比上年增长10.4%，增速较上年放缓0.3个百分点；扣除价格因素，实际增长9.6%，增速较上年放缓1.0个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额285814亿元，增长10.4%，增速较上年放缓0.1个百分点；乡村消费品零售额46503亿元，增长10.9%，增速较上年放缓0.9

个百分点。按消费类型统计，商品零售额296518亿元，增长10.4%；餐饮收入35799亿元，比上年增长10.8%。

图1 近五年社会消费品零售总额
(单位：亿元)



资料来源：Wind资讯

全年网上零售额51556亿元，同比增长26.2%；其中网上商品零售额41944亿元，增长25.6%，占社会消费品零售总额比重的12.6%。网上商品零售额中，吃类商品增长28.5%，穿类商品增长18.1%，用类商品增长28.8%。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2016年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.5%，增速相比上年扩大了0.4个百分点，也是自2012年以来增速连续第五年下降。中国连锁经营协会“2016年行业基本情况及连锁百强调查”结果显示，2016年连锁百强销售规模2.1万亿元，同比增长3.5%；门店总数11.4万余个，同比增长5.9%。数据显示，百强销售增幅持续下降，小型店铺销售、门店双增长，国有企业面临较大压力；通过关闭低效门店，减员增效，改进商品经营，创新服务，百强企业运营质量逐步改善，租金支出总额同比下降0.5%，总用工人数下降5%；百强企业网上销售额接近1200亿元，比上年增长69%。2016年，百强企业净利润率约为2.4%，比上年提高0.5个百分点。

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

(1) 房地产开发行业

2015年，在延续2014年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。2016年上半年，房地产宽松政策的出台有效刺激了购房需求，成交大幅回升，市场预期向好。2016年10月以来，随着北京、天津、南京、武汉等22个城市先后发布新楼市调控政策、信贷政策从严，房地产市场景气度迅速降低，总体房价涨速趋缓，不同城市出现分化。

图2 2015年以来国房景气指数（频率：季）



资料来源：Wind 资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，

全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。2017年1~2月，全国房地产开发投资9854亿元，同比增长8.9%，增速较去年全年提高2个百分点。其中，住宅投资6571亿元，增长9.0%。同期，房屋新开工面积17238万平方米；其中，住宅新开工面积12410万平方米，同比增长14.8%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。2017年1~2月，商品房销售面积1.41亿平方米，同比增长25.1%，增速比去年全年提高2.6个百分点。商品房销售额10806亿元，增长26.0%，增速回落8.8个百分点。

（2）房地产供求与信贷环境

2015年，中国房地产市场区域分化较为严重，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。2016年上半年，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，刺激了购房需求的大幅增长，房地产行业景气度迅速提升，一定程度上减缓了三、四线城市库存高企的压力。2016年10月以来，随着不同地区限购限贷政策的出台，各地房地产市场出现分化，全国房地产市场景气度迅速

降低。

近年来，房地产贷款规模持续上升，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3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，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）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。

（3）政策环境

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至11月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购1套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低30%，有房二套贷款首付比例不低于70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间800公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成2016年137公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、

无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有18个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

（4）行业关注

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，

导致房地产企业融资成本高企，根据Wind资讯整体法计算，2016年房地产板块资产负债率为73.80%，较2015年底下降了2.81个百分点，房地产板块整体债务率依然较高。

市场格局持续分化，中小型房企风险加大

近年来，国内房地产市场出现明显的地区分化，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓，部分地区去化压力较大；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。与此同时，在2016年房地产行业政策频繁调控的背景下，市场景气度波动较大，行业风险有所增加。2016年10月至今，限购政策抑制了房地产市场的快速发展，债券融资渠道亦有所收紧。与大型房地产企业相比，中小民营企业整体资金实力和抗风险能力较弱，未来可能面临更大的经营风险和整合风险。

房地产库存仍处于高位，存在结构性失衡

自2015年下半年，各地逐步放宽房地产调控政策，全国库存去化周期开始下降，进入2016年以来，受前期政策延续及进一步宽松政策出台的影响，去周期进一步下降，整体库存量仍处于高位，但进入10月以来，受行业政策、信贷政策紧缩和限购政策的影响，房地产市场景气度迅速回落。同时，全国房地产市场分化严重，存在结构性失衡，一线城市及一线周边热点城市去化明显快于大多数三四线城市去化速度。

（5）行业发展

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，行业经营模式转型已为大势所趋。但目前经营模式的创新整体仍处于试水阶段，包括养老+地产、园区地产及互联网+房地产等方式，由于地产开发资金需求日趋明显，金融和地产的融合也逐步加大。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。长期来看，人口结构等因素将扮演重要的

角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

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《2016年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2016年山东省经济运行稳中有进，全省实现生产总值（GDP）67008.2亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%。其中，第一产业增加值4929.1亿元，增长3.1%；第二产业增加值30410.0亿元，增长6.5%；第三产业增加值31669.0亿元，增长9.3%。产业结构调整优化，三次产业比例由上年的7.9:46.8:45.3调整为7.3:45.4:47.3。人均生产总值67706元，增长5.5%。

居民人均收入稳步增长，消费能力进一步增强。2016年全省居民人均可支配收入24685元，比上年增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%；人均消费支出15926元，增长9.2%。城镇居民人均可支配收入34012元，增长7.8%，扣除价格因素实际增长5.5%；人均消费支出21495元，增长8.3%。农村居民人均可支配收入13954元，增长7.9%，扣除价格因素实际增长6.0%；人均消费支出9519元，增长8.8%。

山东经济的快速发展和居民消费能力增强促进了消费品市场的繁荣。2016年社会消费品零售总额30645.8亿元，比上年增长10.4%。其中，餐饮收入额3244.0亿元，增长13.7%；商品零售额27401.7亿元，增长10.0%。城镇消费品零售额24447.9亿元，增长10.2%；乡村消费品零售额6197.9亿元，增长11.0%。

2016年，山东省房地产开发投资稳定增长。全年完成投资6323.4亿元，比上年增长7.3%。其中，住宅投资4690.2亿元，增长6.6%；房

屋施工面积59957.1万平方米，增长4.8%。其中，住宅施工面积44158.1万平方米，增长4.5%，竣工面积8253.5万平方米，下降0.3%。其中，住宅竣工面积6358.2万平方米，增长2.8%。房屋销售面积快速增长：商品房销售面积11789.9万平方米，比上年增长21.2%。其中，住宅销售面积10598.6万平方米，增长24.3%。2017年一季度，山东省房地产开发投资1159.6亿元，同比增长9.5%。商品房销售面积1848.7万平方米，增长24.1%，其中住宅销售面积增长22.0%。

总体看，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控股的大型国有独资企业，持股比例为70%；山东省社保基金理事会持股30%。公司实际控制人为山东省国资委。

2. 企业规模

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，现已形成现代零售业为主，生物制药和房地产为辅的经营格局。

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2017年3月底，公司拥有151家百货及百货超市复合门店、205家便利店、9家家居专营店、4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483.99万平方米。在中国连锁经营协会“2016年中国连锁百强”名单中，公司以63.39亿元（含税）的销售规模，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，2017年3月底公司直接持股24.49%，公司合并范围持股33.86%）为A股上市公司，为零售业筹集发展所需资金搭建了资本平台。

生物制药方面，公司下属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，是以山东省药科学院为技术依托，集科、工、贸于一体的大型医药企业集团公司。福瑞达医药涉及药品、原料药、医疗器械、消毒卫生用品、化妆品、保健食品及食品等多个领域，拥有“颈痛颗粒”、“颐莲”等多个自有品牌，并为“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道。福瑞达医药参股的合作医药生产厂商山东博士伦福瑞达制药有限公司为国内最大的眼科药品生产基地，是中国制药工业企业100强；福瑞达医药骨科主导产品“施沛特”注射液在国内市场占有率超过40%。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12家下属企业和1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”，2017年3月底公司直接持股53.02%）。公司房地产业务与公司零售、酒店等其他板块有机结合，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2016年底，鲁商置业在建项目建筑面积285万平方米，全年房地产实际投资额达110.28亿元。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员8名，其中总经理1名，副总经理6名，财务总监1名。

公司董事长王仁泉先生，1959年生人，毕业于南开大学，工商管理硕士，高级经济师，曾任山东省百货公司计划科科长、办公室主任、副总经理，山东省日用工业品公司总经理，山东世界贸易中心副总经理，山东银座商城股份

有限公司总经理，公司总经理、董事、党委副书记，2013年3月起任公司董事长、党委书记。

公司总经理凌沛学先生，1963年生人，毕业于中国海洋大学，博士学历，曾任山东生化药品公司总经理，公司总工程师、副总经理、党委副书记，现任公司董事、总经理、党委副书记，福瑞达医药董事长、总经理，山东药科学院院长，山东省生物药物研究院院长，山东博士伦福瑞达制药有限公司总经理、董事长。

截至2017年3月底，公司共有职工41126人。从学历构成来看，本科及以上的占17.34%，大专学历的占48.52%，高中及以下学历占34.14%。从年龄结构看，30岁以下的占61.15%、30~50岁的占35.13%、50岁及以上的占3.72%。从专业素质看来，具有初级职称的占64.73%，中级职称的占30.45%，高级职称的占4.81%。

综合来看，公司高级管理人员大多具有多年的商业企业运作和管理经验，实践经验丰富；员工年龄和岗位结构合理，整体专业素质较高，能够满足公司发展要求。

4. 股东支持

近年来，在国家大力扶持服务业的带动下，山东省人民政府将公司作为重点培育的产业集团之一，作为全省商业零售业的资本整合平台，将省财政厅、省计委原供给公司的资金转为国有资本金，并协调将有关地市的地方商业企业国有资产划转到公司，支持公司把“银座”品牌做大做强。2011年，山东省国资委以国有资本经营预算支出为公司增加注册资本4.20亿元。此外，隶属公司管理的科研院所和教育产业也得到了国家财政的资金支持。2014~2016年，公司获得各项政府补助分别为6334.74万元、3137.39万元和4593.04万元，由于各年度申报的项目类型、数量不同，相应批复补助金额有所波动。

