

信用等级公告

联合[2018] 1027 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长期信用状况及拟发行的 2018 年度第三期中期票据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 2018 年度第三期中期票据的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月十四日



山东省商业集团有限公司

2018 年度第三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: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

募集资金用途: 偿还金融机构借款

评级时间: 2018 年 6 月 14 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	61.35	70.54	63.76	52.22
资产总额(亿元)	707.72	836.18	847.52	838.84
所有者权益合计(亿元)	142.66	146.80	135.72	136.28
短期债务(亿元)	273.59	284.59	263.60	302.93
长期债务(亿元)	88.67	152.01	144.37	101.23
全部债务(亿元)	362.27	436.61	407.97	404.15
营业总收入(亿元)	352.25	343.42	365.58	100.27
利润总额(亿元)	8.77	7.76	7.13	1.97
EBITDA(亿元)	29.07	37.51	30.52	--
经营性净现金流(亿元)	0.11	0.13	38.92	1.01
营业利润率(%)	17.29	17.99	17.52	16.75
净资产收益率(%)	3.06	2.93	2.73	--
资产负债率(%)	79.84	82.44	83.99	83.75
全部债务资本化比率(%)	71.75	74.84	75.04	74.78
流动比率(%)	141.11	158.39	139.34	139.17
经营现金流负债比(%)	0.03	0.03	8.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.46	11.64	13.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.36	1.46	1.61	--

注: 1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计; 2. 全部债务中包括其他非流动负债中长期应付债券 40 亿元, 应付债券中短期债券已调整至短期债务; 3. 所有者权益中包括永续中期票据募集资金净额 25.70 亿元, 相关债券未计入全部债务。

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

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, 联合资信也关注到零售行业竞争激烈, 公司房地产业务盈利能力偏弱且存货规模大, 利率上扬导致财务费用高企, 债务负担重且短期偿债压力很大, 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 年以来, 公司抓住实体零售增长回暖的契机拓展销售, 零售业收入止跌回升, 房地产业务加快提高回款效率, 公司整体现金流状况有所改善。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, 结合山东省政府政策红利和股东支持、降负债工作的持续推进及各板块业务的进一步协同发展, 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。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面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, 公司本期中期票据不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 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，政府支持力度大。
2. 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，旗下控股银座集团股份有限公司和鲁商置业股份有限公司两家上市公司。
3. 公司是山东省零售行业的龙头企业，零售网点多，销售规模大，“银座”品牌知名度高，区域竞争优势明显；截至 2018 年 3 月底，公司拥有百货及百货超市复合门店、便利店等共计 430 家门店，经营面积 527.90 万平方米。
4. 公司在生物医药领域具备技术优势，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，所售骨科主导产品“施沛特”注射液在国内市场占有率较高。
5. 公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

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。

关注

1. 零售行业竞争激烈，宏观经济低位运行，限制“三公消费”等政策和电商兴起对实体零售带来冲击，公司零售业务有所波动。
2. 受行业政策及产品结构影响，公司房地产业务盈利水平偏弱，在建及在售地产项目区域以二、三线城市为主，去化压力较大。
3. 公司资产中存货及其他应收款持续攀高，对资金形成占用，弱化资产流动性。
4. 公司债务负担重，短期偿债压力很大，未来随着零售展店和房地产开发持续投资，对外融资压力大。
5. 本期中期票据属债券创新品种，具有公司

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

2018 年度第三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2018年3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的业务体系，产业布局涉及教育、传媒等众多行业，旗下控股银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”）和鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”）两家上市公司。公司经营范围为：国内商业及工业生产物资；房地产开发；许可范围内的设备安装工程施工及建筑设计等。

截至2018年3月底，公司下设总经理办公室、战略管理中心、投资管理中心、财务管理中心、人力资源管理中心、风险防控中心共6个职能部门；纳入合并报表范围内全资二级子公司22家，事业单位6家。

¹ 截至2018年3月底，公司实收资本为22.52亿元，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。

截至2017年底，公司合并资产总额847.52亿元，所有者权益合计135.72亿元（含少数股东权益49.37亿元）；2017年公司实现营业总收入365.58亿元，利润总额7.13亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额838.84亿元，所有者权益合计136.28亿元（含少数股东权益49.72亿元）；2018年1~3月，公司实现营业总收入100.27亿元，利润总额1.97亿元。

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：王仁泉。

二、本期中期票据概况

公司于2017年注册中期票据额度6.00亿元，本期计划发行2018年第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额6.00亿元。募集资金将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。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款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。公司在本期中期票据发行第3年及之后的每年均具有可赎回权。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制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。

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。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，前3个计息年度利率保持不变，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。其中前3个计息年度票面利率为初始基准利率加

上初始利差²；如公司在第3年不行使赎回权，从第4~6个计息年度票面利率调整为当期基准利率³加初始利差加300个基点，此后每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。如果未来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；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前5个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指在付息日前12个月内，如果发生：（1）向普通股股东分红（包括上交国有资本收益、下属上市公司向普通股股东分红）；（2）减少注册资本，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。若公司决定递延支付利息，每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息；若公司到期未行使赎回权，自第4个计息年度起，本金和递延利息及其孳息在递延期间按当期票面利率累计计息。公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得有向股东分红或减少注册资本的行为；如果公司发生强制付息事件时仍未付息，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）本期中期票据如发生利息递延，在除发生向普通股份分红（包括上交国有资本收益、下属上市公司向普通股股东分红）或减少注册资本事件时，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2017年持续进行上年度利润分配，并于2018年3月底董事会会议通过了《2017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，

² 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网（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3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

³ 当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（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3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

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%），2016~2017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波动，但2017年以来零售业收入止跌回升，整体利润规模得到保持。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，从下属上市子公司分红及公司盈利可持续性来看，公司未来持续满足强制付息条件的可能性大，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

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。

2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，

仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较上年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016

年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好、政府性债务风险管控加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素

或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

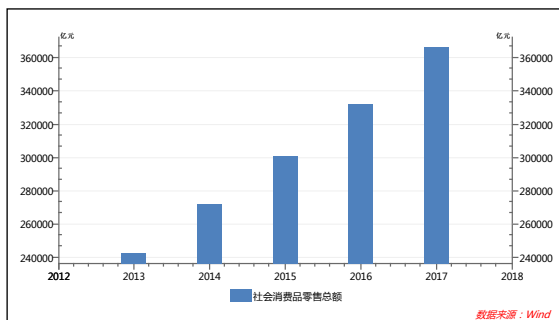
四、行业及区域经济环境

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。

根据国家统计局数据发布，2017 年全年，中国社会消费品零售总额为 366262 亿元，比 2016 年增长 10.2%，增速较 2016 年放缓 0.2 个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额 314290 亿元，增长 10.0%；乡村消费品零售额 51972 亿元，增长 11.8%。按消费类型统计，商品零售额 326618 亿元，增长 10.2%；餐饮收入额 39644 亿元，增长 10.7%。

图1 近年社会消费品零售总额（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

根据中华全国商业信息中心统计，2017 年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 2.8%，增速快于 2016 年 3.3 个百分点。其中，粮油食品类增长 3.1%，增速提高 3.6 个百分点；服装类增长 4.3%，增速提高 4.1 个百分点；化妆品类增长 9.5%，增速提高 8.1 个百分点；日用品类增长 0.1 个百分点，增速提高 0.5 个百分点；家用电器类增长 2%，增速提高 1.5 个百分点。

