

信用评级公告

联合〔2022〕4286号

联合资信评估股份有限公司通过对山东省商业集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东省商业集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 鲁商 MTN001”“20 鲁商 MTN001”及“20 鲁商 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十七日

山东省商业集团有限公司2022年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东省商业集团有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 鲁商 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 鲁商 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 鲁商 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 鲁商 MTN001	15.40 亿元	8.00 亿元	2022/11/01
20 鲁商 MTN001	1.60 亿元	1.60 亿元	2023/04/24
20 鲁商 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/8/27

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型(打分表)	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务 风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
公司是山东省国资委下属国有资本投资公司，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，持续获得政府资金支持。				+1

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

评级观点

山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）下属重要国有资本投融资、产业整合及创业投资主体。跟踪期内，公司维持以商业零售、生物制药、房地产为主的多元化经营格局。2021 年以来，公司区域零售业龙头地位稳固；子公司山东福瑞达医药集团有限公司（以下简称“福瑞达医药集团”）作为全球最大的玻璃酸钠研发及生产基地，行业地位稳定，盈利能力强；公司持续获得政府资金支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到零售行业市场竞争激烈且受新冠肺炎疫情冲击较大，公司房地产项目存在去化压力、整体债务负担重且短期资金周转压力大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，公司将持续推动各产业转型升级。其中，零售业务将运用互联网技术，结合实体资源，创新经营管理模式；生物制药业将持续加大科技研发力度，公司竞争实力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 鲁商 MTN001”“20 鲁商 MTN001”及“20 鲁商 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 公司获得的股东支持力度大。公司作为山东省国资委下属重要战略投资及融资、产业整合和创业投资主体，平台定位突出，跟踪期内，持续获得政府资金支持。
2. 公司零售业务深耕山东省省内市场，区域优势突出，经营网点数量保持稳定。公司是山东省零售行业的龙头企业，“银座”品牌知名度高。截至 2022 年 3 月底，公司拥有百货及百货超市复合店 165 家，便利店 204 家，家电店 57 家，家居店 8 家。
3. 公司持有两家上市子公司股权且质押率低，可为公司提供流动性支持。截至 2022 年 3 月底，公司直接持有银座集团股份有限公司 25.48% 股权（未质押），参考市值 6.71 亿元；直接持有鲁商健康产业发展股份有限公司 52.00% 股权（质押率 17.72%），未质押部分参考市值 47.41 亿元。

分析师：刘祎烜 邢霖雪

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

4. 生物制药板块经营良好，对公司整体业绩形成良好补充。福瑞达医药集团是全球最大的玻璃酸钠研发及生产基地，拥有多个药品知名品牌，经营业绩稳步提升。2021 年以来，福瑞达医药集团加大了化妆品各渠道促销推广力度，营业收入增长较快，盈利能力强。

关注

1. 零售行业竞争加剧且持续受到疫情影响。中国零售业竞争激烈，新冠疫情引发零售行业进一步向线上转移，各大互联网电商平台加大社区团购布局力度，实体零售市场承压。
2. 公司地产项目区域集中度高，存在去库存压力和较大的资金支出压力。公司土地储备和在建地产项目主要分布于哈尔滨和山东省内二、三、四线城市，开发周期较长，存在去化压力；同时公司在建房地产项目计划投资规模较大，后续面临较大的资金支出压力。
3. 公司债务负担重，短期债务占比高。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务合计 501.81 亿元，全部债务资本化比率为 66.61%，短期债务占比 63.88%。
4. 本部持续亏损，债务负担很重。公司本部无经营性业务，但承担了主要的对外融资职责，财务费用高企导致本部持续亏损。截至 2022 年 3 月底，本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 85.70% 和 76.42%。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	149.14	193.00	211.36	186.55
资产总额(亿元)	1033.86	1173.57	1327.59	1301.16
所有者权益(亿元)	198.33	225.30	250.45	251.50
短期债务(亿元)	304.81	384.74	332.74	320.54
长期债务(亿元)	175.39	135.83	186.00	181.27
全部债务(亿元)	480.20	520.58	518.74	501.81
营业总收入(亿元)	398.33	358.02	300.52	61.83
利润总额(亿元)	11.14	8.70	8.41	2.18
EBITDA(亿元)	29.51	37.90	31.58	--
经营性净现金流(亿元)	19.12	39.92	38.56	6.87
营业利润率(%)	18.62	20.59	28.72	34.76
净资产收益率(%)	3.30	1.08	1.13	--
资产负债率(%)	80.82	80.80	81.13	80.67
全部债务资本化比率	70.77	69.79	67.44	66.61
流动比率(%)	117.33	105.53	105.53	105.18
经营现金流动负债比	2.93	4.96	4.38	--
现金短期债务比(倍)	0.49	0.50	0.64	0.58
EBITDA 利息倍数(倍)	1.04	1.10	1.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.27	13.74	16.43	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	353.28	362.99	383.89	372.47
所有者权益(亿元)	60.09	37.31	54.41	53.27
全部债务(亿元)	220.84	213.18	178.60	172.64
营业总收入(亿元)	0.49	0.59	0.56	0.00
利润总额(亿元)	0.53	-1.06	-3.00	-1.23
资产负债率(%)	82.99	89.72	85.83	85.70
全部债务资本化比率	78.61	85.10	76.65	76.42
流动比率(%)	141.28	93.14	84.85	84.36
经营现金流动负债比	8.85	25.86	15.59	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计；合并口径中其他流动负债及长期应付款中有息部分已调整至长期债务

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：见附表 2

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山东省商业集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

山东省商业集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司前身为山东省商业厅，经山东省人民政府（92）鲁政函 179 号文批准，山东省商业厅于 1992 年整体改制为山东省商业集团总公司，2009 年变更为现用名。2012 年 12 月，根据《关于修改〈山东省商业集团有限公司章程〉的批复》（鲁国资规划函〔2011〕170 号和鲁国资规划函〔2011〕180 号）文件，山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）对公司增资 2.20 亿元，公司注册资本由 10.00 亿元变更为 12.20 亿元。2015 年，山东省国资委决定将持有的公司 30% 股权无偿划转至山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东省社保基金”），股权划转于 2017 年 5 月完成。2018 年 5 月，山东省社保基金将持有的公司 20% 股权划转给山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”），划转后，山东省社保基金持有公司 10% 股权，山东国惠持有公司 20% 股权，山东省国资委持有公司 70% 股权；公司章程及工商登记变更登记于 2018 年 5 月完成。2020 年 11 月，山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“山东财欣”）成立，承接全省划转企业国有股权充实社保基金工作。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本为 12.20 亿元¹，山东省国资委、山东国惠和山东财欣分别持股 70%、20% 和 10%，山东省国资委为公司控股股东和实际控制人。

¹ 截至 2022 年 3 月底，公司实收资本为 20.98 亿元，除股东直接投资 12.20 亿元外，其余为山东省财政厅向纳入公司合并范围代管的事业单位的资本金拨款。

² 其中，10.48% 的质押股权用于发行可交换公司债券“21 鲁商

公司经营范围：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 2022 年 3 月底，公司本部设总经理办公室、战略管理中心、投资管理中心、财务管理中心、人力资源管理中心和风险控制中心共 6 个职能部门。截至 2022 年 3 月底，公司纳入合并范围内子公司共有 43 家。

截至 2022 年 3 月底，公司持有 2 家上市公司股权。其中，直接持有银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”，证券代码为 600858.SH）25.48% 的股权，无质押；直接持有鲁商健康产业发展股份有限公司（以下简称“鲁商发展”，证券代码为 600223.SH）52.00% 的股权，其中 17.72% 已质押²。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1327.59 亿元，所有者权益 250.45 亿元（含少数股东权益 138.62 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 300.52 亿元，利润总额 8.41 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 1301.16 亿元，所有者权益 251.50 亿元（含少数股东权益 139.19 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 61.83 亿元，利润总额 2.18 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区经十路 9777 号；法定代表人：高洪雷。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。跟踪期内，募集资金均已按指定用途使用完毕，相关债券按时付息。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 鲁商 MTN001	15.40	8.00	2019/11/1	3（2+1）

EB”办理股权质押；7.24% 的质押股权用于发行可交换公司债券“21LS02EB”办理股权质押。

20 鲁商 MTN001	1.60	1.60	2020/4/24	3
20 鲁商 01	10.00	10.00	2020/8/27	3

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2022 年 3 月底，公司存续期内普通优先债券为“19 鲁商 MTN001”“20 鲁商 MTN001”和“20 鲁商 01”，合计余额 19.60 亿元。