公司是由原山东省商业厅整体改制而来，省政府对公司也适时给予了一定的优惠政策。

目前公司所有离退休老干部（500 人左右）的工资福利均由财政拨款解决，每年财政帮助公司负担近 3000 万元（由单独账户核算，不入公司报表）。

2016年，根据《山东省国资委关于山东省商业集团有限公司改建国有资本投资公司实施方案的批复》（鲁国资企改字〔2016〕18号），山东省国资委同意将公司改建为国有资本投资公司，将公司功能定位为贯彻省委省政府战略意图、积极参与相关重大产业转型项目和公共服务项目的战略投资主体，以市场方式进行资本运作的融资主体，以资本为纽带对企业内外部资源进行重组整合的产业整合主体，以能够发挥集团资源优势的新兴业务为重点的创业投资主体。到2020年，将集团打造成为以零售为主业，以地产和金融为平台，以商业综合体和健康产业为协同发展载体，跨区域布局、多业态协同、运营力领先的现代服务业国有资本投资公司。

总体看，作为山东省政府商业资源整合实体，公司在资本金注入、财政补贴、平台定位等方面获得政府支持力度较大。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》和公司章程搭建并不断完善公司法人治理结构。

公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，依法决定公司的经营方针、发展战略。公司设董事会，由 7 名董事组成，其中董事长 1 名，由山东省政府任免；执行董事 3 名、外部董事 3 名、职工董事 1 名。外部董事由各股东提出，其中国资委提出 2 名、社保基金理事会提出 1 名。董事会定期会议每年至少召开四次；通过普通决议时，应经全体董事过半数同意，通过特别决议时，应经全体董事三分之二以上同意。

公司设监事会，由 5 名监事组成，其中股

东代表监事 2 名，由山东省国资委提名；专职监事 1 名，由股东协商提名；职工代表监事 2 名，由公司职工通过民主选举产生。监事会主席 1 名，由监事会半数以上成员同意选举产生。

公司设总经理 1 名、副总经理若干名、财务总监 1 名。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作。

2. 管理水平

在管控体系方面，公司按照“控制权上移、经营权下放”的原则，集团本部立足战略及投资控股复合型管理的基本定位，主要发挥战略规划、搭建投融资平台、资产管理、资源协同和风险控制作用，集中精力思考和处理影响公司深远发展的重大问题，做到“财务集中、投资拢住、审计加强、用人管好、考核到位”。从具体经营业务来讲，公司实行多元化投资、专业化运作，沿产业链将从事同类业务的子（分）公司组建为产业化集团，设立产业次集团总部，由公司总部授权对其所属单位进行管理；各产业次集团作为资产经营者，在接受公司本部战略管控的前提下，享有在授权范围内开展业务活动所需要的一切经营管理权。

在公司发展历程中，紧紧围绕商品经营和资本运营两条线，在资产管理、经营者管理、财务管理等方面进行了一系列制度改革，建立起了较为完善的内部管理体制。

资产管理方面，公司对子公司的资产实行委托经营，并建立完善的目标考核体系。委托经营以资产经营责任书的形式确定，责任书由集团法定代表人与受托企业经营者签订。责任目标包括经营责任目标体系和管理目标体系两部分，重点考核利润总额、国有资产增值率、经营规模等指标。考核方面，公司制订了《直属企业分类定级管理办法》，以规模大小确定企业类别，以效益高低划分企业级别，建立以国际通用财务指标为主体的企业分类定级考核评价体系。根据企业类别和级别，年初公司制订总体预算目标，通过签订资产经营责任书，

分解下达给各子公司，年终根据公司《直属企业资产经营责任目标管理考核办法》对企业经营者进行目标考核，并据此对经营者实施奖惩兑现。

经营者管理方面，公司对企业经营者实行任职目标责任考核。公司董事长每年年初与企业经营者签订年度资产经营责任书，依据经营指标的、业绩分配、风险相配套的指标体系，每年考核一次，并据此由公司进行年薪兑现。考核确认亏损的，相应扣减个人缴纳和预留的风险抵押金。经营者一般每届任期为两年，完不成经营目标的不再聘用，公司先后有多名下属企业负责人因为未完成考核任务而调离原岗位。

财务管理方面，公司重点关注投资管理和资金管理。在投资管理上，公司明确：三级及三级以下子公司无权决定对外投资，所有投资项目必须由投资单位进行可行性研究，通过项目论证后提交公司投资管理部审核，审批项目需召开公司董事会进行审批。在资金管理上，公司制定《库存商品管理考核规定》和《应收款项管理考核办法》，加大清欠压库力度，对超期（三个月）库存、应收款项预计损失，并与企业经营者的收入挂钩，从而盘活了资金，提高了存货和应收款项的周转率；出台了公司内部拆借资金和担保管理规定等办法，完善了资金拆借和担保的审批手续、审批程序，降低了资金风险。公司于2012年挂牌成立了财务公司，为进一步加强资金集中管理提供了条件。

总体看，公司治理结构完整，管理体制合理，内部制度健全，运作较为规范，基础管理水平较高，管理风险较低。

七、重大事项

鲁商置业增发并募集配套资金

2016年8月，鲁商置业公告《2016年非公开发行股票预案》，计划发行股票数量不超过4.20亿股，募集资金总额不超过20.00亿元。募

集资金将用于鲁商蓝岸丽舍A3、A4和鲁商中心首府1C项目。本次发行完成后，公司对鲁商置业的直接持股比例不低于37.37%，仍为鲁商置业的控股股东。目前本次非公开发行已获得山东省国资委批复同意，发行申请已获证监会受理，尚需获得中国证监会的核准。

房地产行业属于资金密集型行业，目前鲁商置业地产开发业务资金需求量大，尽管得到控股股东和实际控制人在资金和资源方面的大力支持，近年来财务杠杆不断加高，2017年3月底资产负债率已高达94.09%。本次非公开发行募集资金到位后，可以有效降低鲁商置业资产负债率水平，降低财务成本，提高公司的盈利水平，另一方面有利于提升鲁商置业的资金实力，拓展公司的经营规模，促进公司健康良性发展。

八、经营分析

1. 经营现状

目前公司已形成包括商业零售、生物制药、房地产、传媒、教育等板块在内多元化的业务格局，其中商业零售、生物制药和房地产业务是公司主要的收入来源和发展的重点领域。2014~2016年，公司营业总收入略有波动，2016年公司实现营业总收入343.42亿元。

从收入构成来看，零售业收入保持较大规模，对公司营业总收入贡献率始终保持在70%以上，但近年受整体经济形势下滑、电商冲击以及政府限制“三公消费”等因素的影响，公司零售业收入水平有所下降，2016年实现收入247.26亿元；生物制药业务收入稳步增长，2016年生物制药业务实现收入6.64亿元；房地产业务收入不断增长，随着2016年在建项目竣工交房进度的加快，确认收入76.46亿元，同比大幅增长30.39%。公司其他收入主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务收入，2016年实现13.06亿元，同比增长主要来自一卡通、教育、零售供应商小额贷款等业务收入的增加。

从业务毛利率来看，2014~2016年呈现小幅波动，2016年公司综合毛利率为20.44%。分板块来看，零售业为公司毛利润的主要来源，2016年毛利率为20.17%，同比有所提升，主要由于来自超市、家电、购物中心等业态零售业务提质增效所致。生物制药毛利率小幅波动，2016年为58.73%。房地产业方面，公司为适应市场不断更新产品类型，高端住宅占比持续下

降，产品以刚需住房为主，同时拿地成本不断攀升，而三、四线城市去库存压力较大，综合导致公司房地产业务毛利率逐年下降，2016年降至14.61%。

2017年1~3月，公司实现营业总收入91.14亿元，同比变动不大，零售业和房地产业务由于季节性因素暂时偏低；当期公司整体毛利率为18.62%，同比增加0.50个百分点。

表1 公司营业总收入构成和毛利率情况

业务板块	营业总收入（亿元）				毛利率（%）			
	2014年	2015年	2016年	17年1~3月	2014年	2015年	2016年	17年1~3月
零售业	280.58	279.46	247.26	78.27	18.45	18.43	20.17	16.85
生物制药业	5.91	6.01	6.64	1.71	58.21	60.07	58.73	56.14
房地产业	56.82	58.64	76.46	7.58	22.35	19.94	14.61	18.34
其他	8.09	8.13	13.06	3.58	46.60	43.67	40.20	39.94
合计	351.40	352.25	343.42	91.14	20.40	19.98	20.44	18.62

资料来源：公司提供；

注：“其他”类收入主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务收入。

2. 零售业

零售业始终是公司重点发展的核心业务，经营主体为银座股份和山东银座商城股份有限公司（公司持股39.27%，其章程规定由公司决定其生产经营，对其拥有实际控制权，因此纳入合并范围；以下简称“银座商城”）等，并为规避同业竞争，由银座股份对非上市零售资产和业务进行代管。截至2016年底，银座股份资产总额120.03亿元，所有者权益合计32.39亿元；2016年实现营业收入128.45亿元，同比下降11.97%；由于营收缩减的同时三费持续上升，

利润总额降至0.78亿元，同比下滑68.84%。

在近年全行业增速不断下降的情况下低成本迅速扩张，2014~2016年平均每年新开店约19家，新增店面主要为百货及百货超市复合店和便利店，经营面积年均增长5.31%。截至2017年3月底，公司拥有151家百货及百货超市复合门店、205家便利店、9家家居专营店、4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483.99万平方米。

表2 2014~2017年3月公司零售业店面经营情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2014年底		2015年底		2016年底		2017年3月底	
	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积
百货及百货超市复合店	129	308.14	139	324.18	150	340.18	151	342.04
便利店	189	7.14	197	7.82	204	8.37	205	8.40
家居店	9	73.70	9	73.70	9	73.70	9	73.70
家电店	36	6.50	37	6.62	37	6.62	37	6.62
购物中心	3	36.10	3	36.10	4	50.10	4	50.10
汽车	10	3.13	10	3.13	10	3.13	10	3.13
合 计	376	434.71	395	451.43	414	482.10	416	483.99

