

信用等级公告

联合〔2019〕948号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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“18 鲁商 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年五月六日



山东省商业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 鲁商 CP001	14 亿元	2019/11/06	A-1	A-1

评级时间: 2019 年 5 月 6 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	61.35	70.54	63.76	90.52
资产总额(亿元)	707.72	836.18	847.52	855.31
所有者权益合计(亿元)	142.66	146.80	135.72	138.29
短期债务(亿元)	273.59	284.59	263.60	281.41
长期债务(亿元)	88.67	152.01	144.37	94.22
全部债务(亿元)	362.27	436.61	407.97	375.63
营业总收入(亿元)	352.25	343.42	365.58	296.62
利润总额(亿元)	8.77	7.76	7.13	6.55
EBITDA(亿元)	29.07	37.51	30.52	--
经营性净现金流(亿元)	0.11	0.13	38.92	31.17
营业利润率(%)	17.29	17.99	17.52	17.64
净资产收益率(%)	3.06	2.93	2.73	--
资产负债率(%)	79.84	82.44	83.99	83.83
全部债务资本化比率(%)	71.75	74.84	75.04	73.09
流动比率(%)	141.11	158.39	139.34	126.44
经营现金流负债比(%)	0.03	0.03	8.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.46	11.64	13.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.36	1.46	1.61	--

注: 1. 2018 年 1~9 月财务数据未经审计; 2. 其他非流动负债中长期应付债券已计入长期债务, 应付债券中短期债券已调整至短期债务; 3. 所有者权益中含永续中期票据募集资金净额, 相关债券未计入全部债务。

分析师

徐 璨 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

跟踪期内, 山东省商业集团有限公司(以下简称“公司”)作为山东省国资委控股的国有企业, 继续巩固商业零售、生物制药、房地产、教育和传媒等在内的多元化业务格局, 资产总额持续增长, 营业收入保持较大规模。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到零售行业竞争激烈, 公司房地产业务盈利能力偏弱且存货规模大, 融资利率上扬导致财务费用高企, 债务负担重且短期偿债压力大, 未来投资规模大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

2016 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。2017 年以来, 公司抓住实体零售增长回暖的契机拓展销售, 零售业收入止跌回升, 房地产业务加快提高回款效率, 公司整体现金流状况有所改善。

综合评估, 联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺, 并维持“18 鲁商 CP001”的信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司是山东省国资委下属国有企业, 完成国有资本投资公司改建, 重新定位为山东省国资委旗下重要战略投资及融资、产业整合和创业投资主体, 政府支持力度大。
2. 公司形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒等产业在内的多元化业务格局, 旗下控股银座集团股份有限公司和鲁商置业股份有限公司两家上市公司, 整体竞争实力强。
3. 公司是山东省零售行业的龙头企业, 零售网点多, 销售规模大, “银座”品牌知名度高, 区域竞争优势明显; 截至 2018 年 9 月底, 公司拥有百货及百货超市复合门店、便利店等共计 433 家门店, 经营面积 547.27 万平方米。

4. 跟踪期内，公司现金类资产对“18 鲁商 CP001”的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，受行业政策及产品结构影响，公司房地产业务盈利水平偏弱，在建及在售地产项目区域以二、三线城市为主，去化压力较大。
2. 公司资产中，以地产开发为主的存货占比高且持续攀升，预付款项和其他应收款规模较大，对资金形成占用，弱化资产流动性。
3. 公司整体债务负担重，债务偿还分布集中度高，未来随着零售展店和房地产开发持续投资，对外融资压力大。
4. 公司本部基本无经营性业务，主要承担集团管理职能，经营性现金流以与子公司之间款项往来为主，资产流动性低，负债水平高，债务负担重。

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

山东省商业集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

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。2018年3月，山东省政府将山东省社保基金理事会所持公司20%国有资本及享有的权益一次性调整至山东省国资委出资成立的山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”）持有，此部分股权由山东省国资委履行出资人职责，股权划转于2018年5月完成。截至2018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、山东国惠和山东省社保基金理事会分别持股50%、20%和10%，山东省国资委为公司控股股东和实际控制人。

目前公司已形成以现代零售业为主业，以

生化制药和房地产为重点的业务体系，产业布局涉及教育、传媒等众多行业，旗下控股银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”）和鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”）两家上市公司。公司经营范围为：在法律法规规定的范围内对外投资与管理，资产管理，托管经营，资本运营；咨询服务；房屋出租，物业管理（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2018年9月底，公司下设党委办公室、党委组织部、纪检监察部等4个党委职能部门，办公室（总经办）、战略发展部、投资管理部、财务管理部、人力资源管理部、风险防控管理部、教育科技管理部等7个行政职能部门和资金管理中心、资产管理中心、信息中心、招标中心等7个直属机构；纳入公司合并报表范围内全资二级子公司22家，事业单位6家。

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

截至2018年9月底，公司合并资产总额855.31亿元，所有者权益合计138.29亿元（含少数股东权益50.90亿元）；2018年1~9月，公司实现营业总收入296.62亿元，利润总额6.55亿元。

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、本期债券概况及募集资金使用情况

公司于2018年11月6日发行“18鲁商CP001”，发行金额为14亿元，截至本报告出具日，募集资金已按计划使用完毕。

¹ 截至2018年9月底，公司实收资本为22.52亿元，除股东直接投资12.20亿元外，其余为山东省财政厅向公司未持股但纳入公司合并范围代管的事业单位的资本金拨款。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 鲁商 CP001	14	14	2018/11/6	2019/11/6

资料来源：中国货币网、公司提供

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中

性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资

以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国 and 东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政

策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业分析

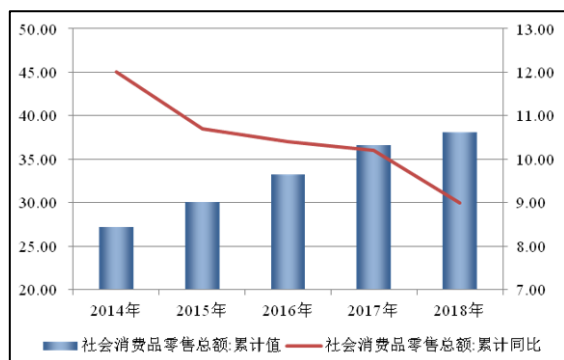
1. 商业零售业

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

根据国家统计局数据发布，2017年全年，中国社会消费品零售总额为366262亿元，比2016年增长10.2%，增速较2016年放缓0.2个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额314290亿元，增长10.0%；乡村消费品零售额

51972亿元，增长11.8%。按消费类型统计，商品零售额326618亿元，增长10.2%；餐饮收入额39644亿元，增长10.7%

图1 近年社会消费品零售总额(单位:亿元、%)



资料来源: Wind 资讯

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

2018年1~12月，全国社会消费品零售总额380987亿元，比上年增长9.0%（扣除价格因素实际增长6.9%），增速较2017年继续放缓，增长率下降1.2个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额145311亿元，增长5.7%。2018年，全国网上零售额90065亿元，比上年增长23.9%。其中，实物商品网上零售额70198亿元，增长25.4%，占社会消费品零售总额的比重为18.4%，比2017年提高3.4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