2017 年全年，网上实物商品零售额实现 54806 亿元，同比增长 28%，增速比 2016 年加快 2.4 个百分点，对社会消费品零售总额增长的贡献率为 35.4%，比 2016 年提高 8.06 个百分点，拉动社会消费品零售总额增长 3.61 个百分点，比 2016 年提高 0.76 个百分点。网上实物商品零售额占社会消费品零售总额的比重为 15%，比 2016 年提高 2.4 个百分点。2017 年，网下实体店零售额同比增长 7.6%，增速较 2016 年放缓 0.9 个百分点。

虽然 2017 年实体店零售额增速有所回落，但从 2017 年初，中国宏观经济稳中向好，零售市场度于 2017 年下半年步入复苏阶段。整体消费市场结构升级，实体零售企业加快转型升级，具体体现在开拓新零售新业态、发展农村消费市场、提升供应链、增强消费者体验等多个方面，线上、线下消费市场更加协同发展，零售企业效益得到提高。

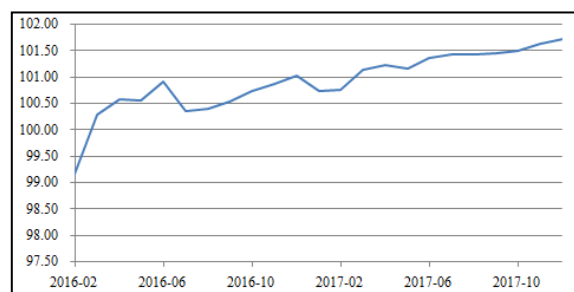
总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，实体零售企业通过开拓新零售新业态、发展农村消费市场、提升供应链、增强消费者体验等进行转型升级和改革创新，实现线上、线下消费市场协同发展。从长期来看，传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

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购

房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图2 2016年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个

城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

政策方面，2017年以来，北京、上海、石家庄、郑州、广州等先后发布了对本地楼市的收紧政策，掀起了新一轮楼市收紧调控浪潮。北京发布了《关于完善商品住房销售和差别化信贷政策的通知》，明确首套房“认房又认贷”，具体为1、企业购买的商品住房再次上市交易，需满3年及以上，若其交易对象为个人，按照本市限购政策执行。2、a：居民家庭名下在本市无住房且无商业性住房贷款记录、公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的执行现行首套房政策，即首付款比例不低于35%，购买非普通住房的首付款比例不低于40%（自主型商品住房、两限房等政策性住房除外）。b：居民家庭名下在本市已拥有一套住房，以及在本市无住房但有商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的首付款比例不低于60%，购买非普通自住房的首付款比例不低于80%。3、暂停发放贷款期限25年（不含25年）以上的个人住房贷款（含住房公积金贷款）。317限贷政策，精准打击借公司名义购房的炒房客，以及改善大房子的改善型刚需。2017年7月，中共中央政治局召开会议，针对房地产市场，会议强调“稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制”，中国首部住房租赁法规公开征求意见，租售同权开始进行地区试点，受此影响，房地产市场明显降温。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保

障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

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《2017年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2017年山东省经济运行稳中有进，全省实现生产总值（GDP）72678.2亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。其中，第一产业增加值4876.7亿元，增长3.5%；第二产业增加值32925.1亿元，增长6.3%；第三产业增加值34876.3亿元，增长9.1%。产业结构调整优化，三次产业比例由上年的7.3:45.4:47.3调整为6.7:45.3:48.0。人均生产总值72851元。

居民人均收入稳步增长，消费能力进一步增强。2017年城镇居民人均可支配收入36789元，比上年增长8.2%；人均消费支出23072元，增长7.3%。农村居民人均可支配收入15118元，增长8.3%；人均消费支出10342元，增长8.6%。城镇、农村居民人均现住房建筑面积分别为37.6平方米和42.5平方米。年末民用汽车拥有量1952.9万辆，增长11.3%。其中，私人轿车1140.1万辆，增长11.7%。

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。2017年社会消费品零售总额33649.0亿元，比上年增长9.8%。其中，餐饮收入3602.6亿元，增长10.5%；商品零售30046.4亿元，增长9.7%。城镇消费品零售额26814.5亿元，增长9.7%；乡村消费品零售额6834.5亿元，增长10.3%。

2017年，山东省房地产开发投资稳定增长。房地产开发投资6637.2亿元，比上年增长5.0%。其中，住宅投资4929.5亿元，增长5.1%。房屋施工面积63563.2万平方米，增长6.0%。其中，住宅施工面积46742.1万平方米，增长5.9%。竣工面积8429.1万平方米，增长2.1%。其中，住宅竣工面积6406.5万平方米，增长0.8%。商品房销售面积12813.2万平方米，增长8.7%。其中，住宅销售面积11201.0万平方米，增长5.7%。

总体看，山东省经济保持较大规模且发展形势良好，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，配以教育和传媒等业务的经营格局。

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2018年3月底，公司拥有163家百货及百货超市复合门店、205家便利店、11家家居店、5家购物中心、37家家电

专营店、9家汽车专营店（6家4S店和3家城市展厅），经营面积合计527.90万平方米。公司控股的银座股份（证券代码为600858.SH，2018年3月底公司直接持股24.49%，公司合并范围持股33.86%，其中通过子公司山东银座商城股份有限公司持有的390.42万股已质押）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。在中国连锁经营协会“2017年中国连锁百强”名单中，银座股份以152.16亿元（含税）的销售规模，位列百强第44位。

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”）是以山东省药学院为技术依托，集科、工、贸于一体的大型医药企业集团公司，经营业务涉及药品、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。福瑞达医药参股的医药生产商山东博士伦福瑞达制药有限公司为国内最大的眼科药品生产基地，是中国制药工业企业100强；福瑞达医药骨科主导产品“施沛特”注射液在国内市场占有率超过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，证券代码为600223.SH，2018年3月底公司直接持股53.02%（无质押）。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2017年底，鲁商置业在建面积282.35万平方米，全年房地产实际投资额达60.41亿元。

总体看，公司经营规模较大，主业具备较强的区域优势，多元化业务有利于分散经营风险，综合竞争实力强。

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2018年3月底，公司共有职工40479人。从学历构成来看，本科及以上学历的占17.36%，大专学历的占48.48%，高中及以下学历占34.16%。从年龄结构看，30岁以下的占61.18%、30~50岁的占35.08%、50岁及以上的占3.74%。

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

政府支持方面，山东省人民政府将公司作为重点培育的产业集团之一，将省财政厅、省计委提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。此外，隶属公司管理的科研院所和教育产业持续获得国家财政的资金支持，2015~2017年，公司获得各项政府补助分别为3137.39万元、4593.04万元和5646.38万元，规模持续增长。

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,公司将着力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。

2018年1月,国务院正式批复《山东省新旧动能转换综合试验区建设总体方案》,在山东省规划的新旧动能转换“十强”产业中,公司将结合自身重点培育的新型业务,进一步做强医养健康、现代金融、精品旅游(托管单位业务)等新兴产业相关业务,并依靠集团优势业务打造新旧动能转换发展平台。