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，在山东省内努力构筑

“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。另外，截至2017年3月底，公司已在河北邢台、河北石家庄、河南濮阳、江苏徐州和北京等地拥有15家省外百货超市复合店及购物中心。受整体经济形势下滑、电商冲击以及政府限制“三公消费”等因素的影响，公司主要零售网点收入大面积下滑。且由于外部省份经济环境、居民消费习惯和水平与山东省区别较大，公司在

拓展市场区域的同时面临更严酷的竞争环境和经营挑战，省外店面的盈利水平相对较弱。

表3 2017年3月底公司零售业店面分布情况
(单位：家)

店面类型	山东	河北	河南	江苏	北京	合计
百货及百货超市复合店	138	4	8	1	--	151
便利店	205	--	--	--	--	205
家居店	9	--	--	--	--	9
家电店	37	--	--	--	--	37
购物中心	3	--	--	--	1	4
汽车4S店	10	--	--	--	--	10

资料来源：公司提供

表4 公司零售业主要经营网点销售情况(单位：万平方米、万元)

序号	商城名称	经营面积	开店时间	物业权属	经营方式	销售额	
						2016年	2017年1~3月
1	山东银座商城	4.2	1996	自有	百货	279345.31	79307.55
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	72297.93	19895.58
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	66804.69	7659.53
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	47174.44	13583.84
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	83472.39	14160.85
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	63829.32	19862.17
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	35408.07	10229.52
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	31383.02	9818.52
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	26734.89	7362.84
10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	77685.90	15361.55
11	日照银座商城	1.9	2006	租赁	百货+超市	53315.68	10091.34
12	淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	21507.57	7093.62
13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	48667.31	13668.87
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	57062.00	16511.40
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	17565.43	4843.37
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	6595.85	1696.82
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	47430.30	7697.49
18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	6051.37	1556.36
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	21823.02	6479.56
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	28295.95	8733.76
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	18296.30	4857.94
22	石家庄东方购物广场	5.5	2009	自有	百货+超市	33324.49	8760.76
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	15720.96	4752.58
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	8011.14	2147.11
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	18346.39	5681.29
26	济宁银座购物广场	2.3	2008	自有	百货+超市	17530.11	4527.34
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	12466.17	3870.37
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	25398.83	7279.47
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	36434.19	10538.03
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	38888.29	10564.05
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	5841.36	1774.15
32	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	5445.84	1486.30
33	鹤壁银座商城	1.8	2010	自有	百货+超市	6050.26	1793.97
34	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	13631.58	3312.66
35	威海银座商城	3.41	2012	自有	百货+超市	4514.14	853.18
36	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	12994.68	3288.45
37	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	6297.23	1604.60

38	徐州银座商城	7.2	2013	自有	百货+超市	3632.82	356.42
39	张家口银座商城	4.10	2014	自有	百货+超市	19737.27	7858.33
40	青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	10837.73	3072.70
41	北京和谐广场	14.00	2016	自有	购物中心	5453.03	4450.23
42	济南和谐广场	10.25	2011	自有	百货+超市	60328.93	17938.09
43	临沂和谐广场	7.40	2012	自有	百货+超市	31062.30	8996.21
44	银座七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	32169.86	9155.75
合 计		140.78	--	--	--	1534864.34	404534.52

资料来源：公司提供

目前公司零售业店面均处于所在地的商业中心区域，为公司零售业盈利打下了良好基础。在经营规模上，公司零售业经营设施与所在地同行业其他企业相比，规模优势明显，同时公司在部分地区同时开设几家分店，整体规模优势凸现。在经营方式上，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。商业物业中地区主力门店以自有为主，主要商业网点中自有面积占比为48.06%；同城分店以租赁为主，租赁合同多为20年的长期租约，租金每5年一调整。

经营模式

公司零售业的经营模式仍采用联营、经销、代销、租赁等方式，2016年四种模式占营业收入的比重分别约为61.78%、30.22%、4.92%、3.08%，同比变动不大。联营是最主要的经营模式，针对季节性强、市场变化大的商品，公司与厂家联合经营，共同负责品牌质量管理、售后服务，公司对厂家产品的适销率进行控制，从销售收入中抽取一定的比例作为回报，这样可有效地将经营风险转移到生产商，一般合同一年一签；代销是公司根据市场销售情况确定进货量，并与生产厂家或商品委托方签定协议约定商品的进货价，公司按市场价格进行商品的销售，协议进货价与实际售价之间的差额即为公司的利润；经销主要是针对消费量比较大，价格弹性小的大众商品，包括手表、黄金等，公司在前期进行市场调研的前提下，选择适销对路的产品进行采购，再由公司的营业员进行销售；租赁是公司出租场地，收取租金和物业管理费，购物中心业态多采用此类模式。通过不同的经营模式，公司充分利用各种资源，并

且有效降低了经营风险，保证了公司的收益。

经营业态

公司“银座”零售业经营业态方面，公司实施多业态并举、立体式发展的战略，目前涉及有百货及百货超市复合店、超市、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。近年来公司不断调整商业业态结构，新开店主要为百货及百货超市复合店、购物中心和便利店，家居店、家电店和汽车4S店基本维持现有规模。

百货超市复合店业态突出“高档为主、中档为辅”的市场定位和“主题化、特色化、品牌化、系列化”的经营特色，满足了消费者的需求。截至2017年3月底，公司拥有百货及百货超市复合店151家，经营面积合计达342.04万平方米。

购物中心业态是公司近年来重点拓展的新型业态形式，采用“品牌专柜+大型超市”的经营方式，适应了不同层次消费需求，为企业经营锻造了独特的竞争优势。目前公司拥有4家已开业的购物中心，分别位于临沂、济南、青岛和北京，经营面积合计50.10万平方米。2016年公司凭借银座和谐广场首次进入北京市场，该购物中心位于西城、海淀、丰台三个市区的重要枢纽地带，往来人车流量较多，总建筑面积为25.9万平方米，其中地上建筑面积15.2万平方米，地下建筑面积10.7万平方米，规划有1200余个停车位，集百货主力店、名牌精品店、超市、美食城、影院、娱乐中心、写字楼、停车场等为一体，为自有物业。

家居专卖店业态经营主体为山东银座家居

有限公司，以“银座家居广场”为统一商号。目前银座家居广场已在济南、淄博、威海、东营、临沂、滨州、青岛、潍坊、济宁等城市拥有9家家居广场门店，经营面积合计73.70万平方米。银座家居广场经营范围涉及建材、家具、家装、家饰等一切与居住有关的商品和服务，是山东省内目前唯一的大型家居连锁企业，在山东省建材家居行业中处于领先地位。借鉴百货店的管理模式，采取“商场化管理，市场化经营”的方式。

家电专业店业态以“银座电器”为统一商号。公司引入三联电器管理团队，旨将做大做强“银座电器”连锁家电零售业务，使之成为银座零售业的重要组成部分。公司已在山东省内多个城市开设了37家家电专业店，经营面积6.62万平方米，近三年无新开店。

便利店业态全部以“统一银座”作为商号，经营主体为银座商城与台湾统一超商股份有限公司（以下简称“统一超商”）合资组建的山东统一银座商业有限公司（银座商城持股45%，其董事长、财务总监是由银座商城派驻，拥有实际控制权，因此纳入合并范围；以下简称“统一银座商业”）。统一超商是世界便利店第一品牌“7-Eleven”的永久经营权获得者，是台湾地区最大的零售企业。统一银座便利店单店经营面积300-2500平方米，各个门店秉承商品齐全、品质新鲜、服务亲切、环境舒适的经营理念，打造离消费者最近、经营时间最长、结算时间最短的统一银座经营特色。借助统一超商在城市便利店运营方面的丰富经验，统一银座便利店自2006年以来发展迅速，截至2017年3月底已在山东省内拥有205家门店，经营面积8.40万平方米，占据山东便民连锁超市第一位的位置。

汽车4S店业态的经营主体为山东银座汽车有限公司。公司汽车销售明确定位于中高档主流汽车品牌4S店经营，目前在济南市内拥有7家汽车4S店和3家城市展厅（城市展厅只做汽车展销，不提供售后服务），经营品牌有奥迪、一汽大众、上海大众、长安福特、上海通用、斯

柯达、马自达、菲亚特等。公司采取“订货-采购-销售”的运作模式，保持相对较少的库存，通过进销差价获得利润的同时，不断扩展盈利能力更强的后期维修和增值服务收入，2016年后后期维修和增值服务收入3.09亿元，同比增长13.60%。

表5 2017年3月底公司汽车4S店情况

4S店名称	经销品牌	开业时间
山东银座天尊汽车有限公司	奥迪	2007.01.08
山东银座汽车贸易有限公司	一汽大众	1999.05.21
山东银座大众汽车有限公司	上海大众	2002.01.29
山东银座天福汽车有限公司	长安福特	2004.08.12
山东银座天通汽车有限公司	上海通用	2007.09.05
山东银座天锐汽车有限公司	斯柯达	2007.04.18
山东银座天祥汽车有限公司	长安马自达	2009.07.15

资料来源：公司提供

第三方支付业务主要由公司控股的一卡通公司制作、发行和推广应用“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》。由于政府限制“三公消费”等政策落地，一卡通发行需求受限。2016年山东一卡通实现销售49.52亿元，同比增长11.08%；截至2017年3月底山东一卡通签约商户3.22万家，刷卡POS机终端达到7.84万台。

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。由于电子商务并非公司主推业务，且大型电商的网络购物市场份额很高，银座网上商城差异定位和竞争力不足，2016年，银座网实现销售收入1728万元，同比大幅下降；截至2017年3月底签约商户达到1462家。