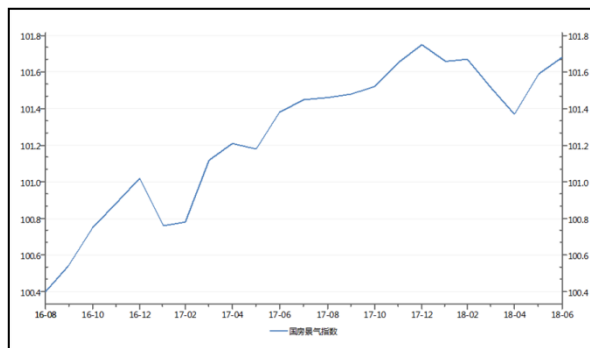
家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，实体零售企业通过开拓新零售新业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强消费者体验等进行转型升级和改革创新，实现线上、线下消费品市场协同发展。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的发展态势。

2. 房地产行业

（1）行业概况

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，行业景气度上升速度有所放缓。2018年，随着各地保障性住房供给增加，“限购、限售”等限制性政策进一步趋紧，行业景气度波动较大，各地区市场分化进一步凸显。

图2 2016年下半年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源: Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投

资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。进入2018年以来，全国房地产开发投资规模仍保持较快增长，截至2018年6月底，房地产开发投资金额为5.55万亿元，同比增长9.70%；其中住宅投资3.90万亿元，同比增长13.60%。从施工情况来看，2018年上半年，全国房屋新开工面积9.58亿平方米，同比增长11.80%；其中住宅新开工面积7.06亿平方米，同比增长15.00%。全国房屋施工面积70.96亿平方米，同比增长2.50%；其中住宅施工面积为48.79亿平方米，同比增长3.20%。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。随着2017年去库存的逐步推进，商品房待售面积逐步减少，进入2018年以来，企业开工意愿有所增强，新开工面积增速小幅回升。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。进入2018年以来，房地产销售增速进一步放缓，2018年上半年商品房销售面积为7.71亿平方米，同比增长3.30%，较去年同期增速下降12.80个百分点；共实现销售金额为6.69万亿元，同比增长13.20%，较去年同期下降8.30个百分点。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、

限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势；进入2018年以来，随着各地调控政策的持续推进，销售增速继续放缓。

（2）房地产供求与信贷环境

2017年，全国300城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。2018年上半年，全国300个城市共推出各类用地5.98亿平方米，同比增长30%；土地成交量5.02亿平方米，同比增长27%。价格方面，2018年上半年全国300城市土地成交出让金1.96万亿元，同比增长28%；成交楼面均价为2172元/平方米，同比下降1%；平均溢价率为20%，同比下降16个百分点。进入2018年以来，全国300城市土地供应量和成交量均快速增长，但成交楼面均价和溢价率均呈下降趋势。

分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。进入2018年以来，各类城市溢价率水平均呈现不同程度的下滑，一线城市的供地节奏有所放缓，成交方面量涨价跌；二线城市的土地供应同比止跌回升，在“分类调控、因城施策”精神的指导下，结合市场特点制定的土拍政策持续完善；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快土地供应，出让金规模大幅上涨。总体看，随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度，未来回补库存意愿

或将减弱。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中，国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

2017年，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为

19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

进入2018年以来，房地产企业融资环境继续收紧，融资难度和融资成本均有所提升。2018年5月，国家发改委和财政部联合发布《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，其中针对引导规范房地产企业境外发债资金投向问题提出，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金，并要求企业提交资金用途承诺。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年1~6月，房地产开发资金共计79287.35亿元，同比增长4.60%，为2017年全年规模的50.81%。其中，国内贷款12291.85亿元，占比为15.50%；利用外资28.11亿元，占比为0.04%；其他资金41426.27亿元，占比为52.25%；自筹资金25541.12亿元，占比为32.21%。

（3）政策环境

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部

门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

2018年上半年，继续深化构建长短结合的制度体系，加快住房租赁体系建设，保障居民合理自住需求，深化推进住房制度改革，优化住房和土地供应结构。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通

知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司为山东省国资委控股的大型国有企业，山东省国资委、山东国惠和山东省社保基

金理事会分别持股 50%、20%和 10%，山东省国资委为公司实际控制人。

1. 企业规模

公司是1992年底由山东省商业厅整体改制组建的大型企业集团，是山东省零售行业的龙头企业，现已形成现代零售业为主，生物制药和房地产为辅，配以教育和传媒等业务的经营格局。

零售业方面，公司目前是山东省最大的零售企业，以“银座”品牌为代表的现代零售业是公司的核心主业。截至2018年9月底，公司拥有166家百货及百货超市复合门店、204家便利店、12家家居店、5家购物中心、37家家电专营店、9家汽车专营店（6家4S店和3家城市展厅），经营面积合计547.27万平方米。公司控股的银座股份（证券代码为600858.SH，2018年9月底公司直接持股24.49%，公司合并范围持股33.86%，无质押）为A股上市公司，为零售业筹集发展所需资金搭建了资本平台。在中国连锁经营协会“2017年中国连锁百强”名单中，银座股份以152.16亿元（含税）的销售规模，位列百强第44位。公司房地产业务经营主体为A股上市公司鲁商置业（证券代码为600223.SH，2018年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2017年底，鲁商置业在建面积282.35万平方米，全年房地产实际投资额达60.41亿元。

生物制药方面，鲁商置业下属山东福瑞达医药集团公司（以下简称“福瑞达医药”）是以山东省药学院为技术依托，集科、工、贸于一体的大型医药企业集团公司，经营业务涉及药品、原料药、医疗器械、消毒卫生用品、化妆品、保健食品及食品等多个领域，拥有“颈痛片”等多个自有品牌，并为“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道。福瑞达医药参股的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。

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

2. 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。

公司董事长高洪雷先生，1963 年生人，毕业于中央党校，研究生学历，曾任新泰市地方税务局局长、党组书记，泰安市委宣传部副部长、市文明办主任，山东省煤田地质局局长、党委书记等，自 2018 年 6 月起任公司党委书记、董事长。

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

截至2018年9月底，公司共有职工40414人。从学历构成来看，本科及以上学历的占17.38%，大专学历的占48.57%，高中及以下学历占34.05%。从年龄结构看，30岁以下的占61.11%、30~50岁的占35.13%、50岁以上的占3.76%。从专业职称来看，拥有初级、中级和高级职称职工的分别占7.07%、3.39%和0.56%。

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。

3. 股东支持

政府支持方面，山东省人民政府将公司作为重点培育的产业集团之一，将省财政厅、省计委提供给公司的资金转为国有资本金，并协调将有关地市的地方商业企业国有资产划转到公司，支持公司把“银座”品牌做大做强。此外，隶属公司管理的科研院所和教育产业持续获得国家财政的资金支持，2015~2017年，公司获得各项政府补助分别为3137.39万元、4593.04万元和5646.38万元，规模持续增长。

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

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

总体看，考虑到山东省经济快速发展、居民消费能力增强，公司在山东省零售行业中市场地位突出，未来结合山东省政府政策红利和股东支持，随着地产、医药、教育、传媒等业

务板块的逐步协同发展，公司综合竞争力有望获得持续提升。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度及员工构成等方面无重大变动。