总体看,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市场地位突出,未来结合山东省政府政策红利和股东支持,随着地产、医药、教育、传媒等业务板块的逐步协同发展,公司综合竞争力有望获得持续提升。

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,其中包括董事长1名,由山东省政府任免;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长远发展的重大问题,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、投资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。

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。公司出台了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

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，两个项目均位于山东省青岛市，预计总投资合计56.29亿元。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。2017年9月，公司召开股东大会并决议将此次非公开发行股票决议有效期延长一年至2018年9月26日，发行方案不变。

截至2018年3月底，鲁商蓝岸丽舍A3、A4地块分别已完成工程进度的40%和70%，鲁商中心首府1C正在进行土石方工程。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的大力支持，近年来财务杠杆不断加高，2018年3月底资产负债率已高达94.06%。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。2015~2017年，公司营业总收入略有波动，2017年公司实现营业总收入365.58亿元，同比增长6.45%。零售业收入保持较大规模，对公司营业收入贡献率始终保持在70%以上，且受益于宏观经济增速的回升和市场对电商冲击的逐步消化，2017年实现收入268.40亿元，同

比增长8.55%。生物制药业务收入在自主研发颈痛系列中药及“施沛特”销量增长的推动下持续攀升，2017年实现收入7.73亿元。房地产业务方面，2017年交房进度与上年基本持平，实现收入75.49亿元。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，2017年实现13.96亿元，同比变动不大。

从业务毛利率来看，2015~2017年呈现小幅波动，2017年在零售行业回暖的契机下，公司在加码吸引客流、提升销售过程中有所让利，零售业务毛利率回落至18.72%。生物制药毛利率小幅波动，2017年为60.67%。房地产业务方面，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，而目前主力项目所在的二、三线城市去库存压力较大，综合导致公司房地产业务毛利率维持在较低水平，2017年为14.29%。

2018年1~3月，公司实现营业总收入100.27亿元，同比增长10.01%；零售业和房地产业务由于季节性因素暂时偏低，同比分别增长10.76%和1.06%。当期公司整体毛利率为18.26%，同比下降0.36个百分点；零售业毛利率同比略有下滑，房地产业务因销售均价提高，毛利率同比上升1.82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（%）			
	2015年	2016年	2017年	18年1-3月	2015年	2016年	2017年	18年1-3月
零售业	279.46	247.26	268.40	86.69	18.43	20.17	18.72	16.23
生物制药业	6.01	6.64	7.73	1.98	60.07	58.73	60.67	59.18
房地产业	58.64	76.46	75.49	7.66	19.94	14.61	14.29	20.16
其他	8.13	13.06	13.96	3.93	43.67	40.20	39.90	38.77
合计	352.25	343.42	365.58	100.27	19.98	20.44	19.50	18.26

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

零售业一直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40.03%，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2017年底，银座股份资产总额117.27亿元，净资产32.30亿元；2017年实现营业收入130.06亿元，利润总额1.26亿元，在经营提效和资产处置收益（受到政府征收房

屋土地补偿款）共同作用下，同比分别增长1.25%和61.54%。

2017年，公司在山东省内新开业百货及百货超市复合店14家、便利店1家、家居店2家，并在菏泽新开业购物中心1家；调整关闭百货及百货超市复合店3家、汽车4S店1家。截至2018年3月底，公司拥有163家百货及百货超市复合门店、205家便利店、11家家居店、5家购物中心、37家家电专营店、9家汽车专营店（6家4S店和3家城市展厅），经营面积合计527.90万平方米。

表2 公司零售业店面经营情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2015年底		2016年底		2017年底		2018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	139	324.18	150	340.18	161	354.22	163	357.16
便利店	197	7.82	204	8.37	205	8.40	205	8.40
家居店	9	73.70	9	73.70	11	92.60	11	92.60

家电店	37	6.62	37	6.62	37	6.62	37	6.62
购物中心	3	36.10	4	50.10	5	60.10	5	60.10
汽车	10	3.13	10	3.13	9	3.02	9	3.02
合 计	395	451.43	414	482.10	428	524.96	430	527.90

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2018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13家省外百货超市复合店及购物中心。

尽管整体收入恢复正增长，但公司在山东省内青岛、威海、烟台等地市场切入时间较晚，

较当地品牌和企业处于竞争劣势，利润遭到物业建设成本及三费的严重侵蚀，部分门店出现经营性亏损；同时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。2017年，考虑当地竞争态势及公司自身盈利前景，公司已调整关闭徐州银座商城和烟台银座商城，将威海银座商城转为家具店，逐步优化店面结构。

表3 公司零售业主要经营网点销售情况（单位：万平方米、万元）

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	
						2017年	2018年1-3月
1	山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	280891.19	83507.11
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	69728.32	20140.04
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	66251.03	16764.07
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	45582.85	13619.07
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	51654.53	14904.94
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	66037.39	20372.55
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	35198.88	10207.78
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	29085.04	9619.40
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	28054.27	6911.39
10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	58895.45	16078.76
11	日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	52022.79	10869.13
12	淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	22344.87	7223.60
13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	51697.81	15000.41
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	57784.67	15712.09
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	18459.45	5469.29
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	5625.53	1568.19
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	53646.59	13259.84
18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	5164.88	1229.45
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	21337.48	6160.97
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	29335.56	8054.15
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	19616.33	5434.71
22	石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	28178.93	6419.48
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	15558.07	4600.77
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	10195.98	2412.94
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	19157.12	6224.85
26	济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	15030.95	4143.24
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	13244.97	3962.61
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	24731.57	7452.48
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	37534.05	10773.92
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	39949.62	9330.97
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	7035.15	2140.29
32	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	5502.34	1509.71

33	鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	5904.19	1862.39
34	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	15743.17	3230.32
35	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	12969.22	2759.05
36	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	5174.66	1501.26
37	张家口银座商城	4.10	2014	自有	百货+超市	28840.82	9639.46
38	济南和谐广场	14.50	2011	自有	购物中心	50803.46	15852.17
39	临沂和谐广场	8.20	2012	自有	购物中心	33255.35	8101.47
40	银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	32921.26	10336.28
41	青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	15166.51	3154.12
42	北京和谐广场	14.00	2016	自有	购物中心	11780.82	5961.44
43	菏泽和谐广场	10.00	2017	租赁	购物中心	2498.02	2760.73
44	淄博高青银座	2.02	2017	租赁	百货+超市	5303.11	1792.66
45	临沂银座人民广场店	2.38	2017	租赁	百货+超市	6798.49	1954.37
46	德州齐河银座	1.85	2017	租赁	百货+超市	1376.80	1229.40
合 计		151.47	--	--	--	1513069.54	431213.32

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。零售商业物业中，地区主力门店以自有为主；而考虑到资金压力及店面配置的灵活性，公司2017年以来新开业的主力店面全部为租赁物业。除城市旗舰店外，其他同城分店以租赁为主。整体看，公司零售店面自有面积占比达到40%。租赁合同多为20年的长期租约，租金每5年一调整。

公司零售业的经营模式采用联营、经销、代销、租赁等方式，四种模式占营业收入的比重分别约为60.00%、30.00%、6.00%、4.00%。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，将经营风险转移到生产商，一般合同一年一签；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。通过不同的经营模式，公司充分