商品采购

采购是零售业经营的重要环节，对企业的运营成本有较大的影响。目前公司采取统一采

购与分散采购相结合的方式。对超市，因为商品大众化，价格差异小，采取统一采购的方式。统一采购具有以下优势：一是通过招标方式，可以低价采购，降低成本；二是采购量比较大，在与供应商的谈判中，议价能力较强；三是新开门店在经营初期，可以比较容易获得现有供应商的支持，为新开门店实现盈利目标打下好的基础。对于百货，采购体现个性化、区域化特点。对大件商品，公司统一招标，统一签订合同；对于地方独有品牌，分店可以自行采购，如销售状况良好，即可纳入总部的采购体系。这样既发挥了统一采购的优势，又可以体现各地的特色优势。在生鲜品采购方面，为保证蔬果质优价廉，公司采用产地直采的采购方式；对超市内贩卖的所有商品，坚持要求供货商提供“三证”、“三书”、“二照”、“一票”的同时，还专门请品保专员、卫生部门、质检局部门采取不定期抽检的方式，严把商品的上市关。

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。2016年公司零售业前五大供应商为欧莱雅（中国）有限公司、青岛传承国际商贸有限公司济南分公司、雅诗兰黛（上海）商贸有限公司、博柏利（上海）贸易有限公司和琳玛（上海）贸易有限公司，较上年保持稳定，前五大供应商采购额占采购成本的0.028%，集中度低，符合零售业的经营特点。

物流配送

物流是批发、零售业务的重要环节，对企业的运营成本和整体竞争实力有较大影响。近年来，公司在物流体系建设方面持续投入，目前已拥有四个物流配送中心在运营，其中山东银座配送中心、曲阜银座配送中心和潍坊配送中心为公司“银座”系统零售业提供物流配送服务；统一银座物流配送中心则为“统一银座”商号便利店提供物流配送，省内门店全部由自有车队配送。四个配送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，包括仓库和面包及熟食加工区等。公司对物流中心的操作系统、业务流程、制度体系等进行持续更新，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。

经营优势

规模优势：公司零售业经营网点覆盖山东省大部分地区，并实现了省外门店的布局，通过采取“总部—中心店—分店”式的连锁经营体制改革，坚持公司采购本部、营运本部、财务本部、人力资源本部、企业发展本部和物业管理中心六大本部运营模式。总部将采购、财务、物流、人事权统一上收，内部实行统一采购、统一配送、统一结算，店铺只负责日常的营销售，充分发挥银座的规模优势，有利于实现规模效益。

管理优势：公司零售业在管理上拥有比较成熟的制度和执行机制，特别是在存货和应收账款的管理上，制定了《库存商品管理考核规定》和《应收款项管理考核办法》，并根据执行结果对经营者进行考核，有效提高了公司零售业存货和应收款项的周转率。对于不同业态，公司采用事业部形式进行管理，分别对百货、超市、购物中心等事业部单独考核和管理，有利于发挥专业优势和统筹安排。

融资优势：在融资上，公司一方面依靠企业积累、迅速扩张规模；另一方面利用证券市场，加快发展步伐。目前公司控股的银座股份已成为沪深两市商业板块中的绩优企业，为零售业筹集发展所需资金搭建了好的资本平台。

品牌优势：“银座”品牌经营设施完备，产品质量有保障，服务质量良好，得到了消费者的认可，在山东市场具备显著的品牌优势。

未来发展

截至2017年3月底，公司零售业主要在建工

程为济南天启等3个项目，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、住宅等多种物业形态。上述项目总投资

21.45亿元，截至2017年3月底已完成投资6.92亿元。

表6 截至2017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	总投资	累计完成投资	资金来源
济南天启项目	14.11	2015.04-2018.12	13.71	3.21	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	2.53	自有资金
淄博中心店二期	1.36	2016.07-2018.05	3.39	0.98	自有资金，银行贷款
德州大学路项目	0.72	2016.05-2017.10	0.85	0.20	自有资金
合 计	18.39	--	21.45	6.92	--

资料来源：公司提供

济南天启项目位于济南市历城区港西立交东南地块，力诺阳光科技园西侧，北临经十东路，西临港西路，南临规划路。建设总用地面积14.11万平米，项目总建筑面积为29.05万平方米，主要建设内容为汽车4S店集群、综合维修中心、汽车文化主题商业、综合服务中心。其他在建项目均为百货及百货超市复合店新建或扩建工程。此外，公司拟对东营银座中心店实施扩建，计划投资总额3.50亿元。

为配合发展规划的实施，公司以统计口径为基础，制定了未来三年零售业务的投入规划。从项目类别来看，主要是零售业展店和自建商场，规划建设总投资为14.10亿元。除了固定资产的资本性投入，拟建项目未来运营还需要经销、代销等方式的铺货营运资金的投入和联营、租赁等模式下以供应商为主体的铺货资金的投入。总体看，未来公司将通过进一步开拓门店、扩大经营规模的方式保持零售业快速发展，存在一定资本支出压力。

3. 生物制药

目前公司生物制药的生产经营主要由福瑞达医药负责，其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12家子公司、2家省级科研院所和3个省级实验室。主要产品是眼科、骨科中西药品、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等，拥有“颈痛片”等多个自有品牌，并为“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道。目前公司所产药品中，颈痛颗粒、通宣理肺胶囊、阿昔洛韦片已进入山东省基本药物目录。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。

截至2016年底，福瑞达医药资产总额13.34亿元，所有者权益合计4.47亿元；2016年实现营业收入6.64亿元，利润总额0.34亿元，销售和管理费用高企导致福瑞达医药整体盈利能力偏弱。

表7 2016年公司所售主要医药商品情况（单位：万盒）

药品名称	产能	产量	销量	技术水平	主要针对市场及疗效	销售渠道
颈痛片	240	215	210	国家二级中药保护品种和专利产品，有效率高达92%	主要针对颈椎病患者，解决了神经根型颈椎病的颈部僵硬、疼痛、麻木等症状	经销，各大医院
颈痛颗粒	105	94	90	国家二级中药保护品种和专利产品，有效率高达92%	主要针对颈椎病患者，解决了神经根型颈椎病的颈部僵硬、疼痛、麻木等症状	经销，各药店
四季感冒胶囊	82	77	73	药方平和，发散而不烈，无过汗伤津之弊，老幼孕皆宜	风寒感冒患者，四季风寒感冒引起的发热头疼、咽喉疼痛、咳嗽口干等症状	经销，各医院、药店
小儿解感颗粒	95	90	85	配方针对儿童，专治小儿感冒	主要针对小儿感冒，经临床验证，疗效显著	经销，各医院、药店
雪莲归芪口服液	75	67	62	滋养先天，阴阳并调，可令阴阳相济；补益后天，气血双补，以达气血相生；补中寓泻，可使滋	适用于阴阳两虚，气血亏损所致的各种虚症。	经销，各医院，药店

				而不膩，补而不壅；寒温并用，则温而不燥，清而不寒。		
施沛特	--	--	292	开创了“黏弹性补充疗法”对因治疗骨关节炎的先河，填补了国内空白	已成为治疗骨关节炎的一线药物，为骨科临床提供了一个好的对因治疗的药物	经销，各医院、药店

资料来源：公司提供；

注：施沛特为医药商业商品，由公司参股公司山东博士伦福瑞达制药有限公司所产，其生产业务不纳入公司合并范围。

公司医药商业所售药品施沛特为参股公司山东博士伦福瑞达制药有限公司（持股比例30%，以下简称“山东博士伦”）直接从参股的生产商博士伦公司采购，采购成本相对较低，同时销售渠道较为成熟，主要客户医院和药店直接对接终端消费者，因而公司医药商业利润空间较大。

表8 公司生物制药业务收入主要构成
(单位：万元)

类别	2014年	2015年	2016年	17年1~3月
医药工业	16139	16493	18728	4906
颈痛片	7826	7905	8824	2185
颈痛颗粒	4382	4466	5125	1414
四季感冒胶囊	1485	1554	1792	482
小儿解感颗粒	1392	1460	1705	441
雪莲归芪口服液	1054	1108	1282	384
医药商业	42980	43570	47662	12177
施沛特	42980	43570	47662	12177

资料来源：公司提供

原材料采购

目前公司医药工业主要产品为中药类，因此中药材是公司原材料采购的主要品种，约占原材料采购量的50%以上。公司在原材料采购上严格控制质量，采取措施如下：一是坚持正规渠道进货，只从符合国家管理规定、具备生产资质的厂家采购。二是采购前对原材料进行认真检验，以确保质量。三是在生产前，公司内部对采购原料再次进行检查，确保原材料质量。公司目前与主要供应商保持了良好的关系。通过采取这些措施，有力的保证了原材料质量和成本最低。近年来中药材市场价普遍上涨，导致公司制药成本有所上升。对于三七、羌活等大批量采购的主要药材，公司采用产地直采，在确保质量的前提下压低采购成本。

表9 公司主要中药原材料采购情况
(单位：元/千克、千克)

原材料	采购均价			采购数量		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
三七	629.00	630.00	633.00	2600	2700	2820
羌活	75.00	76.00	75.50	1250	1340	1420
川芎	22.80	23.00	23.30	3000	3080	3200
连翘	49.50	49.20	49.35	4000	4200	4360
白芍	25.00	25.15	25.02	3050	3000	3020
桔梗	37.60	37.50	37.65	2350	2300	2950
甘草	25.00	25.20	25.10	4050	4000	4080
柴胡	79.50	80.00	79.90	4900	4920	4960

资料来源：公司提供

公司主要中药产品为颈痛片、颈痛颗粒、四季感冒胶囊、小儿解感颗粒和雪莲归芪口服液，2016年上述五种产品原材料的最主要供应商分别为亳州市祥和药业有限公司、文山州金福三七销售有限公司、安国市广兴昌中药材有限公司、辽宁宏宇生物科技有限公司和安徽济人药业有限公司，主要供应商较为稳定，对其采购额均占该种产品采购成本的70%左右，模式均为询价采购，采用压批的方式结算。

药品产销

公司在医药生产经营中，强化责任意识、质量意识，严格按照 GMP、GSP 规范要求进行管理，加强生产、仓储、运输过程的控制，优化流程。福瑞达医药实现生化原料药、成品药、中药、针剂等多种产品全自动生产线，目前主要产品产销率约为 80%~90%。

除自产医药产品销售外，公司也是“施沛特”的主要销售渠道。福瑞达医药合作医药生产商山东博士伦为国内最大的眼科药品生产基地，是中国制药工业企业100强，其眼科主导产品“润洁”、“润舒”滴眼液在国内的市场占有率保持在20%以上。公司医药商业所售福瑞达医药骨科主导产品“施沛特”在全国骨科药物市场上具有主导地位，市场占有率达到40%，