八、重大事项

鲁商置业于2018年12月24日召开2018年第四次临时股东大会审议通过《关于受让山东福瑞达医药集团有限公司100%股权暨关联交易的议案》。本次交易中，鲁商置业受让公司持有的福瑞达医药100%股权，交易价款依据评估值确定为92669.07万元；鲁商置业以持有的泰安银座房地产开发有限公司97%股权、东营银座房地产开发有限公司100%股权和济宁鲁商置业有限公司100%股权依据评估值作价80589.70万元转让给公司，差额部分12079.37万元以现金方式支付。公司承诺，福瑞达医药2018年、2019年、2020年实现的净利润总数分别不低于2537.00万元、5555.74万元、8493.43万元，如未达到利润承诺，公司须按照约定向上市公司进行补偿。截至目前，鲁商置业已完成受让标的公司及出售标的公司的工商变更手续，本次交易的差额部分交易价款已支付完毕。

本次交易中鲁商置业出售的3家公司所拥有的房地产业务已经开发完成，目前仅有少量资产处于尾盘阶段，其中有部分资产租赁给公司下属零售企业使用，与在开发的房地产业务关联较小。本次公司将生物医药板块优质资产置入鲁商置业，可以充分发挥上市公司健康产业资本运作的平台作用，同时进一步落实鲁商置业战略转型规划，提高持续经营能力。上述事项属于同一控制下企业合并，对公司合并范围内业务影响不大。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司业务涉及括商业零售、生物制药、房地产、传媒、教育等多个业务板块，其中商业零售、生物制药和房地产业务是公司主要收入来源和重点发展领域。2017年公司实现营业总收入365.58亿元，同比增长6.45%。零售业收入保持较大规模，对公司营业收入贡献率始终保持在70%以上，且受益于宏观经济增速的回升和市场对电商冲击的逐步消化，2017年实现收入268.40亿元，同比增长8.55%。生物制药业务收入在自主研发颈痛系列中药及“施沛特”销量增长的推动下持续攀升，2017年实现收入7.73亿元。房地产业务方面，2017年交房进度与上年基本持平，实现收入75.49亿元。公司其他收入主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务收入，2017年实现13.96亿元，同

比变动不大。

从业务毛利率来看，2017年在零售行业回暖的契机下，公司在加码吸引客流、提升销售过程中有所让利，零售业务毛利率回落至18.72%。生物制药毛利率小幅波动，2017年为60.67%。房地产业务方面，公司为适应市场不断更新产品类型，高端住宅占比持续下降，产品以刚需住房为主，同时拿地成本不断攀升，而目前主力项目所在的二、三线城市去库存压力较大，综合导致公司房地产业务毛利率维持在较低水平，2017年为14.29%。

2018年1~9月，公司实现营业总收入296.62亿元，同比增长5.91%；毛利率为19.03%，同比基本持平；零售业和房地产业务收入及毛利率由于季节性因素暂时偏低，生物制药及其他业务同比变动不大。

表2 公司营业总收入构成和毛利率情况

业务板块	营业总收入（亿元）				毛利率（%）			
	2015年	2016年	2017年	18年1-9月	2015年	2016年	2017年	18年1-9月
零售业	279.46	247.26	268.40	229.08	18.43	20.17	18.72	17.94
生物制药业	6.01	6.64	7.73	6.63	60.07	58.73	60.67	59.88
房地产业	58.64	76.46	75.49	48.39	19.94	14.61	14.29	14.42
其他	8.13	13.06	13.96	12.52	43.67	40.20	39.90	35.30
合计	352.25	343.42	365.58	296.62	19.98	20.44	19.50	19.03

资料来源：公司提供；

注：“其他”类收入主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务收入

2. 零售业

零售业一直是公司重点发展的核心业务，经营主体为银座股份和山东银座商城股份有限公司（公司持股40.03%，其章程规定由公司决定其生产经营，对其拥有实际控制权，因此纳入合并范围；以下简称“银座商城”）等，并为规避同业竞争，由银座股份对非上市零售资产和业务进行代管。截至2017年底，银座股份资产总额117.27亿元，净资产32.30亿元；2017年实现营业收入130.06亿元，利润总额1.26亿元，在经营提效和资产处置收益（收到政府征收房屋土地补偿款）共同作用下，同比分别增长

1.25%和61.54%。2018年1~9月，银座股份实现营业收入96.46亿元，利润总额0.79亿元，同比增长27.85%。

2017年，公司在山东省内新开业百货及百货超市复合店14家、便利店1家、家居店2家，并在菏泽新开业购物中心1家；并在拓展店面的同时，逐步视经营情况调整或关闭业绩不达标的原有店面；截至2018年9月底，公司拥有166家百货及百货超市复合门店、204家便利店、12家家居店、5家购物中心、37家家电专营店、9家汽车专营店（6家4S店和3家城市展厅），经营面积合计547.27万平方米。

表 3 公司零售业店面经营情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2015年底		2016年底		2017年底		2018 年 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	139	324.18	150	340.18	161	354.22	166	362.98
便利店	197	7.82	204	8.37	205	8.40	204	8.35
家居店	9	73.70	9	73.70	11	92.60	12	106.20
家电店	37	6.62	37	6.62	37	6.62	37	6.62
购物中心	3	36.10	4	50.10	5	60.10	5	60.10
汽车	10	3.13	10	3.13	9	3.02	9	3.02
合 计	395	451.43	414	482.10	428	524.96	433	547.27

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，区域竞争优势明显。另外，截至2018年9月底，公司已在河北邢台、河北石家庄、河南濮阳和北京等地拥有13家省外百货超市复合店及购物中心。

尽管整体零售业务收入已于2017年起恢复正增长，但公司在山东省内青岛、威海、烟台

等地市场切入时间较晚，较当地品牌和企业处于竞争劣势，利润遭到物业建设成本及三费的严重侵蚀，部分门店出现经营性亏损；同时由于外部省份经济环境、居民消费习惯和水平与山东省区别较大，公司在拓展市场区域的同时面临更严酷的竞争环境和经营挑战，省外店面的盈利水平相对较弱。2017年，考虑当地竞争态势及公司自身盈利前景，公司已调整关闭徐州银座商城和烟台银座商城，将威海银座商城转为家具店，逐步优化店面结构。

表 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	
						2017 年	2018 年 1-9 月
1	山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	280891.19	213606.39
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	69728.32	50154.43
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	66251.03	48665.54
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	45582.85	33716.67
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	51654.53	37945.98
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	66037.39	47660.13
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	35198.88	26408.25
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	29085.04	20690.70
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	28054.27	20054.67
10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	58895.45	42349.11
11	日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	52022.79	40318.48
12	淄博银座商城周村购物广	1.94	2006	自有	百货+超市	22344.87	16639.05
13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	51697.81	37167.41
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	57784.67	39554.70
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	18459.45	13352.41
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	5625.53	3908.36
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	53646.59	41414.77
18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	5164.88	3097.31
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	21337.48	15386.21
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	29335.56	19990.67
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	19616.33	16574.73
22	石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	28178.93	15676.67
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	15558.07	11140.38
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	10195.98	6043.37
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	19157.12	15240.97
26	济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	15030.95	9682.50

