

信用等级公告

联合[2018] 087 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 2018 年度第一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

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。



山东省商业集团有限公司

2018 年度第一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：9 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：偿还银行借款

评级时间：2018 年 1 月 12 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	96.27	61.35	70.54	63.64
资产总额(亿元)	632.26	707.72	836.18	838.24
所有者权益合计(亿元)	120.24	142.66	146.80	150.91
短期债务(亿元)	264.68	273.59	284.59	293.44
长期债务(亿元)	36.25	88.67	152.01	124.31
全部债务(亿元)	300.92	362.27	436.61	417.75
营业总收入(亿元)	351.40	352.25	343.42	280.07
利润总额(亿元)	10.13	8.77	7.76	4.91
EBITDA(亿元)	29.63	29.07	37.51	--
经营性净现金流(亿元)	0.30	0.11	0.13	28.47
营业利润率(%)	18.02	17.29	17.99	17.47
净资产收益率(%)	4.85	3.06	2.93	--
资产负债率(%)	80.98	79.84	82.44	82.00
全部债务资本化比率(%)	71.45	71.75	74.84	73.46
流动比率(%)	128.23	141.11	158.39	142.65
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 1~9 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）。

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。

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. 受行业政策及产品结构影响，公司房地产业务盈利水平及存货周转率下滑，去化压力较大。
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。

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 年度第一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9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）

截至2017年9月底，公司下设办公室、战略管理部、投资管理部、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9月底，公司合并资产总额838.24亿元，所有者权益合计150.91亿元（含少数股东权益50.54亿元）；2017年1~9月，公司实现营业总收入280.07亿元，利润总额4.91亿元。

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

公司于2017年注册中期票据额度19亿元，已于2017年10月发行2017年度第一期中期票据10亿元；本期计划发行2018年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）²，发行额度9亿元，募集资金将用于偿还银行借款。

本期中期票据期限为3年，按年付息，到期一次性还本付息。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016年，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，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，中国GDP实际增速为6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳

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。

² 2017年度第二期中期票据为单独注册的可续期中期票据6亿元，截至本报告出具日，尚未发行。

定,工业生产企稳向好,服务业保持快速增长,支柱地位进一步巩固,三大产业结构继续改善;固定资产投资增速略有放缓,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)实现2.0%的温和上涨,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。

2017年1~9月,中国继续实施积极的财政政策,加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度,持续通过减税降费减轻企业负担,规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡,促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下,2017年前三季度,中国国内生产总值(GDP)增速分别为6.9%、6.9%、6.8%,经济保持中高速增长;贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长,山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转;CPI稳中有升,PPI和PPIRM保持平稳增长;就业水平相对稳定。

2017年1~9月,中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好;工业生产有所加快,工业结构进一步优化,工业企业利润保持快速增长;服务业持续快速增长,第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)继续提升,产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓,高技术制造业投资增速加快。2017年1~9月,中国固定资产投资(不含农户)45.8万亿元,同比增长7.5%(实际增速2.2%),增速较1~6月(8.6%)和上年同期(8.2%)均有所放缓。具体来看,房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速(8.1%)继续放缓,但较上年同期仍有所加快,主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致;基础建设

投资增速(15.9%)较1~6月和上年同期均有所回落,呈现一定的逆周期特点;受工业去产能持续作用影响,制造业投资(4.2%)继续回落,但高端装备制造业投资保持较高增速,促进了工业结构的优化。此外,民间投资增速(6.0%)较1~6月有所放缓,民间投资信心仍略显不足,但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展PPP模式适用范围等鼓励措施的影响,民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长,日常生活与升级类消费增长较快。2017年1~9月,中国社会消费品零售总额26.3万亿元,同比增长10.4%,增速与1~6月和上年同期均持平。具体来看,受商品房销售保持较快增长的拉动,与居住有关的行业消费仍然保持较高增速;生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长;网络销售继续保持高速增长态势,实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月,全国居民人均可支配收入19342元,同比增长9.1%(实际增速7.5%),仍保持较快增速,居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落,对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下,外部需求有所回暖,加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹,共同带动了进出口的增长。2017年1~9月,中国货物贸易进出口总值20.3万亿元,同比增加16.6%,但增速较1~6月(19.6%)有所回落,外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在10%以上;进口方面,铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来,全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境,但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地,国际