“19 鲁商 MTN001”附债券存续第 2 年末公司调整利率选择权及投资者回售选择权。截至本报告出具日，“19 鲁商 MTN001”已行权回售 7.40 亿元，债券余额 8.00 亿元。“19 鲁商 MTN001”设置交叉保护条款，公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的其他债务融资工具，公司债，企业债或境外债券的本金或利息；或公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何金融机构贷款，且单独或累计的总金额达到或超过人民币 1 亿元或公司最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产的 3%（以较低者为准），则触发投资者保护条款。“19 鲁商 MTN001”设置投资者保护约束条款，公司在本期公司债券存续期间约定下列约束事项，若未遵守约定事项，则触发投资者保护机制。①公司合并财务报表资产负债率不超过 85%；②公司未偿还债务融资工具余额占最近一期有息债务（包括金融机构贷款，债务融资工具，公司债，企业债等）的比例不超过 58%；③“19 鲁商 MTN001”存续期间，逐年减少对山东省林工商投资有限公司，山东世界贸易中心和青岛海景（国际）大酒店发展有限公司三家单位其他应收款的余额总额。

“20 鲁商 MTN001”设置交叉保护条款，公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的其他债务融资工具，公司债，企业债或境外债券的本金或利息；或公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何金融机构贷款，且单独或累计的总金额达到或超过人民币 1 亿元或公司最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产的 3%（以较低者为准），则触发投资者保护条款。“20 鲁商 MTN001”设置投资者保护

约束条款，公司在本期公司债券存续期间约定下列约束事项，若未遵守约定事项，则触发投资者保护机制。①公司合并财务报表资产负债率不超过 85%；②公司未偿还债务融资工具余额占最近一期有息债务（包括金融机构贷款，债务融资工具，公司债，企业债等）的比例不超过 58%；③“20 鲁商 MTN001”存续期间，逐年减少对山东省林工商投资有限公司，山东世界贸易中心和青岛海景（国际）大酒店发展有限公司三家单位其他应收款的余额总额。2019 年底不超过 25.46 亿元，2020 年底不超过 15.46 亿元，2021 年底不超过 7.96 亿元，2022 年底不超过 1 亿元。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境 and 经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度-2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地

缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。

民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间；部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定；着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现

5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 零售行业

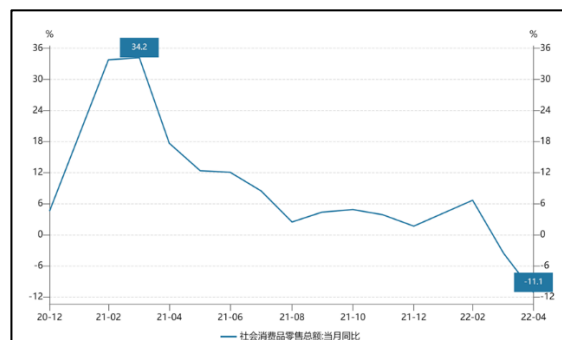
2021 年实体零售企业持续受疫情影响，大型连锁超市企业经营业绩同比显著下降，部分企业出现亏损。百货、购物中心等业态经营情况有所好转，但部分企业经营业绩仍同比下降，线上消费仍为重要渠道之一。

2021 年，社会消费品零售总额 440823 亿元，比上年增长 12.5%。按经营地统计，城镇消费品零售额 381558 亿元，增长 12.5%；乡村消费品零售额 59265 亿元，增长 12.1%。按消费类型统计，商品零售额 393928 亿元，增长 11.8%；餐饮收入额 46895 亿元，增长 18.6%。

全年限额以上单位商品零售额中，粮油、食品类零售额比上年增长 10.8%，饮料类增长 20.4%，烟酒类增长 21.2%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 12.7%，化妆品类增长 14.0%，金银珠宝类增长 29.8%，日用品类增长 14.4%，家用电器和音像器材类增长 10.0%，中西药品类增长 9.9%，文化办公用品类增长 18.8%，家具类增长 14.5%，通讯器材类增长 14.6%，建筑及装潢材料类增长 20.4%，石油及制品类增长 21.2%，汽车类增长 7.6%。

分季度看，2021 年一季度，社会消费品零售总额同比呈增长趋势，峰值为同比增长 34.2%，二季度开始，社会消费品零售总额同比增速持续下降，到 2022 年 3 月初，受新一轮疫情影响，社会消费品零售总额呈同比减少趋势。

图 1 社会零售总额分月同比增速（单位：%）



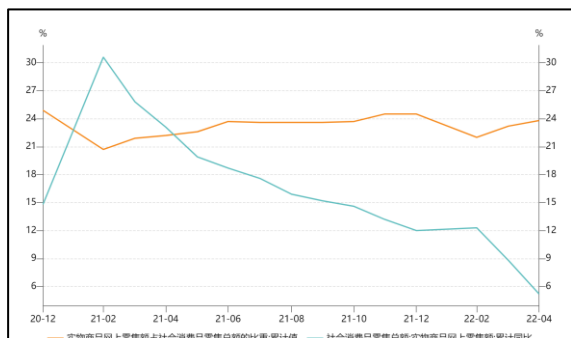
资料来源：Wind

新冠肺炎疫情冲击下，首当其冲的是实体零售企业，网上零售虽也受到冲击，但增速始终维持正增长。受居家隔离、餐饮停业、农贸市场关停、社区团购兴起等多种因素驱动，大型连锁超市企业 2021 年经营下滑显著，部分企业出现亏损。2021 年，超市龙头企业永辉超市实现营业收入和净利润分别为 910.62 亿元和 -44.22 亿元，同比分别下降 2.29% 和 371.87%。家家悦实现营业收入和净利润分别为 174.33 亿元和 -3.54 亿元，同比分别增长 4.52% 和下降 188.11%。

百货、购物中心、奥莱业态在疫情暂缓期间保持一定规模客流，部分企业经营业绩好于同期。2021 年，百货龙头企业王府井实现营业收入和净利润分别为 127.53 亿元和 13.78 亿元，同比分别增长 10.55% 和 218.05%。百联股份实现营业收入和净利润分别为 346.50 亿元和 6.33 亿元，同比分别下降 1.62% 和 17.00%。

线上渠道方面，在疫情影响下居民外出意愿下降，加速居民电商消费习惯培养，直播电商、社区团购等新兴业态快速兴起，行业内竞争激烈程度快速提升。全年实物商品网上零售额 108042 亿元，按可比口径计算，比上年增长 12.0%，增速同比有所下降，占社会消费品零售总额的比重为 24.5%。

图 2 近年来线上商品渗透率（单位：%）



资料来源：Wind

2022 年一季度，社会消费品零售总额 108659 亿元，同比增长 3.3%。按消费类型分，一季度商品零售 98006 亿元，同比增长 3.6%；餐饮收入 10653 亿元，增长 0.5%。3 月份，商品零售 31298 亿元，同比下降 2.1%；餐饮收入 2935 亿元，下降 16.4%。一季度，全国网上零

售额 30120 亿元，同比增长 6.6%。受 2022 年二季度以来多地疫情爆发影响，全年实体零售行业企业经营承压。

2. 房地产行业

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021

年下半年以来,政府管控按揭力度,直接抑制了部分购房者置换需求;此外受恒大事件影响,房企风险事件频发,购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房,且房企为回笼资金促销部分楼盘,楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期,商品房市场景气度迅速回落。2021年7—12月,全国商品房单月销售面积同比增速连续6个月为负;但得益于上半年销售增长,2021年全年全国商品房销售面积17.94亿平方米,同比增长1.90%,增速较2020年下降0.7个百分点;住宅销售面积15.65亿平方米,同比增长1.1%。

3. 山东省经济发展概况

跟踪期内,山东省经济平稳发展,财政运营稳定,为公司提供了良好的外部发展环境。

山东省地处中国胶东半岛,位于渤海、黄海之间,是中国重要的工业、农业和人口大省。全省陆域面积15.58万平方公里,占全国的1.62%。行政区划方面,山东省下辖济南市、青岛市两个副省级市,以及淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、临沂市、德州市、聊城市、滨州市和菏泽市十四个地级市。

山东省经济基础较好,且保持平稳发展。2021年,全省实现生产总值(GDP)83095.9亿元,按可比价格计算,同比增长8.3%。分产业看,第一产业增加值6029.0亿元,增长7.5%;第二产业增加值33187.2亿元,增长7.2%;第三产业增加值43879.7亿元,增长9.2%。三次产业结构由上年的7.4:39.1:53.5调整为7.3:39.9:52.8。

工业方面,2021年山东省全部工业增加值27243.6亿元,比上年增长8.6%。规模以上工业增加值增长9.6%,其中,装备制造业增加值增长10.5%;高技术制造业增加值增长18.5%,增速高于规模以上工业8.9个百分点。消费市场方面,2021年,山东省社会消费品零售总额33714.5亿元,比上年增长15.3%。其中,餐饮收入3828.2亿元,增长22.4%;商品零售29886.3亿元,增长14.4%。城镇零售额28081.0亿元,增长15.3%;乡村零售额5633.5亿元,增长15.2%。