27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	13244.97	9799.21
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	24731.57	17226.54
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	37534.05	28558.82
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	39949.62	28648.78
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	7035.15	5876.01
32	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	5502.34	3968.09
33	鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	5904.19	4348.78
34	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	15743.17	8599.63
35	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	12969.22	7472.20
36	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	5174.66	3706.02
37	张家口银座商城	4.10	2014	自有	百货+超市	28840.82	24282.65
38	济南和谐广场	14.50	2011	自有	购物中心	50803.46	39339.27
39	临沂和谐广场	8.20	2012	自有	购物中心	33255.35	20975.63
40	银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	32921.26	26426.27
41	青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	15166.51	9017.44
42	北京和谐广场	14.00	2016	自有	购物中心	11780.82	9609.27
43	菏泽和谐广场	10.00	2017	租赁	购物中心	2498.02	3439.84
44	淄博高青银座	2.02	2017	租赁	百货+超市	5303.11	4220.09
45	临沂银座人民广场店	2.38	2017	租赁	百货+超市	6798.49	5413.87
46	德州齐河银座	1.85	2017	租赁	百货+超市	1376.80	3208.23
合 计		151.47	--	--	--	1513069.54	1110576.50

资料来源：公司提供

目前，公司零售业店面均处于所在地的商业中心区域，为公司零售业盈利打下了良好基础。在经营规模上，公司零售业经营设施与所在地同行业其他企业相比，规模优势明显，同时公司在部分地区同时开设几家分店，整体规模优势凸现。在经营方式上，公司零售业采取百货、超市、购物中心等多种业态相结合的方式，综合优势较强。零售商业物业中，地区主力门店以自有为主；而考虑到资金压力及店面配置的灵活性，公司2017年以来新开业的主力店面全部为租赁物业。除城市旗舰店外，其他同城分店以租赁为主。整体看，公司零售店面自有面积占比达到40%。租赁合同多为20年的长期租约，租金每5年一调整。

公司零售业的经营模式采用联营、经销、代销、租赁等方式，四种模式占营业收入的比重分别约为60.00%、30.00%、6.00%、4.00%。联营是最主要的经营模式，针对季节性强、市场变化大的商品，公司与厂家联合经营，共同负责品牌质量管理、售后服务，公司对厂家产品的适销率进行控制，从销售收入中抽取一定的比例作为回报，将经营风险转移到生产商，一般合同一年一签；经销主要是针对消费量比较大，价格弹性小的大众商品，包括手表、黄

金等，公司在前期进行市场调研的前提下，选择适销对路的产品进行采购，再由公司的营业员进行销售。通过不同的经营模式，公司充分根据不同商品和服务类型利用各种资源，降低自身经营风险，最大限度保证收益。

采购是零售业经营的重要环节，对企业的运营成本有较大的影响。目前公司采取统一采购与分散采购相结合的方式。对超市，因为商品大众化，价格差异小，采取统一采购的方式。统一采购具有以下优势：一是通过招标方式，可以低价采购，降低成本；二是采购量比较大，在与供应商的谈判中，议价能力较强；三是新开门店在经营初期，可以比较容易获得现有供应商的支持，为新开门店实现盈利目标打下基础。对于百货，采购体现个性化、区域化特点。对大件商品，公司统一招标，统一签订合同；对于地方独有品牌，分店可以自行采购，如销售状况良好，即可纳入总部的采购体系。在生鲜品采购方面，为保证蔬果质优价廉，公司采用产地直采的采购方式；对超市内贩卖的所有商品，坚持要求供货商提供“三证”、“三书”、“二照”、“一票”的同时，还专门请品保专员、卫生部门、质检局部门采取不定期抽检的方式，严把商品的上市关。

公司与主要供货商保持了良好的关系，货源供应稳定，并且进价较低，结算方式为一月一结。公司零售业供应商较多且分散，总计两千余家，结算额较大的包括古驰（中国）贸易有限公司、雅诗兰黛（上海）商贸有限公司、瑞韵达贸易（上海）有限公司、普拉达时装商业（上海）有限公司等，采购集中度较低，符合零售业的经营特点。

物流体系建设方面，目前公司拥有四个物流配送中心在运营，省内门店全部由自有车队配送。四个配送中心的库区占地面积分别为32.24万平方米、12.45万平方米、11.00万平方米和1.48万平方米，包括仓库和面包及熟食加工区等。公司对物流中心的系统、业务流程、制度体系等进行持续更新，配送准确率接近100%，订单处理满足程度达到95%以上。公

司物流中心主要为超市业态提供仓储和配送服务，自主配送和供应商配送的商品分别占约39%和61%，其中自主配送的主要为生鲜等类商品。公司的自有物流配送系统为业务连锁经营模式扩张提供了强有力的支持。

截至2018年9月底，公司零售业主要在建工程为济南天启和淄博中心店二期项目，总投资17.10亿元，已完成投资7.01亿元。济南天启项目位于济南市历城区港西立交东南地块，力诺阳光科技园西侧，北临经十东路，西临港西路，南临规划路。建设总用地面积14.11万平米，项目总建筑面积为29.05万平方米，主要建设内容为汽车4S店集群、综合维修中心、汽车文化主题商业、综合服务中心。此外，公司另有拟建东营银座中心店扩建项目，预计总投3.50亿元，尚无具体开工计划。

表5 截至2018年9月底公司零售业主要在建、拟建项目（单位：万平方米、亿元）

项 目	占地面积	建设期间	总投资	累计完成投资	资金来源
济南天启项目	14.11	2015.04-2020.03	13.71	3.99	自有资金，银行贷款
淄博中心店二期	1.36	2016.07-2018.10	3.39	3.02	自有资金，银行贷款
东营银座中心店扩建	--	拟建	3.50	--	自有资金，银行贷款
合 计	15.47	--	20.60	7.01	--

资料来源：公司提供

注：目前淄博中心店二期已按期完工并投入使用。

为配合发展规划的实施，公司以统计口径为基础，制定了未来三年零售业务的投入规划。从项目类别来看，主要是零售业展店和自建商场，规划建设总投资为60.00亿元。除了固定资产的资本性投入，拟建项目未来运营还需要经销、代销等方式的铺货营运资金的投入和联营、租赁等模式下以供应商为主体的铺货资金的投入。总体看，未来公司将通过进一步开拓门店、扩大经营规模的方式保持零售业快速发展，存在一定资本支出压力。

3. 生物制药

跟踪期内，公司生物制药的生产经营主要由福瑞达医药负责，其下属有山东福瑞达生物工程有限公司、山东福瑞达生物化工有限公司、山东明仁福瑞达制药有限公司等12家子公司、1

家省级科研院所和3个省级实验室。截至2017年底，福瑞达医药资产总额17.75亿元，所有者权益合计6.11亿元；2017年实现营业收入7.76亿元，利润总额1.69亿元，其中投资收益1.65亿元主要为非关联交易处置参股公司股权收益；2018年1~10月，实现营业收入7.17亿元，利润总额0.77亿元。整体看，福瑞达医药销售和管理费用高，主业盈利能力偏弱。

表6 公司生物制药业营业收入构成（单位：万元）

类别	2015年	2016年	2017年	18年1-9月
1. 医药工业	16493	18728	23586	20746
颈痛片	7905	8824	10859	8840
颈痛颗粒	4466	5125	6839	6785
四季感冒胶囊	1554	1792	2229	2018
小儿解感颗粒	1460	1705	2172	1894
雪莲归芪口服液	1108	1282	1487	1209
2. 医药商业	43570	47662	53740	45519
施沛特	43570	47662	53740	45519