由公司销往全国各大中城市，2016年销量达到292万盒，同比增长8.15%。

目前，公司拥有众多有专业知识、有营销技能、素质水平高的生物制药产品营销人员，以国内大城市为中心设立了30多个业务办事处，营销网络覆盖全国。公司采取公司—承销商—分销商—零售终端—消费者的销售模式，将商品直接销售给承销商，零售终端包括药店、医院和社区店。公司主要合作经销商包括海南瑞兰特药业有限公司、湖南民达医药有限责任公司、湖北奥克药业有限公司、湖北联众药业有限公司等，2016年前五大客户销售占福瑞达医药营业收入的90%，集中度很高。货款回收主要采取两种方式，其中30%客户为现款销售（先款后货），70%的客户（一般为合作两年以上，销货额500万以上的客户）可享受账期一个月的赊销期。

研发实力

公司历来重视新产品和新技术的开发工作，2014~2016年，生物制药板块的研发费用分别为1.13亿元、1.13亿元和1.24亿元，占当期生物制药板块收入比重维持在19%左右。

公司拥有山东省药学科学院和医药工业设计院2个省级科研院所，山东省生物药物重点实验室、山东省化学药物重点实验室、山东省高分子材料重点实验室3个省级实验室，以及国家糖工程技术研究中心、海洋药物工程技术研究中心2个国家级合作单位，科研面积近三万平方米。福瑞达医药下属的山东福瑞达生物化工有限公司为全球最大的玻璃酸钠研发及生产基地，产品不仅在国内市场占据主导地位，还远销欧美、日本、韩国等国际市场。公司与山东大学、中国海洋大学等单位共同组建了“山东省重大新药创制中心”，成功申报了国家重大新药创制综合平台，进一步提升了公司科研实力。

截至2017年3月底，公司开展的各类在研课题项目160项，已完成145项。近3年来申请国家专利120项，获得发明专利授权67项。完成山东

省重点科技攻关项目67个。荣获山东省科技进步二等奖30项、三等奖3项。至今为止，研发的产品获得63新药证书，24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20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3项，发表SCI/EI论文45篇，学术专著13部。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3项。2014~2016年，福瑞达医药分别实现技术转让收益2718万元、3476万元和3822万元。

公司在技术研发方面的优势，成为其在国内生物医药技术领域保持领先地位的重要保障，也为公司未来发展提供了有力支撑。

发展规划

总体看来，公司在医药领域具备技术优势，所售部分商品市场占有率较高，近年来销售收入及毛利率稳步提升。未来，公司将进一步加强资源整合力度，以新组建的山东省药学科学院为主体，对集团制药业各科研院所进行有效整合，加大高端人才引进力度，组建具有较强自主科研实力的集团制药业研发中心；争取收购1~2家药厂，打造具有相当规模的集团制药业生产基地；对现有负责不同药品、化妆品和器械的几支销售队伍进行整合，调整优化销售激励机制，构建涵盖全国市场的集团制药业销售网络；最终打造出一条“研发中心、生产基地、销售网络”一体化的集团制药业产业链；并以此为平台，形成一条拥有骨科药品、中药、皮肤科药品、眼科药品、化妆品、医疗器械（包括参股公司）等多个利润增长点的集团制药业产品链。

4. 房地产业

公司的房地产项目主要由下属的上市公司鲁商置业负责运营。鲁商置业所开发项目业态

涵盖了住宅、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。截至2016年底，鲁商置业资产总额425.25亿元，所有者权益合计25.49亿元；2016年实现营业收入76.46亿元，利润总额2.32亿元，同比分别增长30.39%和-9.12%。

近三年公司房地产开发速度有所波动，2015年由于新项目土地获取较原计划滞后，部分开工计划转到来年实施，2016年开工面积和竣工面积同比大幅增长，分别为115.43万平方米和136.06万平方米。同时，签约销售金额和面积同步波动，2016年分别为72.58亿元和99.83万平方米。随着大面积竣工房产的交付，2016年确认销售面积大幅提高至93.06万平方米，确认收入进而增至73.60亿元，年底另有预收房款为92.54亿元。较签约和销售面积而言，近三年公司开竣工面积较大，存货水平不断提高；累积竣工未售的面积约150万平方米，库存压力大。

表 10 公司房地产开发及销售情况
(单位: 万平方米、亿元、元/平方米)

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~3 月
开工面积	160.00	82.12	115.43	28.42
竣工面积	137.98	92.02	136.06	11.12

表 11 截至 2017 年 3 月底鲁商城市广场在建、在售主要项目情况 (单位: 亿元、万平方米)

名称	类别	规划建筑面积	总投资	完成投资	未来三年拟投资	建设期间	进度(批文情况)
济南鲁商国奥城项目	办公+商业	41.40	29.00	29.00	--	2008.07-2016.12	1#2#3#6#楼已竣工交付, 销售 100% (五证齐全); 4#楼竣工交付 (五证齐全) 销售 71.38%, 5#主体精装修, 预售 8.14% (五证齐全)。
东营银座城市广场	商业	19.20	7.50	7.50	--	2004.11-2016.09	一、二期竣工交付, 销售 95% (五证齐全); 三期办公楼、电影院竣工交付, 销售 100%, 公寓竣工验收, 预售 50% (五证齐全)。
青岛鲁商中心燕儿岛	住宅+商业	74.50	100.00	59.38	40.62	2010.04-2019.12	1A、1B 已竣工交付, 销售 100% (五证齐全); 1C 取得土地证、用地规划证。
临沂鲁商中心	商业+办公楼+公寓	65.00	32.00	16.35	8.00	2013.06-2022.06	一期全部完工、全部销售, 二期 B01、B02 完工, 销售 95%, B03 主体封顶, 三期 S05 完工, 销售 88%, 其余皆未开工。
泰安鲁商中心	住宅+商业	43.43	20.00	7.78	9.22	2015.12-2020.12	一期高层、叠拼主体封顶, 正在进行内外装饰, 销售 95%; 二期正在进行桩基工程。
合计	--	243.53	188.50	120.01	57.84	--	--

资料来源: 公司提供

注: 鲁商置业增发募投项目鲁商中心首府 1C 项目属于青岛鲁商中心燕儿岛项目。

签约销售面积	123.87	73.35	99.83	22.28
签约销售金额	111.47	53.98	72.58	16.31
签约销售均价	8998.95	7359.24	7270.36	7320.47
确认销售面积	60.61	62.87	93.06	8.57
确认销售收入	54.67	56.09	73.60	6.97

资料来源: 公司提供

注: 确认销售收入仅为房屋销售收入, 不含物业服务、房屋出租等房地产相关业务收入。

公司项目主要分布于山东省的济南、青岛、临沂、泰安以及黑龙江的哈尔滨、重庆等地。公司在建、在售项目主要分布于二、三线城市, 部分项目去化压力较大。2014~2016 年, 公司签约销售均价年均下降 10.11%, 主要由于交房结算收入的产品构成存在差异, 近年花园洋房、别墅等高档住宅销售占比下降, 住宅产品逐渐以刚需住房为主, 同时部分项目低价促销去库存, 导致公司房地产销售 (不含物业服务、房屋出租等业务) 毛利率不断下降, 2016 年为 14.61%。

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。目前已开发完成的包括济南鲁商广场、泰安银座城市广场、济南银座晶都国际等, 在建、在售项目开发及投资进度详见下表。

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、午山社区旧村改造项目等，开发及投资进
 度详见下表。

表12 截至2017年3月底鲁商花园住宅在建、在售主要项目情况（单位：亿元、万平方米）

名称	类别	规划建 筑面积	总投资	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 常春藤	住宅	103.07	45.00	44.42	0.58	2007.03-2 017.12	1-74#楼以及西段商业已竣工交付，销售 95%（五证齐全）。东段商业主体封顶，预售 60%（五证齐全）。
济宁鲁商 南池公馆	住宅+ 商业	43.19	22.00	22.00	--	2011.07-2 016.12	一期二期竣工交付，销售 100%（五证齐全）；商业竣工交付，销售 97%（五证齐全）；酒店、幼儿园已竣工交付。
哈尔滨鲁 商松江新 城	住宅+ 商业	296.00	190.00	114.22	50.00	2011.05-2 020.12	四、五、六、七地块已竣工交房，四地块销售 95%；五地块商业销售 61.53%，高层销售 99%；七地块商业销售 28.28%，洋房销售 31.37%，高层销售 84%；六地块高层销售 99%（五证齐全）；其余地块未开工。八地块住宅销售 55%，八地块商业销售 7%。
菏泽鲁商 凤凰城	住宅+ 商业	85.30	40.00	25.31	14.69	2011.12-2 019.12	一期二期竣工交付，销售 55%（五证齐全）；三期主体施工；商业封顶，酒店封顶，正在精装修。
青岛午山 社区旧村 改造	住宅	97.00	120.00	92.04	27.96	2013.05-2 018.12	B7、B6、A131 地块交付，其余地块均已获得三证。
青岛鲁商 蓝岸新城	住宅+ 商业	72.93	38.00	17.19	15.00	2014.07-2 020.12	2#地块高层主体竣工验收，预售 99.64%（五证齐全）；别墅组团竣工验收，预售 97.98%（五证齐全）；商业主体施工，办理竣工验收，预售 6.81%。
青岛惜福 镇项目	住宅	25.39	25.00	19.70	5.30	2014.8-20 17.06	1A、1B 主体验收，预售 100%；1C-1 外墙施工，预售 50%（五证齐全），1C1-2 取得工程规划证。
临沂金悦 城	住宅	200.00	100.00	16.00	19.00	2015.11-2 024.12	一期全部封顶，且高层销售至 97%，商业未开盘，其余约 680 亩土地尚未取得。
济宁运河 公馆	住宅	73.03	33.00	12.39	18.19	2015.11-2 021.10	一期别墅、洋房、高层主体封顶，正在进行安装工程，预售 78%（五证齐全），二期主体正在施工。
合计	--	995.91	613.00	363.27	150.72	--	--