2021年,山东省财政运行稳定,实现地方一般公共预算收入7284.5亿元,同比增长11.0%。其中,税收收入5476.0亿元,增长15.1%,占一般公共预算收入的比重为75.2%。地方一般公共预算支出11709.1亿元,同口径增长9.5%。社会融资规模增量20831.7亿元。年末金融机构本外币存款余额130482.1亿元,比上年增长10.3%,比年初增加12132.7亿元。年末金融机构本外币贷款余额111035.4亿元,增长13.4%,比年初增加13154.8亿元。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底,山东省国资委、山东国惠和山东财欣分别持有公司70%、20%和10%股份,山东省国资委为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司经营业务多元化,零售业作为其核心业务,在山东省内行业地位突出,业态丰富,具有明显的规模优势。此外,公司房地产业务土地储备较充足,能够满足未来开发和销售需求;公司在生物制药领域具备一定的技术优势和渠道优势。

公司是山东省零售行业的龙头企业,现已形成以零售、房地产、生物制药为主的多元化业务格局。公司旗下有两家上市公司,其中银座股份是公司零售业务的主要经营主体,鲁商发展是公司房地产业务的主要经营主体。

零售业方面,公司零售业以“银座”作为品牌,零售业态丰富,在山东省内经营网店数量众多,覆盖范围广,规模优势明显。截至2022年3月底,公司拥有百货及百货超市复合店165家,便利店204家,家电店57家,家居店8家。

公司房地产业务主要与零售、酒店等其他业务板块结合,地产项目业态主要有综合开发城市广场(大型地标式商业综合体)、花园住宅、生态别墅等。截至2022年3月底,公司土地储备拟开发建筑面积共177.24万平方米,较上年

底有所减少，主要位于二三四线城市，土地储备充足，能够满足未来几年的开发和销售需求。

生物制药方面，公司下属的山东福瑞达医药集团有限公司（以下简称“福瑞达医药集团”）成立于1993年4月，经营范围涉及药品、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。同时，福瑞达医药集团是全球最大的玻璃酸钠研发及生产基地，拥有全球领先的透明质酸研发和应用技术，所属行业涉及药品、保健食品、功能性食品、化妆品、原料等，建有生物发酵原料、植物提取原料、化学合成原料药、药物制剂、肌肤及香氛护理化妆品等生产基地，建立了与ICH、FDA、EDQM、PMDA等国际质量管理理念接轨的质量保证体系，通过国家新版GMP认证，其控股和参股公司拥有“润舒”、“润洁”、“施沛特”、“明仁”、“颐莲”、“善颜”、“悦己”、“伊帕尔汗”等多个知名品牌，产品销售区域覆盖北美、欧盟、日韩、东南亚等80多个国家和地区。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

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（统一社会信用代码：91370000163055647M），截至2022年6月13日，公司本部无不良未结清信贷信息记录，已结清信贷信息中有32笔不良及关注类贷款，主要系公司2005年承接几家传统批发流通类子公司的早期贷款，且目前已全部清偿。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年6月13日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在董事及高级管理人员、法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司维持以零售、房地产、生物制药为主的多元化业务格局。新冠疫情对零售业务冲击较大，同时零售业务执行新收入准则，收入同比有所下滑；公司房地产业务结转规模减少，生物制药业务化妆品销售带动板块收入快速增长。综合毛利率水平有所上升。

跟踪期内，公司维持以商业零售、生物制药、房地产等板块为主的多元化业务格局。2021年，公司实现营业总收入300.52亿元，同比减少16.06%，主要来自零售业务和房地产业务收入的下滑。

分板块看，跟踪期内，零售业务仍是公司主要收入来源。2021年，公司实现零售业务收入141.53亿元，同比减少24.03%，主要系受疫情及执行新收入准则（2020年仅银座股份零售业务采取净额法核算）的综合影响所致；2021年，公司实现房地产业务收入99.80亿元，同比减少17.79%，主要系当年公司减少地产项目开工量，收入结转有所下降所致；同期，公司生物制药业务实现收入23.83亿元，同比大幅增长61.34%，主要系公司加大化妆品促销力度所致。公司其他业务主要包括教育、酒店运营、租赁服务等业务，2021年，公司其他业务实现收入35.36亿元，同比变动不大。其中，教育业务实现收入13.88亿元、酒店运营业务实现收入6.99亿元，是其他业务的主要组成部分。

毛利率方面，2021年，公司综合毛利率为31.56%，同比上升7.96个百分点，主要来自零售业务毛利率上升。分板块看，2021年，公司零售业务实现毛利率33.02%，同比上升8.8个百分点，主要系执行新收入准则以净额法确认收入，提升公司零售业务毛利率水平；同期，公司生物制药业务实现毛利率58.82%，同比变动不大，保持较高水平；2021年，公司房地产业务实现毛利率17.78%，同比上升2.15个百分点。2021年，公司其他业务实现毛利率46.21%，同比上升13.34个百分点，主要来自酒店运营、租赁服务

等业务毛利增长。

2022年1—3月，公司实现营业总收入61.83亿元，同比下降5.42%，主要系房地产业务收入结转减少所致；2022年1—3月，公司综合毛利率

为37.42%，同比上升1.20个百分点，主要来自房地产业务收入结转项目附加值较高所致。零售、生物制药及其他业务板块收入及毛利率同比变动不大。

表3 2019—2021年及2022年1—3月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1—3月		
	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)
零售业	274.14	68.82	19.99	186.29	52.03	24.22	141.53	47.10	33.02	40.95	66.24	33.19
生物制药业	10.39	2.61	63.44	14.77	4.13	58.96	23.83	7.93	58.82	5.95	9.62	57.28
房地产业	92.50	23.22	16.31	121.39	33.91	15.63	99.80	33.21	17.78	8.87	14.35	30.18
其他	21.29	5.34	31.73	35.57	9.94	32.87	35.36	11.77	46.21	6.05	9.79	57.10
合计	398.33	100.00	20.96	358.02	100.00	23.60	300.52	100.00	31.56	61.83	100.00	37.42

资料来源：公司提供

2. 零售业

跟踪期内，公司零售业务维持省内优势地位，零售业自有店铺较多，租赁门店签约期限较长，新开部分门店采用与业主合作模式，能在一定程度上抵消租金上涨的风险。受益于疫情缓解，主要门店利润规模明显回升。

公司零售业务主要由上市公司银座股份及山东银座商城股份有限公司运营。2021年，银座股份实现营业收入56.71亿元，同比变动不大；实现利润总额1.21亿元，同比实现扭亏。2022年一季度，银座股份实现营业收入17.32亿元，同比增长4.01%，实现利润总额0.85亿元，同比增长88.38%。

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

截至2022年3月底，公司已有四个物流配送中心在运营。山东银座配送中心、曲阜银座配送

中心、潍坊配送中心和统一银座物流配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。公司对物流中心在管理系统、业务流程、制度体系等方面进行持续更新，配送准确率接近100%，订单处理满足程度达到95%以上。公司物流中心主要为超市业态提供仓储和配送服务，自主配送和供应商配送的商品分别占约42%和58%，其中自主配送的主要为生鲜等类商品。

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

截至2022年3月底，公司拥有百货及百货超市复合店165家，便利店204家，家电店57家，家居店8家。其中百货及百货超市复合店经营面积较去年底变动不大。家电店数量较2020年底大幅增长，主要系结合市场趋势，家电销售品牌调整，销售门店按照品牌细分所致，总经营面积较2020年底下降6.61%。

表4 2020年—2022年3月底公司零售业店面情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2020年底		2021年底		2022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
百货及百货超市复合店	178	387.89	171	371.2	165	369.11

便利店	203	8.32	204	8.32	204	8.32
家居店	10	92.60	8	71.4	8	71.4
家电店	37	6.62	57	5.43	57	5.43
购物中心	5	60.10	5	60.1	5	60.1
汽车	6	2.79	5	7.03	5	7.03
合计	439	558.32	450	523.48	444	521.39

资料来源：公司提供

在网点拓展方面，公司实施立体化发展战略，深耕山东市场，在山东省内构筑“连片开发，密集渗透”的发展格局，零售业已覆盖山东省大部分地区，在部分地区同时设有多家分店。在山东省内，公司零售业在网点布局上已经取得了相对竞争优势。在山东省外，截至2022年3月底，公司已在河北邢台、河北石家庄、河南濮阳及北京等地拥有13家省外百货超市复合店及购物中心。公司零售业店面大部分处于所在城市的商业中心区域，主要经营网点中自有门店面积占比较高；部分门店为公司通过租赁形式获取，公司与业主签订的租赁合同多为20年的长期租约，租金每5年调整一次。公司新增零售店铺的

获取方式以租赁为主，部分门店采用和业主合作模式，前期不需支付租金，业主享受利润分成，租金成本整体可控。

从经营情况看，受执行新收入准则影响，2021年，公司零售业下属46家主要经营门店销售额同比下降25.04%。同期，主要门店净利润总额同比大幅增长至5.61亿元，主要系受益于2021年济南疫情缓解，各主营门店费用下降，山东银座商城当年净利润大幅回升所致。公司主要经营门店中14家门店亏损，较上年亏损门店数量有所减少。2022年1—3月，公司主要经营门店收入及利润同比变动不大。