根据不同商品和服务类型利用各种资源，降低自身经营风险，最大限度保证收益。

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。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。公司零售业供应商较多且分散，总计两千余家，结算额较大的包括古驰（中国）贸易有限公司、雅诗兰黛（上海）商贸有限公司、瑞韵达贸易（上海）有限公司、普拉达时装商业（上海）有限公司等，采购集中度较低，符

合零售业的经营特点。

物流体系建设方面，目前公司拥有四个物流配送中心在运营，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。公司对物流中心的管理系统、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。

截至2018年3月底，公司零售业主要在建工程为济南天启和淄博中心店二期项目，总投资17.10亿元，已完成投资5.34亿元。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，另有较大的拟建项目为东营银座中心店扩建工程，计划总投资3.50亿元，目前处于待拆建状态。

表4 截至2018年3月底公司零售业主要在建、拟建项目（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	2015.04-2020.03	13.71	3.94	自有资金，银行贷款
淄博中心店二期	1.36	2016.07-2018.10	3.39	1.40	自有资金，银行贷款
东营银座中心店扩建	--	拟建	3.50	--	自有资金，银行贷款
合 计	15.47	--	20.60	5.34	--

资料来源：公司提供

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60.00亿元。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、1家省级科研院所和3个省级实验室。截至2017年底，福瑞达医药资产总额17.16亿元，所有者权益合计6.22亿元；2017年实现营业收入7.73亿元，利润总额1.81亿元，其中投资收益1.63亿元主要为

非关联交易处置参股公司股权收益。整体看，福瑞达医药销售和管理费用高，主业盈利能力偏弱。

表5 公司生物制药业营业收入构成（单位：万元）

类别	2015年	2016年	2017年	18年1-3月
1. 医药工业	16493	18728	23586	6232
颈痛片	7905	8824	10859	2760
颈痛颗粒	4466	5125	6839	1805
四季感冒胶囊	1554	1792	2229	681
小儿解感颗粒	1460	1705	2172	597
雪莲归芪口服液	1108	1282	1487	389
2. 医药商业	43570	47662	53740	13581
施沛特	43570	47662	53740	13581

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。

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，2017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，集中度高。采购模式均为询价采购，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%。

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“颈痛颗粒”等多个自有品牌，并为“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道，各类药品销量持续扩大。2017年公司新增产能逐步释放，实现“颈痛片”产量及销量大幅提升，颈痛系列销售收入同比持续增长。此外，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，销售进一步放量。

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，2017年销量达到320万盒，同比增长9.59%。

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，2017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，2015~2017年，生物制药板块的研发费用分别为1.13亿元、1.24亿元和1.40亿元，占当期生物制药板块收入比重维持在18%左右。截至2018年3月底，公司开展的各类在研课题项目162项，已完成146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。2017年，福瑞达医药实现技术转让收益3898万元，同比稳中有增。

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

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2017年底，鲁商置业资产总额433.95亿元，所有者权益合计26.21亿元；2017年实现销售收入75.49亿元，利润总额2.53亿元；经营活动现金流净额实现15.55亿元，同比由负转正。

近三年公司房地产开发速度保持增长，2017年开工面积和竣工面积分别为141.45万平方米和145.00万平方米。同时，随着签约销售面积的快速增加、销售均价的回升和公司内部加大回款力度措施的实施，签约销售及回款金额分别增至95.96亿元和118.60亿元。当期确认销售面积保持较大规模，确认收入72.10亿元，

同比基本持平；年底另有预售房款120.57亿元。较签约和销售面积而言，近三年公司竣工面积较大，存货水平不断提高；累积竣工未售的面积约32.86万平方米，存在一定的库存压力。

表6 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	2015年	2016年	2017年	18年 1-3月
开工面积	82.12	115.43	141.45	25.35
竣工面积	92.02	136.06	145.00	14.19
签约销售面积	73.35	99.83	113.23	15.95
签约销售金额	53.98	72.58	95.96	14.20
签约销售均价	7359.24	7270.36	8474.79	8902.82
确认销售面积	62.87	93.06	82.91	8.03
确认销售收入	56.09	73.60	72.10	6.81
实现销售回款	77.73	92.15	118.60	23.32

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。近年公司产品结构中，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，主力项目中：哈尔滨松江新城一次性支付土地款而分期开发，且销售前期遇到东北地区整体处于楼市低谷，开发和去化速度放慢，导致利息费用等成本加大；菏泽鲁商凤凰城所在城市市场不景气，且区域经济薄弱导致整体回款周期较长；青岛蓝岸丽舍团购订单拉低利润空间，且涉及旧城改造及拆迁使得开发周期延长；上述多方因素共同导致公司房地产销售均价及毛利率在低位徘徊。2018年1~3月，上述情况得到缓解，多个城市房地产市场逐渐回暖，公司销售均价及毛利率明显回升，盈利状况有望相应得到改善。

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、济南银座晶都国际及济南鲁商国奥城等，在建、在售项目开发及投资进度详见下表。

表7 截至2018年3月底鲁商城市广场主要在建、在售项目情况（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）
青岛鲁商中心燕儿岛	住宅+商业	74.50	100.00	61.36	38.64	2010.04-2019.12	1A、1B 已竣工交付，销售 100%（五证齐全）；
临沂鲁商中心	商业+办公楼+公寓	65.00	32.00	19.00	9.00	2013.06-2022.06	1C 取得土地证、用地规划证
泰安鲁商中心	住宅+商业	43.43	20.00	10.14	9.86	2015.12-2020.12	一期、二期及三期商业全部完工，其余皆未开工
合计	--	182.93	152.00	90.50	57.50	--	--

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。

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、菏泽鲁商凤凰城等，开发及投资进度详见下表。

表8 截至2018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	44.88	1.50	2007.03-2018.06	1-74#楼以及西段商业已竣工交付，销售 98%（五证齐全）。东段商业已竣工交付，销售 92%（五证齐全）
哈尔滨鲁商松江新城	住宅+商业	296.00	190.00	125.80	51.91	2011.05-2023.12	四、五、六、七地块已竣工交房，四地块销售 98%；五地块商业销售 63%，高层销售 99%，洋房销售 36%；七地块商业销售 26%，高层销售 86%；六地块高层销售 99%。（以上地块五证齐全）；八地块住宅销售 60%，八地块商业销售 14%。除六 B 及 1 地块正在施工，其余地块未开工
菏泽鲁商凤凰城	住宅+商业	85.30	40.00	29.26	10.53	2011.12-2019.12	一期二期竣工交付，（五证齐全）；三期共 7 栋高层，已开工建设（已取得施工证，4 栋楼取得预售证）
青岛鲁商蓝岸新城	住宅+商业	72.93	38.00	21.00	17.00	2014.07-2020.12	2#地块全部竣工，1#地块主体竣工验收
青岛惜福镇项目	住宅	25.39	25.00	22.19	5.70	2014.08-2018.12	1A、1B 主体验收，预售 100%；1C-1 外墙施工，预售 63%（五证齐全）1C1-2 取得工程规划证
临沂金悦城	住宅	200.00	100.00	17.52	13.00	2015.11-2024.12	一期 1-7 号楼全部完工，8 号 9 号楼以及商业主体封顶，二期高层已铺地面
济宁运河公馆	住宅	73.03	33.00	17.06	17.10	2015.11-2021.10	一期别墅、洋房、高层交付使用。二期别墅外窗打胶施工基本完成；室外回填土基本完成；小院围墙完成 60%。二期洋房 25-28#楼顶棚腻子、外窗安装完成；室外回填土完成。29#楼湿作业施工完成，外墙保温施工完成。30#楼主体一层施工。二期高层 35-39#楼外墙抹灰施工完成；外墙保温施工完成 30%；内墙抹灰完成 60%
午山鲁商蓝岸丽舍	住宅	97.00	120.00	98.69	21.31	2013.05-2020.12	B7、B6、A13-1 地块交付，A3、A4 主体施工，A9、A18 土石方施工，其余地块均已获得三证
合计	--	785.90	591.00	376.40	138.05	--	--