流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。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，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

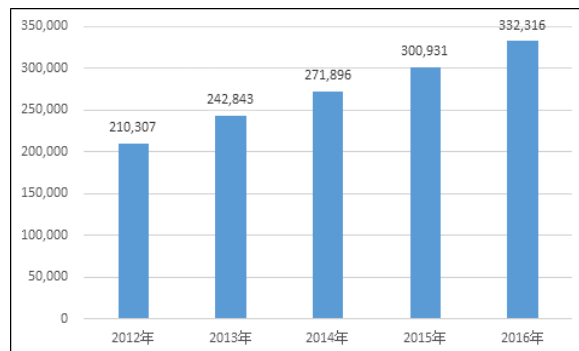
1. 商业零售业

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

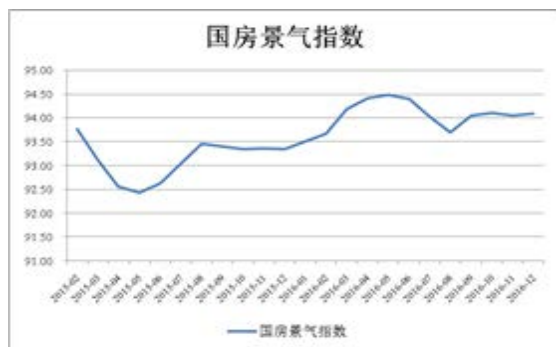
民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，使得传统商家只能在激烈的市场竞争中寻求自身的转型。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的发展态势。

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，总体房价涨势趋缓，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%。

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 9 月底，公司拥有 159 家百货及百货超市复合门店、205 家便利店、11 家家居专营店、5 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 515.93 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%，其中山东银座商城股份有限公司持有的 698.49 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。

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，是以山东省药学科学院为技术依托，集科、工、贸于一体的大型医药企业集团公司。福瑞达医药涉及药品、原料药、医疗器械、消毒卫生用品、化妆品、保健食品及食品等多个领域，拥有“颈痛颗粒”、“颐莲”等多个自有品牌，并为“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道。福瑞达医药参股的合作医药生产商山东博士伦福瑞达制药有限公司为国内最大的眼科药品生产基地，是中国制药工业企业 100 强；福瑞达医药骨科主导产品“施沛特”注射液在国内市场占有率超过 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 9 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 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9月底，公司共有职工40697人。从学历构成来看，本科及以上学历的占17.31%，大专学历的占48.62%，高中及以下学历占34.07%。从年龄结构看，30岁以下的占61.28%、30-50岁的占35.03%、50岁及以上的占3.69%。从专业素质看来，具有初级职称的占64.64%，中级职称的占30.51%，高级职称的占4.85%。

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的大力支持，近年来财务杠杆不断加高，2017年9月底资产负债率已高达94.02%。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1~9月，公司实现营业总收入280.07亿元，实现综合毛利率18.99%，同比均变化不大。

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1-9月	2014年	2015年	2016年	17年1-9月
零售业	280.58	279.46	247.26	226.56	18.45	18.43	20.17	17.39
生物制药业	5.91	6.01	6.64	5.60	58.21	60.07	58.73	58.57
房地产业	56.82	58.64	76.46	36.38	22.35	19.94	14.61	16.51
其他	8.09	8.14	13.06	11.52	46.60	43.67	40.20	39.07
合计	351.40	352.25	343.42	280.07	20.40	19.98	20.44	18.99

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；合计数与细分加总有微小差异系四舍五入造成。

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9月底，公司拥有159家百货及百货超市复合门店、205家便利店、11家家居专营店、5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515.93万平方米。

表2 2014~2017年9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9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	159	351.88
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	11	85.80
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	5	60.10
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	427	515.93

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9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14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9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	146	4	8	1	--	159
便利店	205	--	--	--	--	205
家居店	11	--	--	--	--	11
家电店	37	--	--	--	--	37
购物中心	4	--	--	--	1	5
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1-9月
1	山东银座商城	4.2	1996	自有	百货	279345.31	204588.39
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	72297.93	51730.01
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	66804.69	1918.20
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	47174.44	33558.03
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	83472.39	37489.43
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	63829.32	48982.41
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	35408.07	26843.83
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	31383.02	22299.46
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	26734.89	18787.09