资料来源：公司提供

原材料采购

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

公司主要中药产品为颈痛片、颈痛颗粒、四季感冒胶囊、小儿解感颗粒和雪莲归芪口服液，2017年上述五种产品原材料的最主要供应商分别为亳州市祥和药业有限公司、文山州金福三七销售有限公司、安国市广兴昌中药材有限公司、辽宁宏宇生物科技有限公司和安徽济人药业有限公司，主要供应商较为稳定，对其采购额均占该种产品采购成本的70%左右，集中度高。采购模式均为询价采购，采用压批的方式结算。

药品产销

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

主要产品是眼科、骨科中西药品、消毒与卫生护理用品、保健食品、医疗器械、医药与化工原料及化妆品等，拥有“颈痛颗粒”等多个自有品牌，并为“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道，各类药品销量持续扩大。2017年公司新增产能逐步释放，实现“颈痛片”产量及销量大幅提升，颈痛系列销售收入同比持续

增长。此外，公司通过促销和广告主推小儿解感颗粒，由于市场上纯中药的小儿药品较少，而小儿解感颗粒安全性高、服用方便，疗效较好，市场占有率持续上升，销售进一步放量。

除自产医药产品销售外，公司也是“施沛特”的主要销售渠道。福瑞达医药合作医药生产商山东博士伦为国内最大的眼科药品生产基地，是中国制药工业企业100强，其眼科主导产品“润洁”、“润舒”滴眼液在国内的市场占有率保持在20%以上。公司医药商业所售福瑞达医药骨科主导产品“施沛特”在全国骨科药物市场上具有主导地位，市场占有率达到40%，由公司销往全国各大中城市，2017年销量达到320万盒，同比增长9.59%。

目前，公司拥有众多有专业知识、有营销技能、素质水平高的生物制药产品营销人员，以国内大城市为中心设立了30多个业务办事处，营销网络覆盖全国。公司采取公司—承销商—分销商—零售终端—消费者的销售模式，将商品直接销售给承销商，零售终端包括药店、医院和社区店。公司主要合作经销商包括海南瑞兰特药业有限公司、湖南民达医药有限责任公司、湖北奥克药业有限公司、湖北联众药业有限公司等，2017年前五大客户销售占福瑞达医药营业收入的90%，集中度很高。货款回收主要采取两种方式，其中30%客户为现款销售（先款后货），70%的客户（一般为合作两年以上，销货额500万以上的客户）可享受账期一个月的赊销期。

研发实力

公司历来重视新产品和新技术的开发工作，2015~2017年，生物制药板块的研发费用分别为1.13亿元、1.24亿元和1.40亿元，占当期生物制药板块收入比重维持在18%左右。

截至2018年9月底，公司开展的各类在研课题项目164项，已完成149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23项，获批19项；申报国家“十二五”科研规划中的重大新药创制课题3项；申报国家863科技攻关项目2项；申报山东省各类科技项目3项。2017年，福瑞达医药实现技术转让收益3898万元，同比稳中有增。

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

发展规划

未来，公司将进一步加强资源整合力度，以新组建的山东省药学科学院为主体，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2017年底，鲁商置业资产总额433.95亿元，所有者权益合计26.21亿元；2017年实现营业收入75.49

亿元，利润总额2.53亿元；经营活动现金流净额实现15.55亿元，同比由负转正；2018年1~9月实现营业收入48.39亿元，利润总额2.47亿元，经营活动现金流净额9.91亿元。

近三年公司房地产开发速度保持增长，2017年开工面积和竣工面积分别为141.45万平方米和145.00万平方米。同时，随着签约销售面积的快速增加、销售均价的回升和公司内部加大回款力度措施的实施，签约销售面积及回款金额分别增至95.96亿元和118.60亿元。当期确认销售面积保持较大规模，确认收入72.10亿元，同比基本持平；年底另有预售房款120.57亿元。较签约和销售面积而言，近三年公司竣工面积较大，带动存货中开发产品不断提高。

表7 公司房地产开发及销售情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项 目	2015年	2016年	2017年	18年 1-9月
开工面积	82.12	115.43	141.45	94.03
竣工面积	92.02	136.06	145.00	62.66
签约销售面积	73.35	99.83	113.23	82.50
签约销售金额	53.98	72.58	95.96	76.23
签约销售均价	7359.24	7270.36	8474.79	9238.96
确认销售面积	62.87	93.06	82.91	53.97
确认销售收入	56.09	73.60	72.10	46.39
实现销售回款	77.73	92.15	118.60	93.35

资料来源：公司提供

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

公司项目主要分布于山东省的济南、青岛、临沂、泰安以及黑龙江的哈尔滨、重庆等地。公司在建、在售项目主要分布于二、三线城市，部分项目去化压力较大。近年公司产品结构中，花园洋房、别墅等高档住宅销售占比下降，住宅产品逐渐以刚需住房为主，主力项目中：哈尔滨松江新城一次性支付土地款而分期开发，且销售前期遇到东北地区整体处于楼市低谷，开发和去化速度放慢，导致利息费用等成本加大；菏泽鲁商凤凰城所在城市市场不景气，且区域经济薄弱导致整体回款周期较长；青岛蓝岸丽舍团购订单拉低利润空间，且涉及旧城改

造及拆迁使得开发周期延长；上述多方因素共同导致公司房地产销售均价及毛利率在低位徘徊。

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8 截至2018年9月底鲁商城市广场主要在建、在售项目情况（单位：亿元、万平方米）

名称	类别	规划建筑面积	总投资	完成投资	未来三年拟投资	建设期间	进度（批文情况）
青岛鲁商中心燕儿岛	住宅+商业	74.50	100.00	60.83	26.70	2010.04-2021.12	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	20.00	6.50	2013.06-2022.06	一期、二期及三期商业全部完工，三期写字楼、公寓已开工建设。
泰安鲁商中心	住宅+商业	43.43	20.00	11.00	6.20	2015.12-2021.12	一期竣工交付；二期地上主体完成三分之一，预售 38%。
合计	--	182.93	152.00	91.94	39.40	--	--