表5 2021年及2022年1—3月公司零售业主要经营网点销售情况（单位：万平方米、年、万元）

序号	商城名称	经营面积	开店时间	物业权属	经营方式	销售额		净利润	
						2021年	2022年3月末	2021年	2022年3月末
1	山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	153447.29	41045.26	22048.33	-121.37
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	45024.7	12119.49	1075.36	911.78
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	20408.32	5873.91	373.76	210.21
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	17076.52	5153.16	3037.03	1179.38
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	33258.73	8900.53	3005.01	1006.19
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	30578.94	9110.06	3832.9	1327.91
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	11442.47	3620.44	942.23	251.02
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	8199.18	2549.25	696.65	227.81
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	12134.01	4568.6	46.65	174.26
10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	21380.57	5155.43	4257.41	653.30
11	日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	23233.08	6859.26	3042.09	643.59
12	淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	7317	2547.13	213.15	169.15
13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	14574.16	4174.59	925.41	175.10
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	17589.17	4708.06	2855.68	722.14
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	7194.31	1902.01	808.48	292.29

16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	1678.42	48.03	-158.83	-49.04
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	16050.04	4792.4	-319.26	317.34
18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	779.9	235.88	1.07	28.78
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	8863.29	3248.35	-186.34	188.51
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	8662.03	2790.61	1391.57	446.18
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	23308.13	6091.13	5407.02	1693.07
22	石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	3859.33	971.57	-2955.45	-492.51
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	5448.99	1896.93	176.99	102.17
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	4423.79	1447.32	155.51	73.56
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	5729.42	1769.37	761.32	284.97
26	济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	3611.7	943.88	-1901.99	-487.60
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	4571.77	1507.82	529.98	233.35
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	6803.87	2080.87	658.35	220.94
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	14555.6	4332.08	1922.24	734.64
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	9079.41	2215.27	523.87	141.07
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	2244.09	526.98	232.23	42.73
32	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	2183.25	439.63	200.86	-9.64
33	鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	2886.85	745.16	-224.39	-41.17
34	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	4626.76	1356.06	-789.15	-206.43
35	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	3479.3	980.58	-1769.04	-423.54
36	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	4198.94	1206.39	-1639.29	-317.92
37	张家口银座商城	4.10	2014	自有	百货+超市	6805.65	1966.47	2070.8	618.61
38	济南和谐广场	14.5	2011	自有	购物中心	36075.25	9889.73	6821.89	1290.46
39	银座济南高新店	2.38	2011	租赁	百货+超市	15324.2	4926.07	2267.99	791.39
40	临沂和谐广场	8.20	2012	自有	购物中心	5955.58	926.91	-1381.1	-658.02
41	银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	11879.35	3674.49	2206.39	679.72
42	青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	8326.45	1613.79	1558.96	-388.19
43	北京和谐广场	14.00	2016	自有	购物中心	10675.52	2767.91	-3984.37	-600.86
44	菏泽和谐广场	10.00	2017	租赁	购物中心	8362.55	2293.37	-2044.61	-564.10
45	淄博高青银座	2.02	2017	租赁	百货+超市	2035.33	112.32	-518.27	-21.58
46	德州齐河银座	1.85	2017	租赁	百货+超市	2788.6	756.24	-111.88	-3.80
合计		151.47	--	--	--	668131.81	186840.79	56063.23	11445.84

资料来源：公司提供

3. 房地产业务

跟踪期内,公司开工面积、签约销售面积、签约销售金额均同比有所下降。公司房地产在建项目仍需较大规模的资金投入,未来面临较大资金支出压力。公司部分土地拿地时间较早,开发进度较为缓慢,推升项目成本。

公司房地产项目主要由下属上市公司鲁商发展负责运营。截至 2021 年底,鲁商发展资产总额 614.15 亿元,所有者权益 65.00 亿元;2021 年,鲁商发展实现营业收入 123.63 亿元,其中,房地产业务收入 96.96 亿元,仍是鲁商发展主要收入来源。当期,鲁商发展实现利润总额 6.44 亿元。2022 年一季度,鲁商发展实现营业收入 14.82 亿元,利润总额 1.01 亿元。

鲁商发展所开发项目业态涵盖住宅、大型

购物广场、写字楼、酒店等,形成“鲁商城市广场”“鲁商花园住宅”“鲁商生态别墅”三大产品系列。

公司土地获取方式以“招拍挂”为主,每年拿地规模根据现有土地储备量以及房地产市场情况而定。2021 年,公司新增青岛蓝谷健康科技港和临沂鲁商金悦城两块土地储备,主要位于青岛和临沂区域。

截至 2022 年 3 月底,公司土地储备拟开发建筑面积共 177.24 万平方米。公司土地储备主要位于哈尔滨市、济南市、青岛市、临沂市和菏泽市等二、三、四线城市。土地储备中,2018 年以前拿地但尚未开发项目较多,项目开发进度较为缓慢,且拟建项目中商业和公寓占比高,资金占用时间长,持续推高项目成本。

表 6 截至 2022 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	其中:商业地 产占地面积	拟开发建筑 面积	取得时间	取得成本	未来开发计划
哈尔滨	住宅、商业	7.80	34.14	2011.05.16	10.40	2022 年 12 月动工
临沂鲁商知春湖	住宅+商业	1.27	4.10	2017	0.75	2022 年 6 月开工
临沂鲁商金悦城	商业	0.80	2.50	2017.08	0.30	2022 年开工
临沂鲁商万科城	住宅	0.00	5.06	2020.08	1.50	2022 年开工
高邮秦邮印象	住宅+商业	1.45	9.50	2021.03	1.24	2022 年开工
济宁运河公馆	集中商业	2.09	2.87	2015.07	0.70	预计 2022 年 6 月开工
菏泽蓝岸公馆	商业	2.36	6.71	2019.10	1.10	预计 2025 年开工
青岛鲁商中心	商业	3.08	22.50	2016.09	12.75	预计于 2025 年 6 月完工
青岛蓝谷健康城 (B 地块)	住宅+商业	0.34	7.14	2019.07	3.17	预计竣工时间 2024 年 12 月
青岛蓝谷健康科 技港	住宅+商业	0.10	20.08	2019.07	0.39	预计竣工时间 2025 年 12 月
青岛鲁商蓝岸丽 舍	住宅+商业	2.35	7.11	2016.07	4.03	预计竣工时间 2025.12
青岛鲁商中央公 馆(鲁商项目 B 地块)	住宅+商业	3.73	7.17	2014.01	0.77	待规划
三滩 1 号 B 地 块	高层住宅,商 业,酒店	1.68	25.26	2020.03.02	9.96	2022 年开工
鲁商嘉会新城	住宅	0.00	18.57	2020.12.18	2.99	2022 年开工
淄博	商业	2.84	4.53	2018.06.22	0.70	2024 年开发
合计	--	29.89	177.24	--	50.75	--

资料来源:公司提供

开发方面,2021年,公司新开工面积较上年有所下降,房地产新开工面积和竣工面积分别为137.75万平方米和114.73万平方米。销售方面,公司在售项目主要分布于山东省内二、三、

四线城市。2021年,公司签约销售面积为137.11万平方米,签约销售额146.45亿元,签约销售面积和签约销售金额较上年均有所下滑。

表 7 近年来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	2019年	2020年	2021年
当期开工面积	180.09	188.13	137.75
当期竣工面积	128.35	116.71	114.73
当期签约销售面积	125.75	167.60	137.11
当期签约销售金额	143.62	175.98	146.45
当期签约销售均价	11421.07	10500.00	10681.20

资料来源: 公司提供

分产品系列来看, 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。截至 2022 年 3 月底, 已开发完成的有济南鲁商广场、泰安银座城市广场、济南银座晶都国际等项目, 建筑面积 97.60 万平米, 总投资 59.20 亿元, 已累计完成销售 70.05 亿元, 累计回款 68.67 亿元。在建及在售项目包括青岛鲁商中心燕儿岛、临沂鲁商中心和泰安鲁商中心等。截至 2022 年 3 月底, 上述在建项目规划建筑面积 178.44 万平方米, 总投资额 148.18 亿元, 已完成投资 108.34 亿元, 预计 2022 年回笼资金 5.51 亿元。

鲁商花园住宅是公司结合城市服务配套、地域人文脉络、自然景观资源, 所开发的城市生活怡居项目。截至 2022 年 3 月底, 鲁商花园住宅已完工项目 9 个, 主要包括济南鲁商常春藤、菏泽鲁商凤凰城等项目, 总投资 199.90 亿元, 已累计销售 191.72 亿元, 累计回款 164.74 亿元。在建项目 23 个, 主要包括哈尔滨鲁商松江新城、鲁商金茂公馆、午山鲁商蓝岸丽舍等项目。截至 2022 年 3 月底, 上述项目规划建筑面积 1252.98 万平方米, 计划总投资 1063.91 亿元, 已完成投资 735.84 亿元, 2022 年预计资金回流 234.99 亿元。

鲁商生态别墅为位于城市自然风景区的高端品牌项目。截至 2022 年 3 月底, 公司已完工项目包括青岛即墨一山一墅、北京顺义蓝岸丽舍项目和重庆云山原筑等 5 个项目, 总投资 46.87 亿元, 累计销售 53.99 亿元, 累计回款 53.54 亿元; 在建项目为鲁商国际社区和临沂知春湖项目,