资料来源：公司提供

鲁商生态别墅为城市自然风景区的高尚居所，倡导与自然山水的相融相生，将“生态”理念引入规划开发中，以富有建筑张力的独

栋、双拼、联排、花园洋房等高端产品形成独具意境的低密度高尚社区。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、济宁运河公馆及济南鲁商御龙湾等，目前主要在建、在售项目开发及投资进度详见下表。

表9 截至2018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）
泰安鲁商国际社区·红郡	别墅	26.49	17.00	12.00	5.00	2014.06-2019.12	一期别墅高层交房；二期别墅交房；二期高层3栋交房，4栋主体竣工，预售90%；二期商业完成三分之一，预售30%
临沂知春湖项目	住宅	190.00	48.00	10.50	10.00	2014.05-2024.12	乐活园一期别墅、洋房、沿街商业已全部竣工（五证齐全）；乐心园一期已全部完工；乐洋园1-7号楼已完工。
重庆云山雅筑	住宅	3.42	2.30	2.30	--	2015.07-2017.12	一二组团内外装饰完成（毛坯标准），预售49%
合计	--	219.91	67.30	24.80	15.00	--	--

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。项目占地约2600亩，总建筑面积约190万平方米，截至2018年3月底，临沂知春湖项目签约销售3.95万平方米，签约额2.42亿元，回收房款1.66亿元，去化速度有所加快。

截至2018年3月底，公司房地产可售面积（不含已预售面积）共125.40万平方米，主要分布在济南、青岛、临沂、哈尔滨、重庆等地。2017年公司获取出让地18.79万平方米，同比增长33.64%。截至2018年3月底，公司拥有土地储备55.72万平方米，其中商业地产占23.37%，土地出让金已全部交齐。储备项目集中在山东省内和哈尔滨，拟开发建筑面积为149.19万平方米，储备量充裕。

表10 截至2018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	26.50	7.78	74.99	挂牌	2010.11	17.08	已交齐
青岛鲁商蓝岸新城	商住	10.01	1.81	28.41	挂牌	2014.06	3.02	已交齐
济宁运河公馆	商业	7.68	3.21	27.00	挂牌	2015.07	2.27	已交齐
临沂鲁商知春湖	住宅	7.12	0.00	8.55	出让	2017.04	0.51	已交齐
潍坊鲁商首付	住宅+商业	4.41	0.22	10.24	出让	2017.10	2.15	已交齐
合计	--	55.72	13.02	149.19	--	--	25.03	--

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2020年底前，三大系列产品仍需投资

210.55亿元，对外筹资压力持续存在。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和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。2017 年度教育产业实现营业收入 8.50 亿元，实现净利润 0.99 亿元。

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。

目前公司教育业务在建项目为齐鲁医药学院新校区项目，总占地面积1500亩，规划总建筑面积43.616万平方米，可容纳在校生16000人。项目计划总投资7.70亿元，截至2018年3月底已到位资本金3.00亿元，其余通过自筹及贷款解决。

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。2017 年传媒产业实现营业收入 1.20 亿元，净利润 0.02 亿元。

6. 经营效率

从经营效率指标来看，2015~2017 年，公司销售债权周转次数逐年增长；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。2017 年上述三项指标分别为 54.27 次、0.81 次和 0.43 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。

2018年初,公司层面成立了降负债工作小组,由公司领导担任工作小组负责人,制定了详细具体的降负债、调结构工作计划。一方面将积极探索多渠道、中长期限融资,通过长债置换短债,优化融资结构;另一方面,盘活和处置闲置和低效资产,加快去库存步伐,加快资金回笼,减少资金占用,回收相关单位欠款,压缩有息负债规模。同时,公司已将工作落实到下属各产业,分别下达降负债目标,并由各产业根据目标制定了具体实施方案。此外,将同步推进债转股业务、上市公司再融资、相关

资产的资产证券化业务、财务公司整合配置资金资源等,协同提升资金管理水平,降低公司运营风险。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2015~2017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2018年1~3月财务数据未经审计。

从合并范围来看,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;2017年公司新纳入合并范围子公司1家:山东舜博股权投资管理有限公司,处置子公司1家:北京天创伟业投资管理有限公司。公司2018年1~3月合并范围较2017年无变化。总体看,公司合并范围变化不大,财务数据可比性强。

截至2017年底,公司合并资产总额847.52亿元,所有者权益合计135.72亿元(含少数股东权益49.37亿元);2017年公司实现营业总收入365.58亿元,利润总额7.13亿元。

截至2018年3月底,公司合并资产总额838.84亿元,所有者权益合计136.28亿元(含少数股东权益49.72亿元);2018年1~3月,公司实现营业总收入100.27亿元,利润总额1.97亿元。

2. 资产质量

2015~2017年,公司资产总额保持增长态势,截至2017年底,公司资产总额847.52亿元,同比增长1.36%。资产构成中流动资产占74.45%,非流动资产占25.55%。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

2015~2017年,公司流动资产快速增长,截至2017年底,公司流动资产合计630.98亿元,同比增长4.30%,构成以存货(占57.90%)、其

他应收款(占10.72%)和预付款项(占10.31%)为主。

2015~2017年,公司货币资金波动增长,截至2017年底,货币资金为61.63亿元,同比下降6.98%,主要是银行存款(占85.27%);使用受限制的货币资金14.17亿元(占22.99%),主要是保证金存款和受监管的拆迁补偿款等。

2015~2017年,随着房地产业务地持续拓展,公司预付款项以年均35.07%的速度快速增长,截至2017年底,公司预付款项为65.08亿元,同比增长32.17%,构成包括垫付的拆迁款22.50亿元、拆迁补偿款17.91亿元、土地熟化费5.17亿元、保证金10.25亿元等。预付款项前5名合计33.41亿元,占50.83%,集中度较高。按账龄来看,1年以内的占57.41%、1~2年的占25.15%、2~3年的占7.49%、3年以上占9.95%,超过1年的款项主要为垫付的前期拆迁补偿款和土地竞标保证金,主要由于公司部分地产项目为一二级联动开发模式,前期需垫付拆迁和土地熟化等费用。但随着2015年5月济南市政府出台《关于规范社会资金参与土地熟化工作的意见》,废除“唯一熟化人”制度,以及土地开发风险的逐渐显现,公司将逐步减少参与含土地一级开发项目。

2015~2017年,公司其他应收款规模不断增长,截至2017年底,公司其他应收款67.64亿元,同比增长14.83%,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49.66亿元及存放于济南市房地产行业协会的预售保证金等;坏账计提比例为4.81%。近年来公司持续承担国资委要求的代管职能,向代管企业提供借款,以“统借统还”的形式由代管单位承担资金利息偿还,近年来此部分借款累积余额较高,主要明细如下:

表11 2017年底公司应收非合并范围内代管企业往来款情况(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	220588.18
山东省林工商总公司	88657.19

北京天创伟业投资管理公司	80073.00
山东世界贸易中心	70338.65
青岛海景(国际)大酒店发展有限公司	24900.00
山东朝能福瑞达生物科技有限公司	12000.00
合计	496557.02

资料来源:公司提供

2015~2017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2017年底,公司存货365.36亿元,同比稍有增长;存货构成主要为开发成本(占60.71%)和开发产品(占32.00%),其中17.59%的存货已用于抵押借款。2017年底公司共计提0.49亿元的跌价准备,主要针对库存商品和开发产品计提,计提比例偏低。

2015~2017年,公司其他流动资产逐年增长,截至2017年底,其他流动资产为60.83亿元,同比增长9.92%,主要来自预缴税费和一卡通预存款的增加,二者余额分别为12.18亿元和42.32亿元。其他流动资产中委托贷款6.00亿元,系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

2015~2017年,公司非流动资产波动下降,截至2017年底,公司非流动资产216.55亿元,同比下降6.34%,构成以投资性房地产(占17.95%)、固定资产(占39.98%)、无形资产(占10.92%)为主。

近三年,公司发放贷款及垫款快速增长,截至2017年底为4.26亿元,同比增长41.72%,主要为子公司济南市富源小额贷款有限公司对外发放贷款形成。富源小贷实收资本2.00亿元,小额贷款发放主要客户类型为集团产业链上下游客户,以中小微企业为主,客户行业分布在建筑、劳务、商业等行业,贷款期限为一年以内,金额范围大部分在200万以下,业务开展以来未发生逾期或不良。

2015~2017年,公司视市场机会投资股票二级市场,可供出售金融资产快速增加,2017

年底为 11.02 亿元，主要包括国泰君安证券股份有限公司 6.76 亿元、滨州农村商业银行股份有限公司 2.40 亿元等。

2015~2017 年，公司投资性房地产波动增长，截至 2017 年底，公司投资性房地产为 38.87 亿元，同比增长 20.20%。公司投资性房地产为房屋、建筑物（占 80.24%）和土地使用权（占 19.76%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 7.39 亿元；2017 年底，公司累计摊销 9.36 亿元。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 86.58 亿元，同比下降 21.65%；主要系子公司北京天创伟业投资管理公司股权化转出，其所持有的固定资产不再并表所致。固定资产构成主要是房屋建筑物（占 85.52%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 16.15 亿元，累计计提折旧 47.02 亿元。

2015~2017 年，公司在建工程分别为 27.68 亿元、7.28 亿元和 11.79 亿元，2017 年同比大幅增长 61.92%，主要系新增齐鲁医药学院新校区建设项目 1.91 亿元。截至 2017 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 年底，公司无形资产 23.66 亿元，同比下降 9.93%，主要为政府征收土地导致减少 2.04 亿元，相应补偿款已到位；构成主要为土地使用权 20.46 亿元和软件 2.72 亿元。

2015~2017 年，公司商誉变动不大，2017 年底为 19.21 亿元，主要为 2014 年及以前收购的山东海佑福瑞达制药有限公司、青岛瑞兰特制药有限公司、临沭福瑞达康妆大道科技有限公司等子公司所形成。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 838.84 亿元，规模及构成均较 2017 年底变化不大。其中预付款项较上年底增长 13.38%至 73.79 亿元，主要由于房地产板块各类土地保证金增加所致；投资性房地产较上年底下降 18.15%至 31.81 亿元，系银座三期项目部分原出租用房

地产转为自用；其他科目变动较小。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金、存货、投资性房地产和固定资产受限比例分别为 27.05%、16.02%、41.21%和 31.80%，资产整体流动性一般。

表12 截至2018年3月底公司资产抵押/受限情况

（单位：亿元、%）

资产科目	账面价值	抵押/受限金额	抵押/受限比例
货币资金	49.93	14.12	27.05
存货	363.31	58.22	16.02
投资性房地产	31.81	13.11	41.21
固定资产	95.02	30.22	31.80
无形资产	21.98	12.18	55.41

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司资产保持较大规模，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. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益不断增长，截至 2017 年底，公司所有者权益合计 135.72 亿元（含少数股东权益 49.37 亿元），同比略有所下降。归属于母公司所有者权益中，以实收资本（占 26.08%）、资本公积（占 7.25%）、未分配利润（占 21.50%）、盈余公积（占 8.14%）和其他权益工具（占 29.76%）为主。其中，实收资本因所属事业单位山东省药学院 2016 年收到财政拨款列入资本公积科目，本年调整到实收资本科目导致增加 1.14 亿元，同时公司合并范围内事业单位对国资委注资所得固定资产进行折旧计提，导致实收资本减少 1.88 亿元；其他权益工具同比下降 27.96%至 25.70 亿元，主要系 2014 年发行的永续中期票据“14 鲁商 MTN001”到期兑付；资本公积同比下降 14.53%，系前述财政拨款转入实收资本所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计为 136.28 亿元(含少数股东权益 49.72 亿元)，较 2017 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2015~2017 年，随着公司业务规模扩大，公司负债保持增长态势，截至 2017 年底，公司负债合计 711.81 亿元。负债构成中，流动负债合计占 63.62%，非流动负债占 36.38%，公司负债以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债有所增长，截至 2017 年底，公司流动负债为 452.83 亿元，同比增长 18.56%，主要源于预收款项和一年内到期的非流动负债的增加；构成以短期借款（占 20.19%）、应付账款（占 17.73%）、预收款项（占 28.94%）和其他应付款（占 16.64%）为主。

2015~2017 年，公司短期借款有所波动，截至 2017 年底，公司短期借款 91.44 亿元，同比下降 12.42%，构成主要为保证借款（占 69.65%）和质押借款（占 13.09%）。

近三年，公司应付账款波动增长，截至 2017 年底为 80.29 亿元，同比增长 9.58%，主要为商品采购款和工程款。

2015~2017 年，公司预收款项以年均 26.87% 的速度保持增长，截至 2017 年底为 131.06 亿元，同比增长 29.90%，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。

2015~2017 年，公司其他应付款以 46.29% 的速度快速增长，截至 2017 年底为 75.36 亿元，构成主要包括预售购物卡、购物券款项以及一卡通预存卡余额 48.78 亿元、代建项目专款及代收款 9.34 亿元、应付工程款 8.04 亿元等，同比增长 12.83%，主要由于房地产业务代收拆迁款、购房意向金及应付工程款增加所致。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，截至 2017 年底，公司非流动负债为 258.98 亿元，同比下降 15.76%，以长期借款（占 31.10%）

和应付债券（占 51.39%）为主。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，三年分别为 55.67 亿元、101.02 亿元和 80.54 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。

2015~2017 年，公司应付债券波动下降，截至 2017 年底为 133.10 亿元，113.16 亿元的短期债券已调整至短期债务计算相关指标。

截至 2017 年底，公司其他非流动负债 40.38 亿元，主要由“16 鲁商 01”、“16 鲁商 02”、“17 鲁商 PPN001”、“17 鲁商 MTN001”各 10 亿元债券构成。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 702.57 亿元，金额及构成均较 2017 年底变化不大。