10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	77685.90	41212.90
11	日照银座商城	1.9	2006	租赁	百货+超市	53315.68	25349.67
12	淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	21507.57	17138.79
13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	48667.31	37127.25
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	57062.00	43195.47
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	17565.43	12557.96
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	6595.85	4302.19
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	47430.30	20931.65
18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	6051.37	3968.88
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	21823.02	16279.29
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	28295.95	21439.94
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	18296.30	14840.67
22	石家庄东方购物广场	5.5	2009	自有	百货+超市	33324.49	21979.70
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	15720.96	11771.68
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	8011.14	5664.58
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	18346.39	14122.41
26	济宁银座购物广场	2.3	2008	自有	百货+超市	17530.11	10866.00
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	12466.17	9806.28
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	25398.83	18885.57
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	36434.19	28403.48
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	38888.29	28520.35
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	5841.36	5093.10
32	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	5445.84	3977.05
33	鹤壁银座商城	1.8	2010	自有	百货+超市	6050.26	4358.62
34	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	13631.58	9100.47
35	威海银座商城	3.41	2012	自有	百货+超市	4514.14	1218.18
36	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	12994.68	9706.20
37	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	6297.23	3994.73
38	徐州银座商城	7.2	2013	自有	百货+超市	3632.82	601.34
39	张家口银座商城	4.10	2014	自有	百货+超市	19737.27	21244.45
40	青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	10837.73	8256.31
41	北京和谐广场	14.00	2016	自有	购物中心	5453.03	8671.12
42	济南和谐广场	10.25	2011	自有	百货+超市	60328.93	47588.78
43	临沂和谐广场	7.40	2012	自有	百货+超市	31062.30	24288.96
44	银座七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	32169.86	23460.09
合 计		140.78	--	--	--	1534864.34	1043520.96

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9月底，公司拥有百货及百货超市复合店159家，经营面积合计达351.88万平方米。

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5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60.10万平方米。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11家家居广场门店，经营面积合计85.80万平方米。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9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6家汽车4S店和4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9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
山东银座天程汽车有限公司	广汽本田	2010.05.17

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9月底山东一卡通签约商户3.22万家，刷卡POS机终端达到7.42万台。

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9月底签约商户达到1480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；统一银座物流配货中心则为“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运销售，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9月底，公司零售业主要在建工程为济南天启等4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9月底已完成投资7.91亿元。

表6 截至2017年9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	3.94	自有资金，银行贷款
枣庄银座枣庄店工程	2.20	2015.02-2017.12	3.50	2.96	自有资金
淄博中心店二期	1.36	2016.07-2018.05	3.39	1.40	自有资金，银行贷款
德州大学路项目	0.72	2016.05-2017.12	0.85	0.31	自有资金
合 计	18.39	--	21.45	7.91	--

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13.54亿元。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。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。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、头痛、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，可使滋而不腻，补而不壅；寒温并用，则温而不燥，清而不寒。	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
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1-9月
医药工业	16139	16493	18728	15988
颈痛片	7826	7905	8824	7102
颈痛颗粒	4382	4466	5125	4482
四季感冒胶囊	1485	1554	1792	1670
小儿解感颗粒	1392	1460	1705	1635
雪莲归芪口服液	1054	1108	1282	1098
医药商业	42980	43570	47662	40043
施沛特	42980	43570	47662	40043

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9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 1-9 月
开工面积	160.00	82.12	115.43	110.67
竣工面积	137.98	92.02	136.06	87.72
签约销售面积	123.87	73.35	99.83	75.19
签约销售金额	111.47	53.98	72.58	62.50
签约销售均价	8998.95	7359.24	7270.36	8312.28
确认销售面积	60.61	62.87	93.06	37.91
确认销售收入	54.67	56.09	73.60	34.45