资料来源：公司提供

注：“未来三年拟投资”中未来三年指 2018 年 10 月至 2020 年底，下同。

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

宜居空间。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9 截至2018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）
鲁商常春藤	住宅	103.07	45.00	44.50	0.50	2007.03-2018.12	1-74#楼以及西段商业已竣工交付，销售 99%（五证齐全）。东段商业已竣工交付，销售 94%（五证齐全）。
哈尔滨鲁商松江新城	住宅+商业	296.00	190.00	119.89	17.39	2011.05-2023.12	四、五、六、七地块已竣工交房，四地块销售 98%；五地块商业销售 63%，高层销售 99%，洋房销售 36%；七地块商业销售 26%，高层销售 86%；六地块高层销售 99%。（以上地块五证齐全）；八地块住宅销售 60%，八地块商业销售 14%。除六 B 及 1 地块正在施工，其余地块未开工。
菏泽鲁商凤凰城	住宅+商业	85.30	40.00	28.00	8.20	2011.12-2021.12	一期二期竣工交付（五证齐全），已销售约 80%；三期共 7 栋高层，其中 4 栋五证齐全，已预售约 45%，另外 3 栋正在主体施工，预计年底前实现预售。
鲁商·蓝岸新城	住宅+商业	72.93	38.00	20.88	13.12	2014.07-2021.10	2#地块全部竣工，1#地块主体竣工验收，3#商业动工。
青岛惜福镇项目	住宅	25.39	25.00	20.27	4.73	2014.08-2019.10	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	33.18	100.00	16.00	27.00	2015.11-2024.12	一期 1-7 号楼全部完工，8 号 9 号楼以及商业主体封顶，二期高层已铺地面。
济宁运河公馆	住宅	73.03	40.00	17.48	10.50	2015.11-2022.04	一期别墅、洋房、高层交付使用。二期别墅洋房小院施工，公共部位镶贴完成，新风系统、太阳能施工，市政道路灰土完成；二期高层 35-39# 湿作业完成，防火门，入户门，储藏室门安装施工，40# 底板及防水施工完成，筏板绑扎完成 60%；三期土方完成 70%，基坑支护已完成，41#、43# 桩基施工完成。
午山鲁商蓝岸丽舍	住宅	97.00	120.00	108.00	9.77	2013.05-2021.12	B7、B6、A13-1 地块交付，A3、A4 主体施工，A9、A18 土石方施工，其余地块均已获得三证。

潍坊鲁商首府	住宅+商业	10.20	6.50	3.00	3.50	2018.06-2020.05	已取得不动产权证、建设用地规划许可证、工程规划许可证、工程施工许可证、10#.11#.13#预售许可证。
青岛鲁商中央公馆	住宅	13.20	12.00	1.73	10.27	2018.07-2020.12	已取得不动产权证、建设用地规划许可证、工程规划许可证、工程施工许可证、15#.19#预售许可证。
烟台鲁商公馆	住宅	49.01	16.50	9.00	7.50	2018.10-2019.12	洋房区已取得四证，正在进行基础垫层。
合计	--	858.31	633.00	388.75	112.48	--	--

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、重庆云山原筑、重庆云山雅筑和济南鲁商御龙湾等，目前主要在建、在售项目开发及投资进度详见下表。

表 10 截至 2018 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）
鲁商国际社区	别墅	26.49	20.70	12.47	8.23	2014.06-2019.12	一期别墅高层交房；二期别墅交房；二期高层 3 栋交房，4 栋主体竣工，预售 97%；二期商业完成三分之一，预售 16%。
临沂知春湖项目	住宅	190.00	48.00	11.50	9.00	2014.05-2024.12	乐活园一期别墅、洋房、沿街商业已全部竣工（五证齐全）；乐心园一期已全部完工；乐洋园 1-7 号楼已完工。
合计	--	216.49	68.70	23.97	17.23	--	--

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。商业模式方面，公司持续推进企业转型升级，最终实现由开发商转型成为城市运营服务商。公司以知春湖项目为试点推进大健康产业转型，养老地产业务全面进入实施阶段，整合集团相关资源，“医养护”结合打造“鲁商·福瑞达”健康品牌，既可以在普通地产项目中植入养老养生概念或医疗康复功能，增加房地产溢价能力，同时可将集团闲置物业资源改造为日间护理中心或社区养老机构，提高资产使用效率。目前在建的临沂知春湖项目作为公司养老旅游地产的首个项目，位于临沂市河东区汤头镇，距离市区约 30 公里，北邻御汤街，东临 205 国道，交通便利，依托附近汤头镇配套，紧邻省煤炭疗养院。项目主要由

五大组团园区构成，分别为旅游度假组团乐活园、汤山养生组团乐心园、健康颐养组团乐养园、艺术家村组团乐画园、生态人居组团乐慧园。项目占地约 2600 亩，总建筑面积约 190 万平方米，截至 2018 年 9 月底，临沂知春湖项目签约销售 10.43 万平方米，签约额 6.40 亿元，回收房款 4.90 亿元，去化速度有所加快。

截至 2018 年 9 月底，公司房地产可售面积（不含已预售面积）共 71.18 万平方米，主要分布在济南、青岛、临沂、哈尔滨、重庆等地；其中竣工未售的面积约 50.80 万平方米，存在一定的库存压力。2017 年公司获取出让地 18.79 万平方米，同比增长 33.64%。截至 2018 年 9 月底，公司拥有土地储备 82.30 万平方米，其中商业地产占比 26.51%，土地出让金已全部交齐。储备项目集中在山东省内和哈尔滨，拟开发建筑面积为 192.66 万平方米，储备量充裕。

表 11 截至 2018 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	26.50	7.78	74.99	招拍挂出让	2010.11	17.08	已交齐
青岛鲁商蓝岸新城	商业+住宅	4.32	--	12.68	招拍挂出让	2014.06	1.30	已交齐
济宁运河公馆	商业	7.68	3.21	27.00	招拍挂出让	2015.07	2.27	已交齐
临沂鲁商知春湖	住宅	7.12	--	8.55	招拍挂出让	2017.04	0.51	已交齐
青岛鲁商中央公馆	住宅+商业	18.25	4.91	28.98	招拍挂出让	2014.01	4.16	已交齐
淄博鲁商中心	住宅+商业+办公	18.43	5.92	40.46	招拍挂出让	2018.06	6.62	已交齐
合计	--	82.30	21.82	192.66	--	--	31.94	--

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年房地产业务板块仍将保持较快发展，至2020年底前，三大系列在建产品仍需投资169.11亿元，对外筹资压力持续存在。同时，联合资信注意到，近年来国家不断出台房地产相关调控政策，各省市也在不断调整具体房地产相关规定，公司房地产销售受到影响，目前库存压力大；考虑到公司房地产项目中，综合类地产开发较多，且“银座”品牌在山东市场有独特的品牌优势，公司省内地产业务相比单纯的住宅地产开发企业所受影响相对较小。

5. 其他产业

教育产业

在原商业厅所属商业学校基础上，公司先后成功创办了山东商业职业技术学院、青岛酒店管理职业技术学院、山东烹饪高级技工学校等大专院校。山东商业职业技术学院现已成为山东省唯一一所全国示范性职业学院建设单位和全国重点职业技术学院；青岛酒店管理职业技术学院是全国第一家独立设置的酒店管理职业技术学院；山东烹饪高级技工学校在鲁菜的研发和制作方面享有盛誉。2017 年度教育业实现营业收入 8.50 亿元，实现净利润 0.99 亿元。

公司高度重视院校的发展，先后投资约 4 亿元用于扩大办学规模和改善办学条件。2003 年兴建的山东商业职业技术学院和青岛酒店管理职业技术学院两校的新校区共计占地 2000

余亩，建筑面积 30 多万平方米，可容纳在校生 2 万人。山东烹饪高级技工学校的 400 亩新校区正在建设之中，其中一期 350 亩已完工，目前已全部搬迁完毕；二期 50 亩土地征地款已支付，尚未开工。

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

目前公司教育业务在建项目为齐鲁医药学院新校区项目，总占地面积1500亩，规划总建筑面积43.62万平方米，可容纳在校生16000人。一期工程已于2016年8月开工，共计22个单体建筑，总建筑面积25.12万平方米，计划总投资7.70亿元，截至2018年9月底 3.00亿元资本金已全部到位，其余通过自筹及贷款解决，预计2019年9月竣工。