截至 2022 年 3 月底, 上述项目规划建筑面积 66.63 万平方米, 计划投资总额 62.00 亿元, 已完成投资 37.90 亿元, 预计 2022 年回笼资金 1.07 亿元。

总体看, 公司在建项目仍需较大规模的资金投入, 公司未来面临较大的资金支出压力。

4. 生物制药

子公司福瑞达医药集团拥有多个药品知名品牌, 经营业绩稳步提升。跟踪期内, 福瑞达医药集团加大了化妆品各渠道促销推广力度, 营业收入增长较快, 盈利能力强, 对公司整体业绩形成良好补充。

公司生物制药业务主要由鲁商发展全资子公司福瑞达医药集团和控股子公司山东焦点福瑞达生物股份有限公司(以下简称“焦点生物”)运营。福瑞达医药集团拥有全球领先的透明质酸研发和应用技术, 所属行业涉及药品、保健食品、功能性食品、化妆品、原料等, 建有生物发酵原料、植物提取原料、化学合成原料药、药物制剂、肌肤及香氛护理化妆品等生产基地, 建立了与 ICH、FDA、EDQM、PMDA 等国际质量监管理理念接轨的质量保证体系, 通过国家新版 GMP 认证, 产品销售区域覆盖北美、欧盟、日韩、东南亚等 80 多个国家和地区。2021 年, 福瑞达医药集团实现收入 21.81 亿元, 利润总额 2.23 亿元。

公司生物制药主要分为药品、化妆品、原料药及添加剂和其他产品。2021 年, 公司生物制药业务实现收入 23.83 亿元, 同比增长 61.34%。药品、化妆品、原料药及添加剂分别实现收入 5.41 亿、14.95 亿元和 2.41 亿元, 均同比有所增长, 其中, 化妆品收入同比大幅增长 116.98%。

表 8 近年来公司生物制药收入结构(单位: 亿元)

项目	2019年	2020年	2021年
药品	5.99	4.98	5.41
化妆品	3.13	6.89	14.95
原料药及添加剂	0.68	1.98	2.41
其他	0.58	0.93	1.06
合计	10.39	14.77	23.83

资料来源: 公司提供

2021年9月23日，鲁商发展董事会审议通过了《关于全资下属公司山东福瑞达生物股份有限公司公开挂牌增资扩股引入战略投资者的议案》。2021年12月，山东福瑞达生物股份有限公司（以下简称“福瑞达生物”）已与联合购买体在山东产权交易中心的指导下完成相关增资协议的签订，联合购买体合计认购新增股份1538万股，增资额为73824万元，增资完成后，联合购买体合计持股比例为16.90%。联合购买体由广西腾讯创业投资有限公司、南通招华贰号新兴产业投资基金合伙企业（有限合伙）、杭州众达源企业管理合伙企业（有限合伙）、济南动能嘉福投资合伙企业（有限合伙）、上海众源二号私募投资基金合伙企业（有限合伙）五家企业组成。截至2021年底，公司间接持有福瑞达生物83.10%股份。

2021年以来，福瑞达医药集团先后推出多个化妆品新产品，销售模式采取承销商及分销商模式，依托天猫、淘宝、京东等电商平台加大化妆品网上渠道销售，收入规模快速增长。目前福瑞达集团已经形成了以“颐莲”和“瑗尔博士”为主的七个化妆品品牌，84个细分产品，产品品类包括喷雾、精华、面膜、眼影盘、眉笔、香薰等。“颐莲”系列产品2021年实现收入6.46亿元，同比增长73.08%，其中线上销售占比96.17%；同期，“瑗尔博士”系列产品实现收入7.44亿元，同比增长272.14%，线上销售占比97.98%。2021年，化妆品前五大客户销售额1.94亿元，占12.96%，集中度低。

5. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2021年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为22.33次、0.40次和0.24次，较上年底均有所下降。

6. 未来发展

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

公司坚持以政策为引领、以市场为导向、以

效益为中心，加快发展“两个主业、一个支撑”，持续优化产业结构，创新业态模式，提升产业链、供应链现代化水平，积极探索战略性新兴产业，加快发展现代服务业，推动产业体系优化升级。

零售板块将持续推进商业模式创新和业态整合融合，加快从传统零售企业向“线上+线下+金融科技”相结合的新模式转型。健康产业以鲁商发展为主体，以福瑞达、山东省药科学学院、山东省医药工业设计院为依托，持续构筑城市更新生态链、健康管理服务链、医药研发产业链3大业务链条。以“医养+康养”为发展方向，植根于医药制造与健康服务领域，聚焦药品和化妆品“双主业”定位，推动医药研发新突破，构建医药研发产业链。以省药科院为主体，加快医药研发和科技成果转移转化体系建设，构建产学研深度融合的产业技术创新体系。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。公司2022年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，截至2021年底，公司合并范围子公司合计43家，较上年底增加6家，减少4家。2022年1—3月，公司合并范围较2021年底无变化。总体看，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2021年底，公司合并资产总额1327.59亿元，所有者权益250.45亿元（含少数股东权益138.62亿元）；2021年，公司实现营业总收入300.52亿元，利润总额8.41亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额1301.16亿元，所有者权益251.50亿元（含少数股东权益139.19亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入61.83亿元，利润总额2.18亿元。

2. 资产质量

公司资产构成以流动资产为主。流动资产中，以房地产项目为主的存货占比高，去化速

度较慢，货币资金受限规模较大。非流动资产中商誉规模较大。公司整体资产质量一般。

截至2021年底，公司合并资产总额1327.59

亿元，较上年底增长13.12%。其中，流动资产占69.92%，非流动资产占30.08%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表9 2019-2021年及2022年3月末公司资产主要构成

科目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	764.67	73.96	848.87	72.33	928.19	69.92	903.67	69.45
货币资金	106.75	13.96	134.86	15.89	150.56	16.22	133.65	14.79
存货	472.70	61.82	500.27	58.93	520.00	56.02	523.85	57.97
非流动资产	269.20	26.04	324.69	27.67	399.40	30.08	397.49	30.55
投资性房地产	66.53	24.71	69.88	21.52	121.42	30.40	121.42	30.55
使用权资产	0.00	0.00	0.00	0.00	41.77	10.46	40.84	10.27
固定资产	92.56	34.38	100.97	31.10	116.64	29.20	116.90	29.41
资产总额	1033.86	100.00	1173.57	100.00	1327.59	100.00	1301.16	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底，流动资产928.19亿元，较上年底增长9.34%，主要来自货币资金及存货的增长。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至2021年底，公司货币资金150.56亿元，较上年底增长11.64%。公司货币资金以银行存款为主，占总额的59.52%。货币资金中受限部分59.77亿元，主要为各类保证金存款、预售监管资金及贷款保证金等，占总额的39.70%，受限比例较高。

截至2021年底，公司交易性金融资产合计59.97亿元，较上年底增长6.59%，主要为公司以自有资金和外部融资等临时闲置资金购买的理财产品。

截至2021年底，公司预付款项28.61亿元，较上年底减少47.15%，预付款项主要为预付在建项目的地价款、土地竞标保证金、工程价款

以及预付材料或商品采购货款等。一年内以内的预付款项占总额的35.37%，公司预付款项整体账龄较长。预付款项前五名合计金额13.95亿元，占总额的48.76%，集中度较高。

截至2021年底，公司其他应收款账面价值77.78亿元，较上年底变化不大增长22.71%。其他应收款主要为土地保证金、与其他单位的往来借款以及公司与未纳入合并范围的受政府委托代管企业的往来款。该部分款项对公司营运资金占用较大。一年以内的其他应收款占总额的79.15%。其他应收款前五名均为非关联方，合计余额10.89亿元，占总额的12.06%，款项性质主要为往来款及土地保证金等。截至2021年底，公司累计计提其他应收款坏账准备12.56亿元，当年计提1.16亿元。

截至2022年3月底，公司应收代管企业往来款7.95亿元，较上年底有所下降。

表10 公司应收非合并范围内代管企业往来款（单位：亿元）

债务人名称	2019年底	2020年底	2021年底	2022年3月底
山东银座旅游集团有限公司	13.00	--	--	--
山东省林工商投资有限公司	7.37	6.87	2.17	2.17
山东世界贸易中心	2.36	3.53	3.03	3.03
青岛海景（国际）大酒店发展有限公司	2.49	4.89	2.75	2.75
合计	25.22	15.29	7.95	7.95

注：根据鲁国资产权字〔2018〕23号，山东省国资委已于2018年6月将山东省林工商投资有限公司无偿划转至公司，但尚未并表；山东银座旅游集团有限公司已于2019年6月完成股权变更，并于2020年下半年划转至国欣文旅，公司作为国欣文旅第一大股东，合并报表