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 11 截至 2017 年 9 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）
青岛鲁商中心燕儿岛	住宅+商业	74.50	100.00	61.13	38.87	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	17.48	9.87	2013.06-2022.06	一期全部完工、二期 B01、B02 完工，B03 主体封顶，三期 S05 完工，其余皆未开工
泰安鲁商中心	住宅+商业	43.43	20.00	9.23	10.77	2015.12-2020.12	一期高层、叠拼主体封顶，正在进行内外装饰，销售 96%；二期正负零
合计	--	182.93	152.00	87.84	59.51	--	--

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 12 截至 2017 年 9 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	44.79	0.21	2007.03-2017.12	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 71%（五证齐全）。
哈尔滨鲁商松江新城	住宅+商业	296.00	190.00	120.80	69.20	2011.05-2020.12	四、五、六、七地块已竣工交房，四地块销售 95%；五地块商业销售 63%，高层销售 99%；七地块商业销售 31%，洋房销售 43%，高层销售 88%；六地块高层销售 99%（五证齐全）；八地块住宅销售 57%，八地块商业销售 13%，其余地块未开工。
菏泽鲁商凤凰城	住宅+商业	85.30	40.00	26.27	13.73	2011.12-2019.12	一期二期竣工交付，销售 67%（五证齐全）；三期已竣工验收。
青岛鲁商蓝岸新城	住宅+商业	72.93	38.00	18.36	19.64	2014.07-2020.12	2#地块高层主体竣工验收，预售 99%（五证齐全）；别墅组团竣工验收，预售 99%（五证齐全）；商业主体施工，办理竣工验收，预售 11%
青岛惜福镇项目	住宅	25.39	25.00	21.81	3.19	2014.8-2018.12	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	17.13	25.87	2015.11-2024.12	一期全部封顶，且高层销售至 99%，二期进行土石方施工，其余土地尚未取得。
济宁运河公馆	住宅	73.03	33.00	15.40	17.60	2015.11-2021.10	一期别墅、洋房、高层主体封顶，正在进行安装工程，预售 81%（五证齐全），二期主体正在施工
午山鲁商蓝岸丽舍	住宅	97.00	120.00	95.88	24.12	2013.05-2020.12	B7B6A131 地块交付 其余地块均已获得三证
合计	--	785.90	591.00	360.44	173.56	--	--

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 13 截至 2017 年 9 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	12.47	4.53	2014.06-2018.12	一期别墅、高层竣工验收，预售 88%；二期别墅主体精装修，预售 83%；二期高层主体施工，预售 52%。
临沂知春湖项	住宅	190.00	48.00	9.98	10.21	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	2.11	0.19	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	24.56	14.93	--	--

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 9 月底，

临沂知春湖项目签约销售 17738.56 平米，签约额 10490 万元，回收房款 7568 万元，去化速度较慢。

哈尔滨鲁商松江新城项目临近哈尔滨地铁 1 号线，交通优势明显；项目规划建筑面积 296.00 万平方米，总投资 190 亿元，截至 2017 年 9 月底已累计投资 120.80 亿元。该项目是集大型购物中心、高档写字楼、公寓、花园洋房及住宅为一体的城市综合体。截至 2017 年 9 月底，哈尔滨鲁商松江新城项目已售建筑面积 87.18 万平方米，可售建筑面积 198.75 万平方米，在公司整体房地产存货中占比较高且去化速度较慢。

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 9 月底，公司拥有土地储备 88.41 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 9 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
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
临沂鲁商知春湖	住宅	7.12	--	8.55	出让	2017.04	0.51	已交齐
合计	--	88.41	26.08	218.30	--	--	36.41	--

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 223.88 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，公司省内房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1~9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1~9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9月底，公司合并资产总额838.24亿元，所有者权益合计150.91亿元（含少数股东权益50.54亿元）；2017年1~9月，公司实现营业总收入280.07亿元，利润总额4.91亿元。

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代管企业的往来款，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代管职能，向代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代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9月底，公司资产总额838.24亿元，规模及构成均较2016年底变化不大。其中应收账款较上年下降26.23%至3.56亿元，主要系收回政府前期所欠回迁房款；在建工程较上年增长58.92%至11.57亿元，主要系在建项目当期新增投入；其他科目变动较小。

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9月底，公司所有者权益合计为150.91亿元（含少数股东权益50.54亿元），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9月底，公司负债总额687.33亿元，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61.49%和38.51%，流动资产比重有所上升。