传媒产业

传媒业是近年来公司着力打造的重要产业，其主体业务《山东商报》是山东省内主流强势

媒体之一，是集新闻性、娱乐性、可读性、服务性为一体的综合类报纸，创刊于 1993 年，2001 年改版为全国发行的都市类报纸，目前日均读者群超过 100 万人。

近年来，山东商报社在做精、做强、做稳、做大《山东商报》的基础上，开始涉足网络、杂志、电子音像出版、户外广告、动漫、手机报、DM 直投、广告代理、媒体直销、会展、票务、呼叫中心增值服务传媒相关业务领域。2010 年公司收购了济南新三友广告有限公司、济南都市精品文化传播有限公司、青岛都市精品文化传播有限公司各 70% 的股权，公司旗下鲁商传媒集团有限公司与合作方共同出资设立上优文化传播（上海）有限公司。公司在传媒业方面的扩张进一步加大。利用合作控股方式，拥有了《精品》、《都市精品》、《山东新闻网》等，初步构建了“报、刊、网”为一体的传媒产品线，为全媒体发展搭建好了平台。2017 年传媒产业实现营业收入 1.20 亿元，净利润 0.02 亿元。

6. 经营效率

从经营效率指标来看，2017 年，公司销售债权周转次数有所增长；受房地产业务开发项目增长较快影响，存货周转次数有所下降；随着资产规模的快速扩大，总资产周转次数小幅下降。2017 年上述三项指标分别为 54.27 次、0.81 次和 0.43 次。

总体看，公司经营效率一般。

7. 未来发展

未来公司将进一步推进零售业立体化发展战略，继续深耕山东市场，坚持密集展店，快速推进同城分店、县级市场布点，加大社区商业和乡镇市场开发力度，多业态并举，多方式展店，进一步巩固和增强在省内的绝对竞争优势。同时，兼顾省外发展，逐步打造跨区域多业态协同发展的竞争格局。坚持科学发展，坚持效益优先，创新经营模式，积极探索推进线

上线下融合发展，进一步加强商品结构调整和供应链整合，提升经营能力，实现公司零售业的稳健、可持续发展。

房地产业务方面，公司坚持根植济青，双核驱动，聚焦重点区域，实施重点突破。深耕山东，在继续推进已进入城市发展的同时，在省内聚焦济南、青岛、临沂、烟台、济宁等五个区域经济中心；积极实施全国化战略，在省外积极拓展京沪等一线城市和二线发达城市。抓住国家积极推进城镇化和消费升级的契机，以绿色健康产品和智慧健康社区服务为特色，形成标准化产品系列，将住宅产业及综合配套开发业务打造成公司未来 5~10 年最具优势的业务中心和利润中心；打造健康服务、社区服务和招商运营三大服务体系，稳步发展与地产相关的商业综合体和养老健康产业开发，增加主业增值点，获取新的利润增长点；围绕地产上下游产业寻找增值点，大力实施产业升级和转型。

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

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017 年合并财务报告，中天运会计师事务所有限公司对该财务报告进行了审

计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司2018年1~9月财务数据未经审计。

从合并范围来看，2017年公司新纳入合并范围子公司1家：山东舜博股权投资管理有限公司，处置子公司1家：北京天创伟业投资管理有限公司。公司2018年1~9月合并范围较2017年无变化。总体看，公司合并范围变化不大，财务数据可比性强。

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

截至2018年9月底，公司合并资产总额855.31亿元，所有者权益合计138.29亿元（含少数股东权益50.90亿元）；2018年1~9月，公司实现营业总收入296.62亿元，利润总额6.55亿元。

2. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额847.52亿元，同比增长1.36%。资产构成中流动资产占74.45%，非流动资产占25.55%。公司资产以流动资产为主，符合公司所处行业特点。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计630.98亿元，同比增长4.30%，构成以存货（占57.90%）、其他应收款（占10.72%）和预付款项（占10.31%）为主。

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

截至2017年底，公司预付款项为65.08亿元，同比增长32.17%，构成包括垫付的拆迁款22.50亿元、拆迁补偿款17.91亿元、土地熟化费5.17亿元、保证金10.25亿元等。预付款项前5名合计33.41亿元，占50.83%，集中度较高。按账龄来看，1年以内的占57.41%、1~2年的占25.15%、2~3年的占7.49%、3年以上占9.95%，超过1年的款项主要为垫付的前期

拆迁补偿款和土地竞标保证金，主要由于公司部分地产项目为一二级联动开发模式，前期需垫付拆迁和土地熟化等费用。但随着2015年5月济南市政府出台《关于规范社会资金参与土地熟化工作的意见》，废除“唯一熟化人”制度，以及一级土地开发风险的逐渐显现，公司将逐步减少参与含土地一级开发项目。

截至2017年底，公司其他应收款67.64亿元，同比增长14.83%，主要为公司与未纳入合并范围的受政府委托代管企业的往来款48.46亿元及存放于济南市房地产行业协会的预售保证金等；坏账计提比例为4.81%。近年来公司持续承担国资委要求的代管职能，向代管企业提供借款，以“统借统还”的形式由代管单位承担资金利息偿还，近年来此部分借款累积余额较高，主要明细如下：

表12 2017年底公司应收非合并范围内代管企业往来款情况（单位：万元）

债务人名称	账面余额
山东银座旅游集团有限公司	220588.18
山东省林工商总公司	88657.19
北京天创伟业投资管理公司	80073.00
山东世界贸易中心	70338.65
青岛海景（国际）大酒店发展有限公司	24900.00
合计	484557.02

资料来源：公司提供

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

截至2017年底，其他流动资产为60.83亿元，同比增长9.92%，主要来自预缴税费和一卡通预存款的增加，二者余额分别为12.18亿元和42.32亿元。其他流动资产中委托贷款6.00亿元，系为子公司山东省空调工程总公司提供给青岛锦绣前程房地产开发有限公司的借款，未来计划对其进行股权投资。

非流动资产

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

跟踪期内，公司发放贷款及垫款快速增长，截至 2017 年底为 4.26 亿元，同比增长 41.72%，主要为子公司济南市富源小额贷款有限公司对外发放贷款形成。富源小贷实收资本 5.00 亿元，小额贷款发放主要客户类型为集团产业链上下游客户，以中小微企业为主，客户行业分布在建筑、劳务、商业等行业，贷款期限为一年以内，金额范围大部分在 200 万以下，业务开展以来未发生逾期或不良。

跟踪期内，公司视市场机会投资股票二级市场，可供出售金融资产快速增加，2017 年底为 11.02 亿元，主要包括国泰君安证券股份有限公司 6.76 亿元、滨州农村商业银行股份有限公司 2.40 亿元等。

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

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

截至 2017 年底，公司在建工程为 11.79 亿元，2017 年同比大幅增长 61.92%，主要系新增齐鲁医药学院新校区建设项目 1.91 亿元。截至 2017 年底在建工程主要由房地产项目及商业零售门店的基础建设项目构成。截至 2017 年底，公司无形资产 23.66 亿元，同比下降 9.93%，主要为政府征收土地导致减少 2.04 亿元，相应补

偿款已到位；构成主要为土地使用权 20.46 亿元和软件 2.72 亿元。

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

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 855.31 亿元，规模及构成均较 2017 年底变化不大。其中：货币资金较上年底增长 42.43%至 87.78 亿元；投资性房地产较上年底下降 14.16%至 33.36 亿元，系银座三期项目部分原出租用房地产转为自用；长期应收款增至 4.37 亿元，系下属子公司开展融资租赁业务所致；其他科目变动较小。截至 2018 年 9 月底，公司货币资金、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产受限比例分别为 18.48%、21.16%、36.30%、35.50%和 35.84%。