表 13 截至 2018 年 5 月底公司合并范围存续
直接债务明细（单位：亿元）

债券名称	发行规模	期限	到期兑付日
17 鲁商 SCP010	10	270 天	2018-06-24
18 鲁商 SCP001	8	180 天	2018-07-08
17 鲁商 SCP011	15	270 天	2018-07-21
17 鲁商 SCP012	15	270 天	2018-08-24
17 鲁商 SCP013	10	270 天	2018-09-03
17 鲁商 CP001	10	365 天	2018-09-13
18 鲁商 SCP003	10	221 天	2018-10-16
18 鲁商 SCP002	5	270 天	2018-10-23
17 鲁商 CP002	10	1 年	2018-11-09
13 鲁商 MTN001	8	5 年	2018-11-20
18 鲁商 SCP004	6	254 天	2018-12-07
17 鲁商 CP003	6	1 年	2018-12-19
18 鲁商 SCP005	10	270 天	2019-01-18
16 鲁商债	20	3 年	2019-02-02
*14 鲁商 MTN002	7	5 年	2019-12-25
17 鲁商 PPN001	10	3 年	2020-04-12
*15 鲁商 MTN001	10	5 年	2020-06-25
*15 鲁商 MTN002	9	5 年	2020-08-12
17 鲁商 MTN001	10	3 年	2020-10-20
16 鲁商 02	10	3 年	2021-04-22
16 鲁商 01	10	5 年	2023-04-08
合 计	209	--	--

资料来源：中国货币网，公司审计报告

注：*为永续中期票据；除“16 鲁商债”发行主体为鲁商置业，其余债券发行主体均为公司本部。

2015~2017 年，公司有息债务规模波动增长，截至 2017 年底，公司有息债务规模同比

有所下降，为 407.97 亿元，其中长、短期债务占比分别为 35.39%和 64.61%，仍以短期债务为主。考虑到公司存续期内的三期永续中期票据（26 亿元），均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，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。将上述永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务为 433.97 亿元，其中长、短期债务占比分别为 39.26%和 60.74%。将永续中期票据调整计入长期债务后，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 87.05%、79.82%和 60.83%。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 404.15 亿元，其中长、短期债务占比分别为 25.05%和 74.95%。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 83.75%、74.78%和 42.62%。将永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务 430.15 亿元，上述三项指标分别为 86.85%、79.59%和 53.57%。

总体看，公司债务规模较大，构成主要为短期债务，债务负担重，短期偿债压力很大。

3. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入有所波动，三年分别为 352.25 亿元、343.42 亿元和 365.58 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，年均增长 2.20%。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 17.29%、17.99%和 17.52%。

2015~2017 年，公司期间费用持续增长，2017 年，公司期间费用占营业总收入的比重 16.01%，同比稍有下降。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。2017 年，公司期间费用 58.54 亿元，

构成主要以销售和管理费用为主，融资成本的上升导致财务费用同比增长 32.39%，进一步侵蚀利润。2017 年，公司资产减值损失同比大幅增长至 1.42 亿元，主要系零售业务当期关停店面产生的坏账损失。近进来公司投资净收益呈逐年增长趋势，2017 年投资收益为 3.59 亿元，主要为福瑞达医药处置参股公司产生的投资收益 1.48 亿元及子公司山东富源投资有限公司股票二级市场交易产生投资收益 1.40 亿元等。

2017 年，公司计入其他收益和营业外收入的政府补助分别为 0.26 亿元、0.31 亿元；同期，公司营业外支出规模较大，为 1.89 亿元，包括零售业务中关停店铺产生的相关费用及房地产板块产生的各类滞纳金等。公司实现利润总额 7.13 亿元，同比下降 8.16%。从盈利指标来看，2017 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 2.26%和 2.73%，同比有所下滑；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 3.37%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 100.27 亿元，同比增长 10.01%；营业利润率为 16.75%。实现利润总额 1.97 亿元，同比增长 19.37%。

总体看，近年来公司收入规模及整体盈利基本稳定，2017 年以来零售业务出现回暖，医药业务进一步扩张，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持续受到挤压，公司整体盈利能力一般。

4. 现金流

经营活动现金流方面，2015~2017 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，2017 年为 453.75 亿元；2015~2017 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 4.91%，2017 年为 414.82 亿元。公司收到及支付其他与经营活动有关的现金规模较大，主要为公司与代管单位之间的

资金往来。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 0.11 亿元、0.13 亿元和 38.92 亿元，2017 年同比增长明显。2017 年公司现金收入比为 109.07%，同比有所提升。

投资活动现金流方面，公司投资活动中购建固定资产、无形资产等支付的现金流较大，导致投资活动产生的现金流量净额持续表现为净流出，2017 年公司固定资产投资放缓，净流出额降至 6.80 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和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2017 年筹资活动产生的现金流量净额由正转负，为 -41.53 亿元，当期还款资金支出规模较大。

2018 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 1.01 亿元、-3.76 亿元和 -5.05 亿元；公司现金收入比较 2017 年全年水平小幅提升至 109.48%。

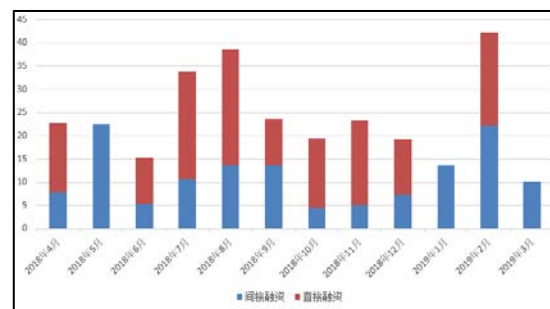
总体看，公司经营活动现金流入量规模较大，收入实现质量较高，但公司房地产业务推进所需投入的资金量大，对外部融资依赖度高。未来随着业务经营和投资支出的扩大，公司外融资压力大。

5. 偿债能力

2015~2017 年，公司流动比率和速动比率均有所波动，2017 年底分别为 139.34% 和 58.66%。截至 2018 年 3 月底，两项指标分别下降至 139.17% 和 58.59%。公司经营现金流动负债比为 8.60%。截至 2018 年 3 月底，公司一年内到期的债券（包括永续中票）余额合计 148.00 亿元，公司 2018 年 3 月底现金类资产（剔除受限部分后）为上述总额的 0.26 倍；公司应付债券余额为 214.00 亿元，2017 年经营活动现金流入量为上述总额的 2.12 倍。此外，公司将于 2018 年 4 月至 2019 年 3 月期间到期的金融机构间接融资总额为 138.76 亿元，综合

考虑应付债券及金融机构间接融资，截至 2018 年 3 月底，公司将于未来一年内到期偿还的债务总规模 286.76 亿元，其中以 2018 年 7 月、8 月及 2019 年 2 月待偿还金额较为集中，其余较分散。整体看，公司短期偿债压力很大。

图 3 截至 2018 年 4 月底公司一年内到期债务分布情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供