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司存货账面价值 520.00 亿元，较上年底增长 3.94%，存货主要由房地产开发成本（375.22 亿元）和开发产品（136.56 亿元）构成，2021 年计提存货跌价准备 1.97 亿元。考虑到公司土地储备和在建项目主要位于二、三、四线城市，存在一定去化压力。

截至 2021 年底，公司其他流动资产合计 72.93 亿元，较上年底大幅增长，主要系新增预付充值卡 49.89 亿元。

截至 2021 年底，公司非流动资产 399.40 亿元，较上年底增长 23.01%，公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和使用权资产构成。

截至 2021 年底，公司长期股权投资合计 17.12 亿元，主要为对临沂锦琴房地产开发有限公司（3.75 亿元）、山东省文化发展投资基金有限公司（2.15 亿元）及济南融鲁历控置业有限公司（1.75 亿元）等标的公司的投资。2021 年，权益法下确认投资收益 2.60 亿元，发放现金股利 0.65 亿元。

截至 2021 年底，公司投资性房地产 121.42 亿元，较上年底大幅增长 73.75%，主要系由固定资产转入 12.09 亿元及子公司山东文旅集团有限公司（以下简称“山东文旅”）原无形资产土地使用权 31.44 亿元转入投资性房地产科目计量所致。

截至 2021 年底，公司固定资产账面价值 116.64 亿元，较上年底增长 15.52%，公司固定资产主要为房屋建筑物 99.37 亿元；固定资产累计折旧 74.64 亿元。

截至 2021 年底，公司新增使用权资产账面原值 81.32 亿元，为已签署的租赁合同，但尚未支付的租金进行折现计入使用权资产。公司使用权资产主要为房屋及建筑物 79.90 亿元，累计折旧 39.19 亿元，未计提减值准备。截至 2021 年底，公司使用权资产账面价值 41.77 亿元。

截至 2021 年底，公司商誉 20.83 亿元，较上年底变动不大，主要来自鲁商发展产生的商誉 13.97 亿元。截至 2021 年底，公司对山东焦点福瑞达生物股份有限公司计提商誉减值准备 397.72 万元。公司商誉规模较大，若被收购企业未来经

营业绩不达预期，公司商誉将面临一定的减值风险。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 1301.16 亿元，较上年底变动不大。其中，流动资产占 69.45%，非流动资产占 30.55%。资产结构较上年底变化不大。截至 2022 年 3 月底，公司货币资金较 2021 年底减少 11.24% 至 133.65 亿元；非流动资产各科目较上年底变动不大。

截至 2022 年 3 月底，公司受限资产 208.70 亿元。受限资产占总资产比重为 16.04%，主要为用于贷款抵质押的受限存货 132.68 亿元和各类保证金受限货币资金 42.30 亿元。

表 11 截至 2022 年 3 月底公司使用受限的资产情况
(单位：亿)

资产科目	抵押/受限金额
货币资金	42.30
应收票据	0.29
存货	132.68
固定资产	17.49
无形资产	5.83
投资性房地产	10.11
合计	208.70

资料来源：公司提供

3. 所有者权益和负债

跟踪期内，公司所有者权益中少数股东权益和以永续债为主的其他权益工具占比高，权益结构稳定性弱。公司债务规模增速放缓，但存量规模仍较大，债务负担重；期限以短期为主，债务结构有待改善。

(1) 所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益 250.45 亿元，较上年底增长 11.16%。其中，归属于母公司所有者权益 111.83 亿元，占所有者权益总额 44.65%，少数股东权益合计 138.62 亿元，占比为 55.35%。公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 18.75%）、其他权益工具（41.67%）和资本公积（占 21.79%）构成。截至 2021 年底，公司其他权益工具合计 46.60 亿元，较上年底增长 20.72%，全部为永续债，主要为公司与国民信托有限公司签订的总金额不

超过 35 亿的无固定期限永续债，2021 年公司收到投资金额 30 亿元，其他永续债包括金额为 12.00 亿元的永续中票“20 鲁商 MTN002”和与建信信托有限责任公司签订的 4.60 亿元永续信托贷款。

截至 2021 年底，公司资本公积合计 24.36 亿元，较上年底大幅增长，主要为子公司山东文旅收到无偿划拨的北京泰山饭店有限公司股权增加资本公积 10.85 亿元和长期股权投资权益法单位核算增加 17.10 亿元。

截至 2021 年底，公司未分配利润较上年底减少 59.70% 至 7.71 亿元，主要系执行新租赁准则，公司确认使用权资产和租赁负债后产生差额冲减未分配利润所致。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益规模及各科目较上年底变动不大。

（2）负债

截至 2021 年底，公司负债总额 1077.14 亿元，较上年底增长 13.59%。其中，流动负债占 81.66%，非流动负债占 18.34%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 879.57 亿元，较上年底增长 9.35%。公司流动负债主要由短期借款（占 18.05%）、应付账款（占 11.90%）、其他应付款（占 18.89%）、一年内到期的非流动负债（占 10.25%）和合同负债（占 27.11%）构成。

截至 2021 年底，公司短期借款 158.80 亿元，较上年底变动不大。短期借款主要为质押借款（22.64 亿元）、保证借款（72.74 亿元）、信用借款（43.22 亿元）。

截至 2021 年底，公司应付账款 104.68 亿元，较上年底变动不大。应付账款主要为零售业务应付的商品采购款和地产业务应付的工程款。

截至 2021 年底，公司其他应付款 166.18 亿元，较上年底大幅增长 94.10%，主要系新增预付充值卡资金 49.89 亿元所致。公司其他应付款主要由往来款 42.60 亿元和以“山东一卡通”为主的预付充值卡资金 49.89 亿元构成

截至 2021 年底，公司合同负债 238.45 亿

元，较上年底增长 28.20%。主要为预收购房款 218.73 亿元。

截至 2021 年底，公司非流动负债 197.56 亿元，较上年底增长 37.29%。公司非流动负债主要由长期借款（占 34.61%）、应付债券（占 31.20%）和租赁负债（占 23.85%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 98.11 亿元（含一年内到期部分 29.74 亿元），较上年底减少 13.97%。主要包括抵押借款 17.41 亿元、保证借款 44.11 亿元和抵押保证借款 33.92 亿元。

截至 2021 年底，公司应付债券 61.64 亿元，较上年底增长 57.03%，主要系公司增加债券直融置换一年内到期债务所致。

截至 2021 年底，公司租赁付款额 67.99 亿元，未确认融资费用 15.34 亿元，分类至一年内到期的非流动负债部分 5.45 亿元，公司租赁负债净额 47.11 亿元。主要为已签署租赁合同，尚未支付的租金。

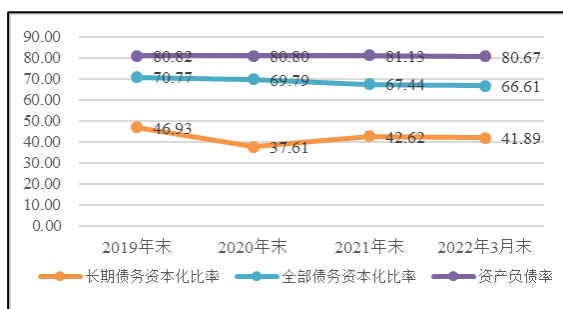
截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 1049.66 亿元，较上年底下降 2.55%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 81.86%，非流动负债占 18.14%。公司以流动负债为主，负债结构及各科目较上年底变化不大。

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务 518.74 亿元，较上年底变动不大。债务结构方面，短期债务占 64.14%，长期债务占 35.86%，以短期债务为主，短期债务占比有所下降。从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.13%、67.44% 和 42.62%，较上年底分别上升 0.33 个百分点、下降 2.35 个百分点和上升 5.00 个百分点。若将公司 46.60 亿元永续债调入长期债务计量，截至 2021 年底，公司全部债务为 565.34 亿元，其中，长期债务占比 41.14%。调整后公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.64%、73.50% 和 53.29%。公司债务负担重。

截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 501.81 亿元，较上年底减少 3.26%。债务结构方面，短期债务占 63.88%，长期债务占 36.12%，以短期

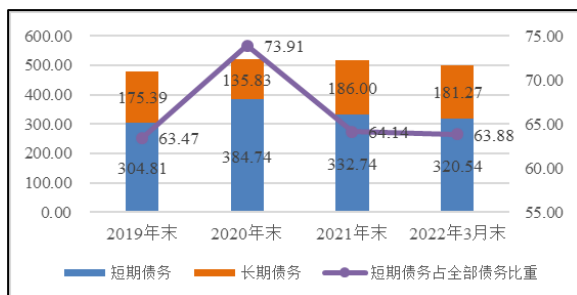
债务为主。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.67%、66.61%和 41.89%，均较上年底有所下降。若将公司 46.60 亿元永续债调入长期债务计量，截至 2022 年 3 月底，公司全部债务合计 548.41 亿元，其中，长期债务占比 41.55%。调整后公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.25%、72.80%和 52.65%。

图 3 2019 - 2022 年 3 月底公司偿债指标情况
(单位: %)



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

图 4 2019 - 2022 年 3 月底公司债务结构情况
(单位: 亿元、%)