资料来源：公司提供

注：午山社区旧村改造项目即为鲁商置业增发募投项目鲁商蓝岸丽舍项目。

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。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、济宁运河公馆等，目前主要
 在建、在售项目开发及投资进度详见下表。

表13 截至2017年3月底鲁商生态别墅在建、在售主要项目情况（单位：亿元、万平方米）

名称	类别	规划建 筑面积	总投资	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	14.53	--	2009.02-201 6.06	一、二、三期竣工交房，销售 90%（五证齐全）；四期已竣工交付，预售 70%（五证齐全）。
泰安鲁商国际 社区·红郡	别墅	26.49	17.00	11.69	5.31	2014.06-201 8.12	一期已交房；二期别墅主体封顶内外装，高层进度达 60%，预售 45%。
临沂知春湖项	住宅	190.00	48.00	9.19	8.00	2014.05-202 4.12	乐活园一期别墅、洋房、沿街商业已全部竣工（五证齐全）；乐心园一期别墅主体精装修，洋房主体施工。
重庆云山雅筑	住宅	3.42	2.30	1.99	0.31	2015.07-201 7.12	一二组团外装施工完成，内部装饰完成（毛坯标准），预售 35%。
合计	--	236.09	81.83	37.40	13.62	--	--

资料来源：公司提供

未来,公司地产业重点面向具有一定品牌影响力的区域市场,开发刚性需求和商业、养老综合体项目,进一步优化产品结构。在项目拓展方式上,将尝试参股、合作等方式减少自有资金占压。养老地产业务全面进入实施阶段,整合集团相关资源,“医养护”结合打造“鲁商·福瑞达”健康品牌,既可以在普通地产项目中植入养老养生概念或医疗康复功能,增加房地产溢价能力,同时可将集团闲置物业资源改造为日间护理中心或社区养老机构,提高资产使用效率。目前在建的临沂知春湖项目作为公司养老旅游地产的首个项目,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。项目主要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,

建筑面积分别约为 16 万平、20 万平、30 万平、15 万平、31 万平。项目占地约 2600 亩,总建筑面积约 190 万平方米,截至 2017 年 3 月底,临沂知春湖项目签约销售 9945 平米,签约额 5764 万元,回收房款 4467 万元,去化速度较慢。

截至 2017 年 3 月底,公司房地产可售面积(不含已预售面积)共 203.90 万平方米,主要分布在哈尔滨、青岛和济南,占比分别为 27.91%、24.62%、16.62%。近年房地产行业风险加大,2014~2016 年,公司拿地速度放慢,拿地面积分别为 86.40 万平方米、54.49 万平方米和 14.06 万平方米。截至 2017 年 3 月底,公司拥有土地储备 91.29 万平方米,其中商业地产占地面积 26.08 万平方米,项目主要集中在山东省内、哈尔滨和锦州,包括住宅、商业、别墅、酒店等综合类开发用地,开发投资规模较大。

表 14 截至 2017 年 3 月底公司土地储备情况(单位:万平方米、亿元)

土地储备项目	开发类型	土地面积	其中:商业地产	拟开发建筑面积	取得方式	取得时间	取得成本	出让金缴纳
哈尔滨鲁商松江新城	住宅+商业	44.38	15.48	87.08	挂牌	2010.11	24.61	已交齐
锦州·鲁商锦麟湾	住宅	10.00	--	10.00	挂牌	2010.12	1.12	已交齐
菏泽鲁商凤凰城	三期住宅	4.37	--	18.05	挂牌	2011.07	1.24	已交齐
青岛鲁商蓝岸新城	商住	13.59	5.73	49.35	挂牌	2014.06	4.09	已交齐
济宁运河公馆	商业	18.95	4.87	55.27	挂牌	2015.07	5.96	已交齐
合计	--	91.29	26.08	219.75	--	--	37.02	--

资料来源:公司提供

总体来看,公司储备项目及可售面积较为充足,未来3年地产业务板块仍将保持较快发展。至2019年底前,三大系列产品仍需投资 222.18 亿元,大规模的投资加大了公司对外筹资压力。同时,联合资信注意到,近年来国家不断出台房地产相关调控政策,各省市也在不断调整具体房地产相关规定,公司房地产销售受到影响,目前库存压力大;考虑到公司房地产项目中,综合类地产开发较多,且“银座”品牌在山东市场有独特的品牌优势,公司省内地产业务相比单纯的住宅地产开发企业所受影响相对较小。

5. 其他产业

教育产业

在原商业厅所属商业学校基础上,公司先后成功创办了山东商业职业技术学院、青岛酒店管理职业技术学院、山东烹饪高级技工学校等大专院校。山东商业职业技术学院现已成为山东省唯一一所全国示范性职业学院建设单位 and 全国重点职业技术学院;青岛酒店管理职业技术学院是全国第一家独立设置的酒店管理职业技术学院;山东烹饪高级技工学校在鲁菜的研发和制作方面享有盛誉。2016 年度教育

业实现营业收入 7.12 亿元，实现净利润-1.45 亿元，亏损主要由于本年内山东商业职业技术学院由在建工程转入固定资产计提折旧所致。

公司高度重视院校的发展，先后投资约 4 亿元用于扩大办学规模和改善办学条件。2003 年兴建的山东商业职业技术学院和青岛酒店管理职业技术学院两校的新校区共计占地 2000 余亩，建筑面积 30 多万平方米，可容纳在校生 2 万人。山东烹饪高级技工学校的 400 亩新校区正在建设之中，其中一期 350 亩已完工，目前已全部搬迁完毕；二期 50 亩土地征地款已支付，尚未开工。

公司还不断拓展办学空间，从2001年开始进入幼教领域，山东银座英才幼儿园是公司直属的新型股份制、现代化幼教集团。独创的“方鼎式管理”模式、幼儿园之“十度”管理、创造性思维发展整合课程模式及在此模式下的浸透式双语教育模式、市场化运作、幼儿园全方位管理制度链融合独特教育理念的人文外观环境设计，形成了“小班化、双语化、艺术化、信息化、主题化、多元化、一体化、人文化”办园特色，现拥有11所分园，为全国一流的智能化幼儿园。

传媒产业

传媒业是近年来公司着力打造的重要产业，其主体业务《山东商报》是山东省内主流强势媒体之一，是集新闻性、娱乐性、可读性、服务性为一体的综合类报纸，创刊于 1993 年，2001 年改版为全国发行的都市类报纸，目前日均读者群超过 100 万人。

近年来，山东商报社在做精、做强、做稳、做大《山东商报》的基础上，开始涉足网络、杂志、电子音像出版、户外广告、动漫、手机报、DM 直投、广告代理、媒体直销、会展、票务、呼叫中心增值服务等传媒相关业务领域。2010 年公司收购了济南新三友广告有限公司、济南都市精品文化传播有限公司、青岛都市精品文化传播有限公司各 70% 的股权，公司旗下鲁商传媒集团有限公司与合作方共同出资设

立上优文化传播（上海）有限公司。公司在传媒业方面的扩张进一步加大。利用合作控股方式，拥有了《精品》、《都市精品》、《山东新闻网》等，初步构建了“报、刊、网”为一体的传媒产品线，为全媒体发展搭建好了平台。2016 年山东商报社营业收入 0.18 亿元，净利润 0.03 亿元。

6. 经营效率

从经营效率指标来看，2014~2016 年，公司销售债权周转次数波动下降；受房地产业务开发项目增长较快影响，存货周转次数有所下降；随着资产规模的快速扩大，总资产周转次数呈小幅下降趋势。2016 年上述三项指标分别为 39.29 次、0.81 次和 0.44 次。

总体看，公司经营效率一般。

7. 未来发展

未来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。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2014~2016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审计结论。公司2017年1~3月财务数据未经审计。

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；2016年公司新纳入合并范围子公司2家：山东省旅游汽车公司和山东富华实业有限公司。公司2017年1~3月合并范围较2016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2016年底，公司合并资产总额836.18亿元，所有者权益合计146.80亿元（含少数股东权益49.42亿元）；2016年公司实现营业总收入343.42亿元，利润总额7.76亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额836.82亿元，所有者权益合计147.50亿元（含少数股东权益49.68亿元）；2017年1~3月，公司实现营业总收入91.14亿元，利润总额1.65亿元。

2. 资产质量

2014~2016年，公司资产总额保持增长态势，截至2016年底，公司资产总额836.18亿元。资产构成中流动资产占72.35%，非流动资产占27.65%。公司资产以流动资产为主，符合公司所处行业特点。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产快速增长，截至2016年底，公司流动资产合计604.98亿元，构成以货币资金（占10.95%）、存货（占59.44%）、其他应收款（占9.74%）和其他流动资产（占9.15%）为主。

2014~2016年，公司货币资金波动下降，截至2016年底为66.26亿元，主要是银行存款（占89.31%）；使用受限制的货币资金9.39亿元（占14.18%），主要是保证金存款和受监管的拆迁补偿款等。

2014~2016年，公司预付款项以年均48.71%的速度快速增长，截至2016年底为49.24亿元，同比增长38.04%，1年以内的占59.69%、1-2年的占19.68%、2-3年的占7.74%、3年以上占12.89%，超过3年的款项主要为尚未结算的土地款和土地竞标保证金。预付款项前5名合计21.85亿元，占44.37%，集中度尚可。

2014~2016年，公司其他应收款规模不断增长，截至2016年底，公司其他应收款58.91亿元，同比增长100.32%，增加主要来自公司与未纳入合并范围的受政府委托托管企业的往来款，其他主要为房地产类子公司存于济南市房地产行业协会的预售保证金；坏账计提比例为5.53%。近年来公司持续承担国资委要求的托管职能，向托管企业提供无息借款，近年来累积余额较高，主要明细如下：

表15 2016年底公司非合并范围托管企业的往来款前五名（单位：万元）

债务人名称	账面余额
山东银座旅游集团有限公司	223588.18
山东省林工商总公司	88657.19
山东世界贸易中心	70338.65
青岛海景（国际）大酒店有限公司	25000.00
山东朝能福瑞达生物科技有限公司	12000.00
合计	419584.02