从长期偿债能力看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 29.07 亿元、37.51 亿元和 30.52 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 1.36 倍、1.46 倍和 1.61 倍。同期，全部债务/EBITDA 分别为 12.46 倍、11.64 倍和 13.37 倍。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至 2018 年 3 月底，公司在各商业银行获得总授信额度为 399.97 亿元，其中尚未使用额度 195.03 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 2018 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 16.04 亿元，目前被担保企业经营状况正常。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 1.70 亿元。总体看，公司或有风险可控。

6. 公司本部财务状况

截至 2017 年底，公司本部资产总额 301.29 亿元，流动资产占 84.82%，非流动资产占 15.18%；流动资产主要由其他应收款构成（占 95.98%），截至 2017 年底，公司本部其他应收

款 245.27 亿元，主要为与子公司之间往来款；货币资金 9.72 亿元。非流动资产主要是由长期股权投资构成，其中 96.48%为成本法计量。

截至 2017 年底，公司本部股东权益合计 31.21 亿元，其中股本 12.20 亿元；其他权益工具 25.70 亿元，全部为永续中期票据；未分配利润为-7.91 亿元。截至 2017 年底，公司本部负债合计 270.09 亿元，流动负债占 34.04%，非流动负债占 65.96%；流动负债中短期借款及其他应付款规模较大，分别为 36.95 亿元和 46.25 亿元；非流动负债中应付债券规模大，为 113.16 亿元。

2017 年公司本部实现营业总收入 0.01 亿元，利润总额-0.34 亿元，亏损额有所收窄。

截至 2018 年 3 月底，公司本部资产总计 306.54 亿元，所有者权益 31.20 亿元，当期本部无营业收入，利润总额-0.01 亿元。

总体看，公司本部基本无经营性业务，资产以其他应收款和长期股权投资为主，整体流动性低，债务负担很重，自身偿债能力弱。

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2018年5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，公司本部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 2018 年 3 月底长期债务、全部债务的 5.93%和 1.48%，对公司现有债务影响不大。

截至 2018 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 83.75%、74.78%和 42.62%，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变动不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017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76.48倍、66.64倍和75.62倍，经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的0.02倍、0.02倍和6.49倍；EBITDA/本期中期票据分别为4.85倍、6.25倍和5.09倍，公司EBITDA对本期中期票据保障能力强。

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，公司业务规模持续扩大，资产规模较快增长。零售业收入受消费政策、经济形

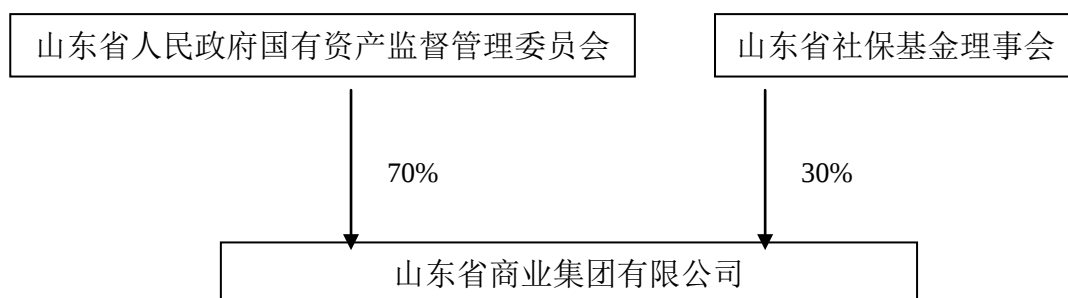
式和行业影响增速低缓，房地产业务受宏观政策、产品结构调整及库存压力影响利润空间受到挤压；生物制药等其他业务较为稳定，上述多种因素综合导致公司整体盈利能力有所下滑，目前整体盈利能力一般。公司直接和间接融资渠道畅通，但有息债务快速增加，目前债务负担很重，短期偿债压力很大。未来随着投资规模的进一步扩大，对外融资压力将持续存在。

2017年以来，实体零售业景气度上行，公司零售业务收入止跌回升，房地产业务回款效率有所提高，整体经营状况向好。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，公司综合竞争力有望获得提升。

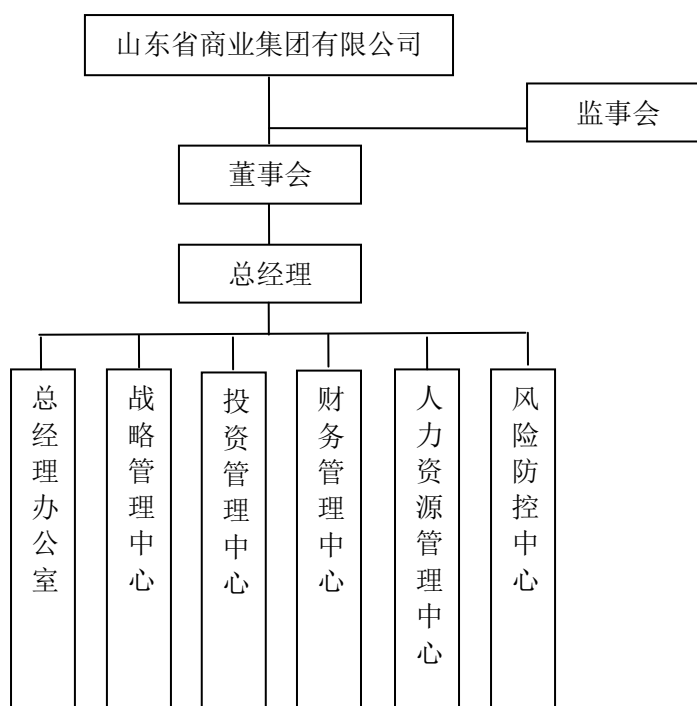
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	61.35	70.54	63.76	52.22
资产总额(亿元)	707.72	836.18	847.52	838.84
所有者权益(亿元)	142.66	146.80	135.72	136.28
短期债务(亿元)	273.59	284.59	263.60	302.93
长期债务(亿元)	88.67	152.01	144.37	101.23
全部债务(亿元)	362.27	436.61	407.97	404.15
营业总收入(亿元)	352.25	343.42	365.58	100.27
利润总额(亿元)	8.77	7.76	7.13	1.97
EBITDA(亿元)	29.07	37.51	30.52	--
经营性净现金流(亿元)	0.11	0.13	38.92	1.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.13	39.29	54.27	--
存货周转次数(次)	0.92	0.81	0.81	--
总资产周转次数(次)	0.53	0.44	0.43	--
现金收入比(%)	122.54	103.77	109.07	109.48
营业利润率(%)	17.29	17.99	17.52	16.75
总资本收益率(%)	2.94	3.07	2.26	--
净资产收益率(%)	3.06	2.93	2.73	--
长期债务资本化比率(%)	38.33	50.87	51.54	42.62
全部债务资本化比率(%)	71.75	74.84	75.04	74.78
资产负债率(%)	79.84	82.44	83.99	83.75
流动比率(%)	141.11	158.39	139.34	139.17
速动比率(%)	51.22	64.25	58.66	58.59
经营现金流动负债比(%)	0.03	0.03	8.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.36	1.46	1.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.46	11.64	13.37	--

注：1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2. 全部债务中包括其他非流动负债中长期应付债券 40 亿元，应付债券中短期债券已调整至短期债务；3. 所有者权益中包括永续中期票据募集资金净额 25.70 亿元，相关债券未计入全部债务。

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 2018 年度第三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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。