表16 截至2017年9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
17鲁商SCP002	15	247天	2017-10-26
17鲁商SCP006	15	156天	2017-11-10
12鲁商MTN1	15	5年	2017-11-20
17鲁商SCP008	15	141天	2017-11-30
17鲁商SCP003	15	259天	2017-12-22
17鲁商SCP004	10	270天	2018-01-07
17鲁商SCP007	10	263天	2018-03-30
17鲁商SCP009	15	253天	2018-04-26
17鲁商SCP010	10	270天	2018-06-24
17鲁商CP001	10	365天	2018-09-13
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
17鲁商MTN001	10	3年	2020-10-20

资料来源：中国货币网，公司审计报告。

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9月底，公司全部债务417.75亿元，其中长、短期债务占比分别为29.76%和70.24%。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82.00%、73.46%和45.17%。将永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务453.42亿元，上述三项指标分别为86.24%、79.72%和58.10%。

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。

3. 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1~9月，公司实现营业总收入280.07亿元，同比增长3.49%；营业利润率为17.47%。实现利润总额4.91亿元，同比增长6.24%。

从盈利指标来看，近三年公司总资本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。

4. 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1~9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28.47亿元（由于当期房地产销售回款规模较大，上年同期支付土地款较多使得经营活动产生的现金流量净额同比增幅较大）、-6.56亿元和-29.52亿元；收到其他与经营活动有关的现金同比大幅增长至9.76亿元，主要由于当期收到托管单位还款7.36亿元所致，受此影响，公司现金收入比较2016年全年水平提升23.67个百分点至127.44%。

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。

5. 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9月底，两项指标分别下降至142.65%和56.28%。2014~2016年，公司经营现金流动负债比分别为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9月底，公司一年内到期的直接融资（包括永续中票）合计140.00亿元，公司现金类资产（剔除受限部分后）为上述总额的0.39倍，2016年经营活动现金流入量为上述总额的2.86倍。截至2017年9月底，公司将于一年内到期的金融机构间接融资总额为129.67亿元，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9月底, 公司在各商业银行获得总授信额度为403.82亿元, 其中尚未使用额度187.77亿元, 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9月底, 对未纳入合并范围的山东省国资委托管企业担保额10.64亿元, 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1.53亿元。总体看, 公司或有风险可控。

6. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告(机构信用代码: G1037010200628970F), 截至2017年12月25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的早期贷款, 且目前已全部清偿。总体看, 公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒在内的多元化业务格局, 核心的商业零售业务在山东及周边市场已具备了显著的品牌优势和规模优势, 整体竞争实力强。近年来, 公司整体业务规模持续扩大, 资产总额较快增长。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9亿元, 分别占2017年9月底长期债务、全部债务的7.24%和2.15%, 对公司现有债务影响不大。

截至2017年9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82.00%、73.46%和45.17%。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行借款, 发行后上述指标变动不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

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50.57倍、50.98倍和44.43倍, EBITDA/本期中期票据分别为3.29倍、3.23倍和4.17倍。

总体看, 公司EBITDA对本期中期票据保障程度较好。

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。

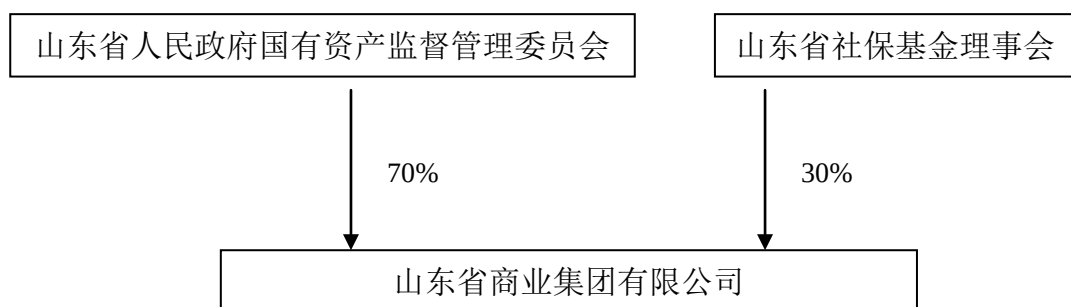
近年来, 公司业务规模持续扩大, 资产规模较快增长。零售业收入受消费政策、经济形式和行业影响有所下降, 房地产业务受宏观政策、产品结构调整及库存压力影响利润空间受到挤压, 生物制药等其他业务较为稳定, 上述多种因素综合导致公司整体盈利能力有所下滑, 目前整体盈利能力一般。公司直接和间接融资渠道畅通, 但有息债务快速增加, 目前债务负担很重, 短期支付压力大。未来随着投资规模的进一步扩大, 对外融资压力将持续存在。考虑到山东省经济快速发展、居民消费能力增