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

4. 盈利能力

跟踪期内，受疫情及执行新收入准则影响，公司营业总收入同比下降，期间费用及减值损失对公司利润侵蚀明显。公司利润总额规模有所下滑，盈利能力偏弱，利润对非经常性损益依赖程度高。

2021年，公司实现营业总收入300.52亿元，同比减少16.06%。同期，公司营业成本合计205.42亿元，同比减少24.90%，下降速度快于营业总收入。2021年，公司营业利润率为28.72%，同比增长8.13个百分点。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额为 80.71 亿元，同比增长 8.11%。从构成看，2021 年，公司销售费用为 49.55 亿元，同比增长 15.19%，主要系生物制药等业务加大促销力度所致；同期，管理费用为 18.61 亿元，同比变动不大；财务费用为 9.55 亿元，同比减少 15.46%，主要系当年实现汇兑收益 1.89 亿元所致，2021 年，公司利息支出 9.45 亿元。2021 年，公司期间费用率为 26.86%，同比上升 6.01 个百分点，公司费用控制能力仍有待提升。

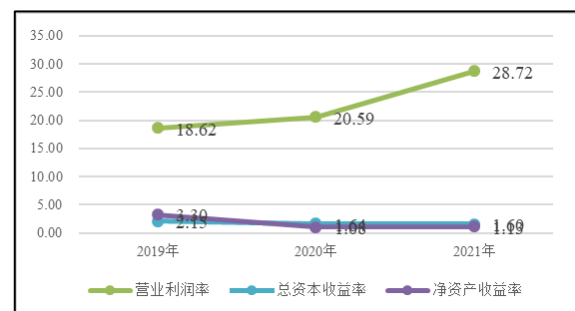
减值损失方面，2021 年，公司资产减值损失 3.02 亿元，同比大幅增长，主要来自存货跌价损失 1.92 亿元和固定资产减值损失 0.73 亿元；同期，公司信用减值损失 4.40 亿元，同比大幅增长，主要来自坏账损失 4.21 亿元。公司减值损失对利润侵蚀明显。

2021年，公司实现投资收益8.54亿元，同比变动不大，主要来自权益核算的长期股权投资收益2.60亿元、处置可供出售金融资产4.95亿元和债权投资利息收益1.05亿元。

2021年，公司实现利润总额8.41亿元，同比减少3.30%。非经常性损益（投资收益+其他收益+营业外收入）合计11.46亿元，占当期利润总额的136.28%，公司利润对非经常性损益依赖程度高。

盈利指标方面，2021年，公司总资本收益率为1.60%，同比下降0.04个百分点；净资产收益率为1.13%，同比上升0.05个百分点。公司盈利能力偏弱。

图 5 2019 - 2021 年底公司盈利指标情况 (单位: %)



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2022年1-3月，公司实现营业收入61.83亿

元，同比下降5.42%；营业利润率为34.76%，同比变动不大。当期实现利润总额2.18亿元，同比下降21.07%。

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金流保持净流入状态，收入实现质量尚可；投资活动现金流呈净流出状态，考虑到公司在建地产项目尚需较大规模资金投入以及公司短期债务规模大，公司存在较大外部筹资需求。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
经营活动现金流入小计	481.28	456.68	400.19	122.67
经营活动现金流出小计	462.15	416.76	361.63	115.80
经营现金流量净额	19.12	39.92	38.56	6.87
投资活动现金流入小计	40.76	51.08	40.20	9.01
投资活动现金流出小计	50.26	58.83	44.93	2.89
投资活动现金流量净额	-9.50	-7.75	-4.72	6.12
筹资活动前现金流量净额	9.63	32.17	33.84	12.99
筹资活动现金流入小计	375.75	554.61	488.91	120.10
筹资活动现金流出小计	369.87	563.75	529.63	136.94
筹资活动现金流量净额	5.88	-9.14	-40.72	-16.83
现金收入比（%）	106.51	120.96	122.64	174.45

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入400.19亿元，同比减少12.37%，主要为公司销售商品收到的现金以及房地产项目预收款；同期，经营活动现金流出361.63亿元，同比减少13.23%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金231.69亿元。2021年，公司经营活动现金流量净额为38.56亿元，同比变动不大。2021年，公司现金收入比为122.64%，同比上升1.68个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入为40.20亿元，同比减少21.29%，主要来自赎回理财产品及取得投资收益；同期，投资活动现金流出为44.93亿元。2021年，公司投资活动现金净额分别-4.72亿元，呈持续净流出状态，净流出规模同比有所收窄，经营活动现金流量净额能对公司资本支出形成覆盖。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入量为488.91亿元，主要来自取得借款收到

的现金406.17亿元；筹资活动现金流出量为529.63亿元，主要为偿还债务支付的现金446.50亿元。2021年，公司筹资活动现金净额为-40.72亿元，净流出规模显著扩大，近两年筹资活动现金持续净流出。

2022年1—3月，公司经营活动现金净流入6.87亿元，投资活动现金净流入6.12亿元，筹资活动现金净流出16.83亿元。

6. 偿债指标

公司长、短期偿债能力指标表现一般，现金类资产对短期债务保障能力弱。

表 13 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率（%）	117.33	105.53	105.53
	速动比率（%）	44.80	43.34	46.41
	经营现金/流动负债（%）	2.93	4.96	4.38
	经营现金/短期债务（倍）	0.06	0.10	0.12
	现金类资产/短期债务（倍）	0.49	0.50	0.64
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	29.51	37.90	31.58
	全部债务/EBITDA（倍）	16.27	13.74	16.43
	经营现金/全部债务（倍）	0.04	0.08	0.07
	EBITDA/利息支出（倍）	1.04	1.10	1.08
	经营现金/利息支出（倍）	0.67	1.16	1.32

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率和速动比率分别为105.53%和46.41%。截至2022年3月底，上述两项指标分别为105.18%和44.21%，均较上年底有所下降。截至2021年底，公司现金短期债务比为0.64倍，现金类资产对短期债务保障能力弱。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA为31.58亿元。EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为1.08倍和16.43倍。

截至2022年3月底，公司共获得各家银行授信额度为458.13亿元，其中尚未使用额度为195.19亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有银座股份、鲁商发展两家上市公司，具备直接融资渠道。截至2022年3月底，公司直接持有银座股份和鲁商发展（未质押部分）股权市值合计54.12亿元，可为公司提供一定流动性支持。

截至2022年3月底，鲁商发展对房屋购买人提供的抵押贷款担保0.96亿元。截至2022年3月底，公司无重大未决诉讼。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部主要承担融资及管理职能，收入规模很小，利润主要来自投资收益，受财务费用高企影响本部利润持续亏损；资产以其他应收款和长期股权投资为主，货币资金较少；本部债务负担很重，短期债务占比高，存在一定短期周转压力。所有者权益构成以其他权益工具（永续债券）为主，未分配利润为负，权益结构稳定性弱。直接持有上市公司股权质押率低，可为公司提供一定流动性支持。

截至2021年底，母公司资产总额383.89亿元，较上年底增长5.76%。其中，流动资产264.44亿元（占比68.89%），非流动资产119.44亿元（占比31.11%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占10.36%）、其他应收款（占91.1489.63%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占96.84%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为27.39亿元。

截至2021年底，母公司负债总额329.48亿元，较上年底变动不大。其中，流动负债311.65亿元（占比94.59%），非流动负债17.83亿元（占比5.41%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占34.47%）、其他应付款（占47.73%）、一年内到期的非流动负债（占17.60%）构成；非流动负债主要由应付债券15.80亿元构成。母公司2021年资产负债率为85.83%，较上年底下降3.89个百分点。截至2021年底，母公司全部债务178.60亿元，较上年底减少16.22%。其中，短期债务占91.13%，长期债务占8.87%。母公司债务负担很重。

截至2021年底，母公司所有者权益为54.41亿元，较上年底增长45.82%。其中，实收资本为12.20亿元、资本公积合计24.35亿元、未分配利润合计-28.72亿元，其他权益工具46.60亿元。

2021年，母公司营业总收入为0.56亿元，财务费用6.18亿元，实现利润总额-3.00亿元。同期，母公司投资收益为3.15亿元。公司本部持续亏损，盈利能力弱。

现金流方面，2021年，母公司经营活动现金流净额为48.60亿元，主要为与关联方之间的拆借款，投资活动现金流净额-5.42亿元，筹资活动现金流净额-46.89亿元。

十、外部支持

跟踪期内，公司持续收到政府资金支持。2021年，公司收到政府补贴款1.53亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