资料来源：公司提供

2014~2016年，由于房地产项目开发投入

增长较快，公司存货呈增长趋势，在流动资产中占比高。截至 2016 年底，公司存货 359.57 亿元，同比增长 15.34%，主要系银座股份及鲁商置业房地产项目开发成本增加所致；存货构成主要为库存商品（占 5.44%）、开发成本（占 62.70%）和开发产品（占 30.58%），其中 21.23% 的存货已用于抵押借款。2016 年底公司共计提了 0.27 亿元的跌价准备，主要针对库存商品和开发产品计提，计提比例偏低。

2016 年底，公司其他流动资产为 55.34 亿元，同比增长 26.91%，主要来自委托贷款和一卡通预存款的增加，二者余额分别为 5.10 亿元和 40.78 亿元。其中委托贷款为子公司山东省空调工程总公司提供给青岛锦绣前程房地产开发有限公司的借款，未来计划对其进行股权投资。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产逐年增长，截至 2016 年底，非流动资产 231.20 亿元，构成以投资性房地产（占 13.99%）、固定资产（占 47.80%）、无形资产（占 11.36%）为主。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产快速增长，截至 2016 年底为 10.92 亿元，同比大幅增长 284.31%，主要由于公司 2016 年新增大规模可供出售权益工具，金额较大的被投资单位包括：国泰君安证券股份有限公司（6.94 亿元）、滨州农村商业银行股份有限公司（2.40 亿元）等。

2014~2016 年，公司投资性房地产规模不断扩张，截至 2016 年底为 32.34 亿元，同比略有下降。公司投资性房地产为房屋、建筑物（占 80.56%）和土地使用权（占 19.44%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 2.81 亿元；2016 年底，公司累计摊销 6.51 亿元。

2014~2016 年，公司固定资产年均复合增长 22.33%。截至 2016 年底为 110.51 亿元，主要是房屋建筑物（占 88.18%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 29.07 亿元；2016 年底，公司累计计提折旧 11.61 亿元。

2014~2016 年，公司在建工程分别为 22.09 亿元、27.68 亿元和 7.28 亿元，2016 年同比大幅下降 73.70%，主要系青岛乾豪项目及北京六里桥项目当期转入存货。截至 2016 年底在建工程主要由房地产项目及商业零售门店的基础建设项目构成。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 836.82 亿元，规模及构成均较 2016 年底变化不大。其中，固定资产及在建工程科目变动较大，主要是公司内部编制季报时将北京六里桥项目计入在建工程所致。资产总额中，已用于抵质押的部分账面价值合计 118.04 亿元，占比为 14.10%，其中存货、固定资产和投资性房地产中已抵押的金额分别为 85.12 亿元、16.23 亿元和 9.64 亿元。

总体看，近年来公司资产规模快速扩大，构成以流动资产为主；存货以开发成本及开发产品为主，规模受房地产项目开发影响增速较快，在流动资产中占比较高；其他应收款规模较大，代管企业欠款对资金形成占用。总体看，公司整体资产质量尚可，资产流动性偏弱。

3. 负债及股东权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益不断增长，截至 2016 年底，公司所有者权益合计 146.80 亿元（含少数股东权益 49.42 亿元）。归属于母公司所有者权益中，以实收资本（占 23.38%）、资本公积（占 7.52%）、未分配利润（占 19.33%）、盈余公积（占 6.70%）和其他权益工具（占 36.63%）为主。实收资本和资本公积同比分别下降 3.13%和 35.17%；本年度审计报告对 2008 年底公司重组山东万杰高科时账务处理造成入账基础错误，更正后实收资本和资本公积同比分别下降 12.19%和 5.57%；实收资本变动主要由于并表的事业单位对国资委注资所得固定资产计提大额折旧 6.55 亿元、山东省国资委向公司代管的事业单位注资 3.39 亿元，资本公积变动系 2015 年子公司银座云生活收到财政

拨款 0.40 亿元并列入资本公积，2016 年审计时将其调整至递延收益所致。其他权益工具为公司发行的四期永续中期票据募集资金 35.67 亿元。

近三年，公司其他综合收益波动较大，分别为-0.12 亿元、-0.14 亿元和 6.25 亿元。公司子公司持有国泰君安（601211）原始股，国泰君安于 2015 年 6 月上市，但所持股票前期处于限售期，自 2016 年底起解禁，成为流通股，调整为公允价值计量，导致大额增值。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计为 147.50 亿元（含少数股东权益 49.68 亿元），较 2016 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2014~2016 年，随着公司业务规模扩大，公司负债保持增长态势，截至 2016 年底，公司负债合计 689.38 亿元。负债构成中，流动负债合计占 55.40%，非流动负债占 44.60%，公司负债以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债有所增长，截至 2016 年底为 381.95 亿元，以短期借款（占 27.34%）、应付账款（占 19.18%）、预收款项（占 26.42%）和其他应付款（占 17.49%）为主。

2014~2016 年，公司短期借款有所波动，截至 2016 年底为 104.41 亿元，主要为保证借款（占 63.94%）和信用借款（占 18.96%）。

近三年，公司应付账款有所下降，截至 2016 年底为 73.27 亿元，主要为商品采购款和工程款。

2014~2016 年，预收款项分别为 89.29 亿元、81.42 亿元和 100.89 亿元，2016 年底同比增长 23.91%，主要系当期预售房款增加所致；公司预收款项主要为预收房款，随项目预售进度而有所波动。

2014~2016 年，公司其他应付款以 40.58% 的速度快速增长，截至 2016 年底为 66.79 亿元，同比大幅增长 89.67%，主要由于①房地产业务代收拆迁款、购房意向金及应付工程款增加；

②一卡通及银座卡销售增长。

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，截至 2016 年底为 307.43 亿元，以长期借款（占 32.86%）和应付债券（占 65.91%）为主。

2014~2016 年，公司长期借款波动增长，三年分别为 59.15 亿元、55.67 亿元和 101.02 亿元。2016 年底同比大幅增长 81.44%，主要系当期信用借款增加 23.26 亿元、保证借款增加 28.62 亿元。长期借款中，抵押借款占 44.86%，保证借款占 32.12%，信用借款占 23.03%。

2014~2016 年，公司应付债券不断攀升，截至 2016 年底为 202.62 亿元，其中短期债券 152.62 亿元、中长期债券 50.00 亿元；152.62 亿元的短期债券已调整至短期债务计算相关指标。

截至 2016 年底，公司长期应付款 1.00 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 2017 年 3 月底，公司负债总额 689.32 亿元，较 2016 年底变化不大；从负债构成来看，流动负债和非流动负债分别占比 60.61% 和 39.39%，流动资产比重有所上升。

表 16 截至 2017 年 3 月底公司未到期直接债务明细
(单位: 亿元)

债券名称	发行规模	期限	到期日期
16 鲁商 PPN001	10	1 年	2017-04-15
16 鲁商 SCP006	15	270 天	2017-04-17
17 鲁商 SCP001	20	100 天	2017-4-26
16 鲁商 SCP007	20	270 天	2017-05-15
16 鲁商 PPN002	15	1 年	2017-07-05
16 鲁商 SCP008	10	270 天	2017-07-14
16 鲁商 SCP009	10	270 天	2017-07-24
16 鲁商 PPN003	10	1 年	2017-09-20
17 鲁商 SCP002	15	247 天	2017-10-26
12 鲁商 MTN1	15	5 年	2017-11-20

债券名称	发行规模	期限	到期日期
13 鲁商 MTN001	8	5 年	2018-11-20
16 鲁商债	20	3 年	2019-02-02
16 鲁商 02	10	3 年	2019-04-22
17 鲁商 PPN001	10	3 年	2020-04-12
16 鲁商 01	10	5 年	2021-04-08
14 鲁商 MTN001(永续)	10	3 年	2017-12-10
14 鲁商 MTN002(永续)	7	5 年	2019-12-24
15 鲁商 MTN001(永续)	10	5 年	2020-06-24
15 鲁商 MTN002(永续)	9	5 年	2020-08-12

资料来源：中国货币网

2014~2016 年，公司有息债务规模不断增长，截至 2016 年底，公司全部债务 436.61 亿元，其中长、短期债务占比分别为 34.82%和 65.18%。2014、2015 年公司发行四期永续中期票据，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期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，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。将上述四期永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务为 472.28 亿元，其中长、短期债务占比分别为 39.74%和 60.26%。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 86.71%、80.95%和 62.81%。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 428.70 亿元，其中长、短期债务占比分别为 30.33%和 69.67%。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 82.37%、74.40%和 46.85%。将永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务 464.37 亿元，上述三项指标分别为 86.64%、80.59%和 59.71%。

总体看，近年来公司债务规模增长快，以长期债务为主，债务负担很重。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业总收入有所波动，三年分别为351.40亿元、352.25亿元和343.42亿元；同期，营业成本（包含营业成本、利息支出、手续费及佣金支出）与营业总收入变动趋势保持一致，年均降低1.16%。经过多年的

发展，公司各项主营业务的盈利模式均较为成熟，但受宏观经济放缓和各行业因素影响，近年公司营业利润率有所波动，三年分别为18.02%、17.29%和17.99%。

2014~2016年，公司期间费用占营业总收入的比重有所增加，2016年同比增加1.01个百分点至16.55%。公司期间费用中，销售费用占比较大，主要是职工薪酬、广告及宣传费等。2016年，公司期间费用56.85亿元，构成主要以销售和管理费用为主，对利润侵蚀影响较大。随着公司所投资参股企业利润不断增加，投资净收益呈逐年增长趋势，近三年年均复合增长69.08%。2015年公司投资收益大幅增至2.95亿元，主要是处置所持部分光大银行原始股权所致；2016年投资收益为3.03亿元，主要为处置所持僵尸企业股权获得收益。

2014~2016年，公司实现营业外收入分别为1.04亿元、0.61亿元和0.82亿元，主要由财政扶持资金等政府补助构成。2014~2016年，公司利润总额逐年下降，分别为10.13亿元、8.77亿元和7.76亿元。