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，公司综合竞争力有望获得提升。

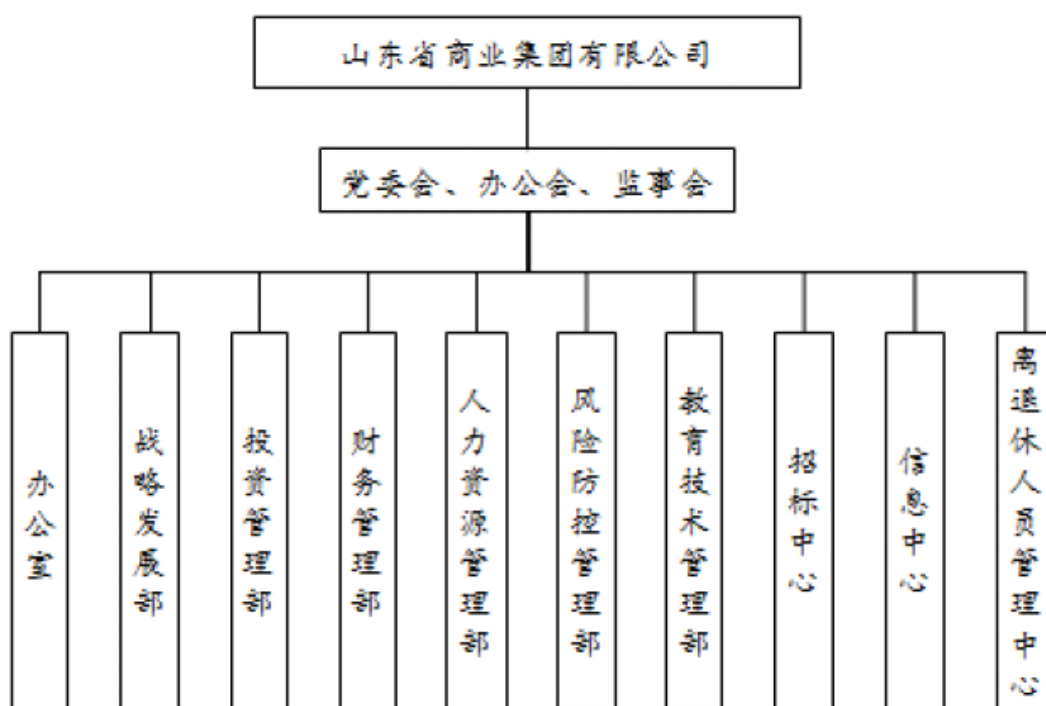
公司本期中期票据的发行对公司现有债务影响不大。公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度较好。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	96.27	61.35	70.54	63.64
资产总额(亿元)	632.26	707.72	836.18	838.24
所有者权益(亿元)	120.24	142.66	146.80	150.91
短期债务(亿元)	264.68	273.59	284.59	293.44
长期债务(亿元)	36.25	88.67	152.01	124.31
全部债务(亿元)	300.92	362.27	436.61	417.75
营业总收入(亿元)	351.40	352.25	343.42	280.07
利润总额(亿元)	10.13	8.77	7.76	4.91
EBITDA(亿元)	29.63	29.07	37.51	--
经营性净现金流(亿元)	0.30	0.11	0.13	28.47
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	127.44
营业利润率(%)	18.02	17.29	17.99	17.47
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	45.17
全部债务资本化比率(%)	71.45	71.75	74.84	73.46
资产负债率(%)	80.98	79.84	82.44	82.00
流动比率(%)	128.23	141.11	158.39	142.65
速动比率(%)	41.98	51.22	64.25	56.28
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 1~9 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 2018 年度第一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。