1. 普通优先债券

截至本报告出具日，公司存续期普通优先债券包括“20鲁商MTN001”等19只债券，合计金额111.21亿元。其中，包括5只美元债，合计金额6.35亿美元³。

表14 公司存续债情况（单位：亿元）

债券简称	债券类型	到期日（以行权计）	债券余额
22 鲁商 SCP006(乡村振兴)	超短期融资债券	2022-07-25	6.00
22 鲁商 SCP008	超短期融资债券	2022-08-24	7.00
22 鲁商 SCP005	超短期融资债券	2022-10-10	5.00
22 鲁商 SCP001	超短期融资债券	2022-10-16	3.00
19 鲁商 MTN001	一般中期票据	2022-11-01	8.00
22 鲁商 SCP009	超短期融资债券	2022-11-14	3.00
22 鲁商 SCP004	超短期融资债券	2022-12-07	4.00
22 鲁商 SCP007	超短期融资债券	2023-01-08	5.00
16 鲁商 01	一般公司债	2023-04-08	0.30
20 鲁商 MTN001	一般中期票据	2023-04-24	1.60
20 鲁商 MTN002	一般中期票据	2023-06-23	12.00
20 鲁商 01	一般公司债	2023-08-27	10.00
鲁商集团 7% N20230828	海外债	2023-08-28	1.80 亿美元
鲁商集团 3.4% N20240411	海外债	2024-04-11	0.60 亿美元

³ 美元人民币汇率按 1 比 6.6791 换算。

21 鲁商 EB	可交换债	2024-09-24	1.50
鲁商集团 3.5% N20241116	海外债	2024-11-16	1.20 亿美元
鲁商集团 7% N20241129	海外债	2024-11-29	0.75 亿美元
鲁商集团 7% N20241129	海外债	2024-11-29	2.00 亿美元
21LS02EB	可交换债	2024-12-10	2.40

资料来源：Wind

2. 永续债

截至2021年底，公司永续债合计46.60亿元，包括永续债券30.00亿元、永续信托借款4.60亿元和永续中期票据“20鲁商MTN002”12.00亿元。

将永续债调整入长期债务后，公司长期债务为232.60亿元。2021年，公司经营活动现金流入量为调整后长期债务的1.72倍；经营活动现金流量净额为调整后长期债务的0.17倍；调整后长期债务为公司EBITDA的7.37倍。公司存在较大的偿还压力。

表 15 公司永续债券偿还能力指标

项目	2021 年
长期债务*（亿元）	232.60
经营现金流入/调整后长期债务（倍）	1.72
经营现金/调整后长期债务（倍）	0.17
调整后长期债务/EBITDA	7.37

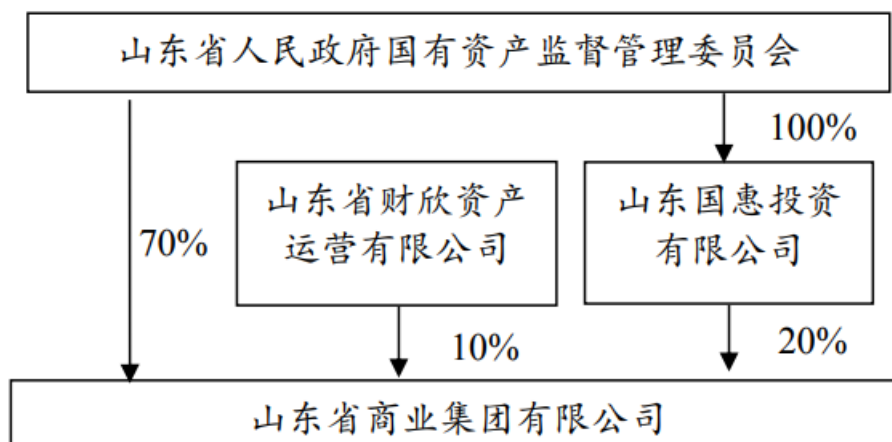
注：上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；经营现金、经营现金流入、EBITDA均采用2021年度数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十二、结论

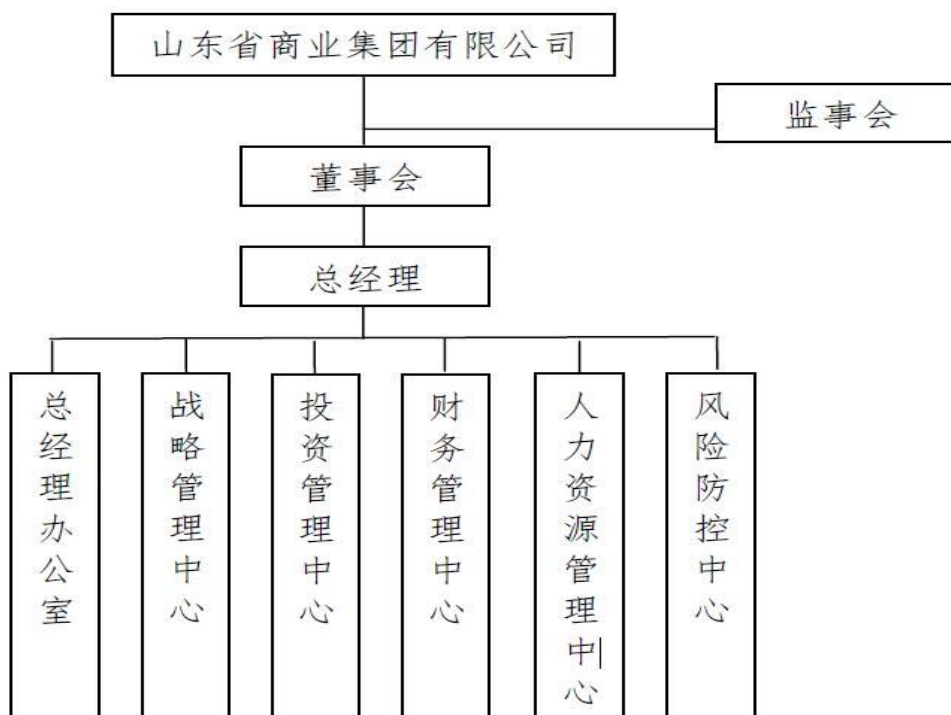
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 鲁商 MTN001”“20 鲁商 MTN001”及“20 鲁商 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 鲁商 01 20 鲁商 MTN001 19 鲁商 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/6/25	候珍珍 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
20 鲁商 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/8/14	候珍珍 罗峤	联合信用评级有限公司零售行业企业信用评级方法	阅读全文
20 鲁商 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/04/10	徐璨 陈婷	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
19 鲁商 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/10/21	徐璨 陈婷	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文

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

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	149.14	193.00	211.36	186.55
资产总额（亿元）	1033.86	1173.57	1327.59	1301.16
所有者权益（亿元）	198.33	225.30	250.45	251.50
短期债务（亿元）	304.81	384.74	332.74	320.54
长期债务（亿元）	175.39	135.83	186.00	181.27
全部债务（亿元）	480.20	520.58	518.74	501.81
营业总收入（亿元）	398.33	358.02	300.52	61.83
利润总额（亿元）	11.14	8.70	8.41	2.18
EBITDA（亿元）	29.51	37.90	31.58	--
经营性净现金流（亿元）	19.12	39.92	38.56	6.87
财务指标				
销售债权周转次数（次）	38.72	28.61	22.33	--
存货周转次数（次）	0.73	0.56	0.40	--
总资产周转次数（次）	0.41	0.32	0.24	--
现金收入比（%）	106.51	120.96	122.64	174.45
营业利润率（%）	18.62	20.59	28.72	34.76
总资本收益率（%）	2.15	1.64	1.60	--
净资产收益率（%）	3.30	1.08	1.13	--
长期债务资本化比率（%）	46.93	37.61	42.62	41.89
全部债务资本化比率（%）	70.77	69.79	67.44	66.61
资产负债率（%）	80.82	80.80	81.13	80.67
流动比率（%）	117.33	105.53	105.53	105.18
速动比率（%）	44.80	43.34	46.41	44.21
经营现金流动负债比（%）	2.93	4.96	4.38	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.50	0.64	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	1.04	1.10	1.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	16.27	13.74	16.43	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计；合并口径中其他流动负债及长期应付款中有息部分已调整至长期债务

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.32	21.67	27.39	27.49
资产总额（亿元）	353.28	362.99	383.89	372.47
所有者权益（亿元）	60.09	37.31	54.41	53.27
短期债务（亿元）	138.78	181.90	162.76	155.81
长期债务（亿元）	82.06	31.27	15.83	16.83
全部债务（亿元）	220.84	213.18	178.60	172.64
营业收入（亿元）	0.49	0.59	0.56	0.00
利润总额（亿元）	0.53	-1.06	-3.00	-1.23
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	17.33	73.97	48.60	11.00
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	44.44	46.17	2.98	--
营业利润率（%）	96.50	96.79	96.94	--
总资本收益率（%）	0.19	-0.42	-1.29	--
净资产收益率（%）	0.89	-2.83	-5.52	--
长期债务资本化比率（%）	57.73	45.60	22.54	24.01
全部债务资本化比率（%）	78.61	85.10	76.65	76.42
资产负债率（%）	82.99	89.72	85.83	85.70
流动比率（%）	141.28	93.14	84.85	84.36
速动比率（%）	141.28	93.14	84.85	84.36
经营现金流动负债比（%）	8.85	25.86	15.59	--
现金短期债务比（倍）	0.08	0.12	0.17	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持