2017年1~3月，公司实现营业总收入91.14亿元，同比下降3.81%；营业利润率为17.34%。实现利润总额1.65亿元，同比下降10.50%，主要由于零售板块利润下降所致。

从盈利指标来看，近三年公司总资产收益率和净资产收益率均呈下降趋势，三年均值分别为3.12%和3.36%，2016年分别为3.07%和2.93%。2016年底剔除所有者权益中的永续中期票据后，公司净资产收益率升至3.88%。

总体看，近年来公司收入规模基本稳定，零售业收入受消费政策和行业影响有所下降；房地产行业受宏观政策、产品结构调整及库存压力影响利润空间受到挤压，公司整体盈利水平有所下滑。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2014~2016年，公司经营活动现金流入量主要来自销售商品、提

供劳务收到的现金，变动趋势与营业总收入一致，年均下降 6.27%，2016 年为 399.85 亿元；2014~2016 年，经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，年均下降 6.25%，2016 年为 399.73 亿元。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为 0.30 亿元、0.11 亿元和 0.13 亿元。从收入实现质量看，2014~2016 年公司现金收入比分别为 123.40%、122.54%和 103.77%，收入实现质量有所下滑。

投资活动现金流方面，近年随着零售门店的拓展，公司每年用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大，同时由于投资活动现金流入量规模相对较小，因此，近三年公司投资活动产生的现金流量净额均表现为净流出，分别为-10.89 亿元、-26.14 亿元和-37.30 亿元。

筹资活动现金流方面，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支付的现金，近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.37 亿元、19.21 亿元和 43.60 亿元。

2017 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 14.12 亿元、-2.83 亿元和-12.00 亿元；公司现金收入比为 115.69%。

总体看，公司经营活动现金流入量规模较大，收入实现质量较高，但公司房地产业务推进所需投入的资金量大，对外部融资依赖度高。未来随着投资规模的进一步扩大，公司外融资压力大。

6. 偿债能力

2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均有所波动，2016 年底分别为 158.39%和 64.25%。截至 2017 年 3 月底，两项指标分别下降至 144.68%和 57.03%。2014~2016 年，公

司经营现金流负债比分别为 0.09%、0.03%和 0.03%，公司经营活动现金净流量对流动负债的保障能力低。

截至 2017 年 3 月底，公司一年内到期的直接融资（包括永续中票）合计 190.00 亿元，公司现金类资产为上述总额的 0.36 倍，2016 年经营活动现金流入量为上述总额的 2.10 倍。另外考虑金融机构间接融资，公司将于 2017 年内到期的债务为 335.28 亿元，集中支付规模很大。整体看，目前公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 29.63 亿元、29.07 亿元和 37.51 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 1.45 倍、1.36 倍和 1.46 倍。同期，全部债务/EBITDA 分别为 10.16 倍、12.46 倍和 11.64 倍；考虑永续中期票据后 2016 年全部债务/EBITDA 为 12.59 倍。总体看，公司长期偿债能力较弱。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至2017年3月底，公司在各商业银行获得总授信额度为352.15亿元，其中尚未使用额度124.73亿元，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2017年3月底，对未纳入合并范围的山东省国资委托管企业担保额9.56亿元，目前被担保企业经营状况均良好。此外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1.37亿元。总体看，公司或有风险可控。

7. 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2017年8月14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。

8. 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，资产总额较快增长。未来随着各板块的协同发展，公司收入和利润水平有望获得提高。

综合来看，公司抗风险能力很强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为6亿元，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，故联合资信将其全部作为有息债务进行分析，发行后将在现有全部债务的基础上增加6亿元有息债务，分别占2017年3月底长期债务、全部债务的4.61%和1.40%，对公司现有债务影响不大。

截至2017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率分别为82.37%、74.40%和46.85%，以公司2017年3月底报表财务数据为基础，不考虑将本期中期票据计入权益及其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为82.50%、74.67%和47.98%，整体债务负担进一步加重。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还金融机构借款，本期中期票据发行并使用后公司实际债务指标将小于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据分为3+N和5+N两个品种，金额各为3亿元。由于本期中期票据可在两个期限内双向回拨，回拨比例不受限制，假设其中一个品种实际发行规模为6亿元，同时另一

品种发行规模减少至零，本期中期票据将出现6亿元于该品种到期兑付日集中偿付。2014~2016年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据的75.85倍、76.48倍和66.64倍，EBITDA/本期中期票据分别为4.94倍、4.85倍和6.25倍。

考虑公司拟发行的2017年度第一期中期票据（19亿元，期限为5年），2016公司经营活动产生的现金流入量和EBITDA分别为2017年第一期中期票据和本期中期票据合计额度25亿元的15.99倍和1.50倍，对合计额度的保障能力较强。总体看，公司EBITDA对本期中期票据的覆盖程度尚可。

通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小。但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十一、 结论

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

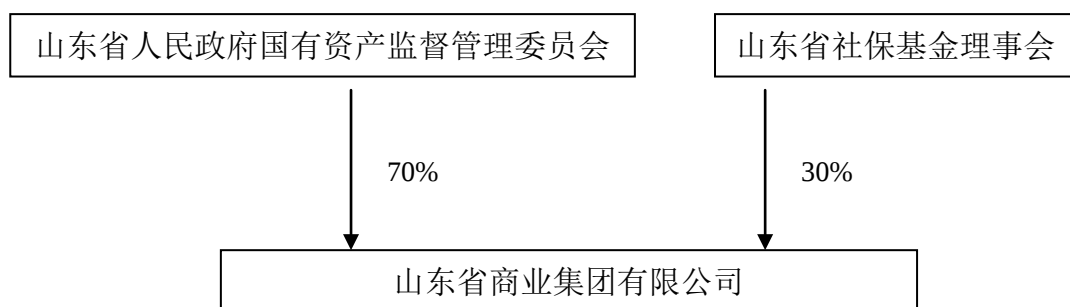
近年来，公司业务规模较为稳定，资产规模较快增长。零售业收入受消费政策、经济形式和行业影响有所下降，房地产行业受宏观政策、产品结构调整及库存压力影响利润空间受到挤压，生物制药、教育等其他业务较为稳定，上述多种因素综合导致公司整体盈利能力有所下滑，目前整体盈利能力一般。公司直接和间接融资渠道畅通，但有息债务快速增加，目前债务负担很重，短期支付压力大。未来随着投资规模的进一步扩大，对外融资压力将持续存在。考虑到山东省经济快速发展、居民消费能力增强，公司在山东省零售行业中突出的市场地位，以及随着地产、医药、教育、传媒等业务板块的逐步协同发展，公司收入和利润水

平有望获得提高。

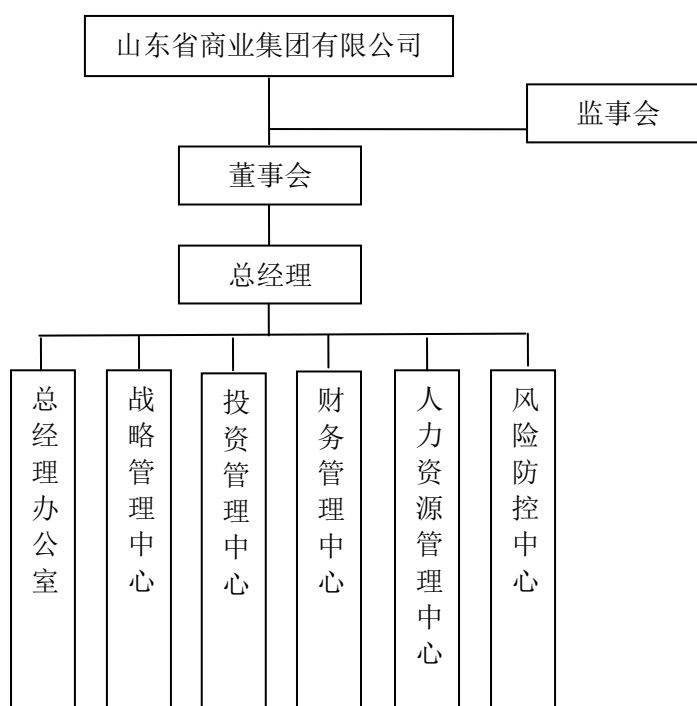
本期中期票据属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	96.27	61.35	70.54	68.30
资产总额(亿元)	632.26	707.72	836.18	836.82
所有者权益(亿元)	120.24	142.66	146.80	147.50
短期债务(亿元)	264.68	273.59	284.59	298.66
长期债务(亿元)	36.25	88.67	152.01	130.04
全部债务(亿元)	300.92	362.27	436.61	428.70
营业总收入(亿元)	351.40	352.25	343.42	91.14
利润总额(亿元)	10.13	8.77	7.76	1.65
EBITDA(亿元)	29.63	29.07	37.51	--
经营性净现金流(亿元)	0.30	0.11	0.13	14.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	58.95	37.13	39.29	--
存货周转次数(次)	1.03	0.92	0.81	--
总资产周转次数(次)	0.60	0.53	0.44	--
现金收入比(%)	123.40	122.54	103.77	115.69
营业利润率(%)	18.02	17.29	17.99	17.34
总资本收益率(%)	3.55	2.94	3.07	--
净资产收益率(%)	4.85	3.06	2.93	--
长期债务资本化比率(%)	23.16	38.33	50.87	46.85
全部债务资本化比率(%)	71.45	71.75	74.84	74.40
资产负债率(%)	80.98	79.84	82.44	82.37
流动比率(%)	128.23	141.11	158.39	144.68
速动比率(%)	41.98	51.22	64.25	57.03
经营现金流动负债比(%)	0.09	0.03	0.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.45	1.36	1.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.16	12.46	11.64	--

注：1. 2017 年 1~3 月财务数据未经审计；

2. 全部债务中包括有息长期应付款，未包括计入所有者权益的永续中期票据（合计 35.67 亿元）。

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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 4-1 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 4-2 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 山东省商业集团有限公司 2017 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东省商业集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

山东省商业集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对山东省商业集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，山东省商业集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山东省商业集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现山东省商业集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对山东省商业集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山东省商业集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对山东省商业集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与山东省商业集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。