表13 截至2018年9月底公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

资产科目	账面价值	抵押/受限金额	抵押/受限比例
货币资金	87.78	16.22	18.48
存货	371.69	78.66	21.16
投资性房地产	33.36	12.11	36.30
固定资产	90.65	32.18	35.50
无形资产	21.40	7.67	35.84
合计	604.88	146.84	--

资料来源：公司提供

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

3. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 135.72 亿元（含少数股东权益 49.37 亿元），同

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

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计为 138.29 亿元(含少数股东权益 50.90 亿元)，较 2017 年底变化不大。其中，其他综合收益较上年下降 20.57%至 4.97 亿元，主要系公司持有的可供出售金融资产中股票价格下跌所致。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益和其他权益工具占比高，稳定性偏弱。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 711.81 亿元。负债构成中，流动负债合计占 63.62%，非流动负债占 36.38%，公司负债以流动负债为主。

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

截至 2017 年底，公司短期借款 91.44 亿元，同比下降 12.42%，构成主要为保证借款(占 69.65%)和质押借款(占 13.09%)。截至 2017 年底，公司应付账款为 80.29 亿元，同比增长 9.58%，主要为商品采购款和工程款。

截至 2017 年底，公司预收账款为 131.06 亿元，同比增长 29.90%，主要系当期预售房款增加所致；公司预收款项主要为预收房款，随项目预售进度而有所波动。

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

截至 2017 年底，公司非流动负债为 258.98 亿元，同比下降 15.76%，以长期借款(占 31.10%)和应付债券(占 51.39%)为主。

截至 2017 年底，公司长期借款为 80.54 亿元。应付债券为 133.10 亿元，其中，113.16 亿元的短期债券已调整至短期债务计算相关指标。

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

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额 717.03 亿元，金额及构成均较 2017 年底变化不大。其中，预收账款较上年增长 21.59%至 159.36 亿元，系房地产项目预收房款增加所致；应付债券较上年减少 58.69 亿元，主要系 2018 年 7~9 月到期的应付债券规模较大，均已按期兑付。

表 14 截至 2018 年 9 月底公司合并范围存续
直接债务明细 (单位: 亿元)

债券名称	发行规模	期限	到期兑付日
18 鲁商 SCP003	10	221 天	2018-10-16
18 鲁商 SCP002	5	270 天	2018-10-23
17 鲁商 CP002	10	1 年	2018-11-09
13 鲁商 MTN001	8	5 年	2018-11-20
18 鲁商 SCP004	6	254 天	2018-12-07
18 鲁商 SCP011	5	79 天	2018-12-14
18 鲁商 SCP007	6	166 天	2018-12-18
17 鲁商 CP003	6	1 年	2018-12-19
18 鲁商 SCP005	10	270 天	2019-01-18
16 鲁商债	20	3 年	2019-02-02
18 鲁商 SCP010	5	180 天	2019-03-20
18 鲁商 SCP006	5	270 天	2019-03-22
18 鲁商 SCP008	3	249 天	2019-04-16
16 鲁商 02	10	3+2 年	2019-04-22
18 鲁商 01	1	1+1 年	2019-07-27
*14 鲁商 MTN002	7	5+N 年	2019-12-25
17 鲁商 PPN001	10	3 年	2020-04-12
*15 鲁商 MTN001	10	5+N 年	2020-06-25

*15 鲁商 MTN002	9	5+N 年	2020-08-12
17 鲁商 MTN001	10	3 年	2020-10-20
16 鲁商 01	10	5+2 年	2021-04-08
合 计	166	--	--

资料来源：中国货币网

注：*为永续中期票据；除“16 鲁商债”发行主体为鲁商置业，其余债券发行主体均为公司本部；附回售选择权条款的债券到期日为首次行权日。

截至 2017 年底，公司有息债务规模同比有所下降，为 407.97 亿元，其中长、短期债务占比分别为 35.39%和 64.61%，仍以短期债务为主。考虑到公司存续期内的三期永续中期票据（26 亿元），均具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。将上述永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务为 433.97 亿元，其中长、短期债务占比分别为 39.26%和 60.74%。将永续中期票据调整计入长期债务后，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 87.05%、79.82%和 60.83%。

截至 2018 年 9 月底，公司全部债务 375.63 亿元，其中长、短期债务占比分别为 25.08%和 74.92%。公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 83.83%、73.09%和 40.52%。将永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务 401.63 亿元，上述三项指标分别为 86.84%、78.09%和 51.58%。截至 2018 年 9 月底，公司整体债务规模有所下降，但仍保持较高的债务水平，短期债务规模及占比进一步上升。

跟踪期内，公司债务保持在较大规模规模，构成主要为短期债务，整体债务负担重，短期偿债压力很大。

3. 盈利能力

2017 年，公司营业总收入为 365.58 亿元；同期，营业成本（包含营业成本、利息支出、手续费及佣金支出）与营业总收入变动趋势保持一致。跟踪期内，受宏观经济放缓和各行业

因素影响，公司营业利润率下滑至 17.52%。

2017 年，公司期间费用占营业总收入的比重 16.01%，同比稍有下降。公司期间费用中，销售费用占比较大，主要是职工薪酬、广告及宣传费等。2017 年，公司期间费用 58.54 亿元，构成主要以销售和管理费用为主，融资成本的上升导致财务费用同比增长 32.39%，进一步侵蚀利润。2017 年，公司资产减值损失同比大幅增长至 1.42 亿元，主要系零售业务当期关停店面产生的坏账损失。近进来公司投资净收益呈逐年增长趋势，2017 年投资收益为 3.59 亿元，主要为福瑞达医药处置参股公司产生的投资收益 1.48 亿元及子公司山东富源投资有限公司股票二级市场交易产生投资收益 1.40 亿元等。

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

2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 296.62 亿元，同比增长 5.91%；营业利润率为 17.64%。在零售和地产两大主业盈利向好的共同推动下，实现利润总额 6.55 亿元，同比增长 33.40%。

总体看，2017 年以来零售业务回暖，医药业务进一步扩张，房地产业务销售实现及资金回流在 2018 年出现改善，但地产行业受宏观政策、产品结构调整及库存压力影响，利润空间持续受到挤压，公司整体盈利能力一般。

4. 现金流分析

经营活动现金流方面，公司经营活动现金流入量主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，变动趋势与营业总收入一致，2017 年为

453.75 亿元；经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，2017 年为 414.82 亿元。公司收到及支付其他与经营活动有关的现金规模较大，主要为公司与代管单位之间的资金往来。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 38.92 亿元，同比增长明显。2017 年公司现金收入比为 109.07%，同比有所提升。

投资活动现金流方面，公司投资活动中购建固定资产、无形资产等支付的现金流较大，导致投资活动产生的现金流量净额持续表现为净流出，2017 年公司固定资产投资放缓，净流出额降至 6.80 亿元。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要用于偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2017 年筹资活动产生的现金流量净额由正转负，为-41.53 亿元，当期还款资金支出规模较大。

2018 年 1~9 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 31.17 亿元、-4.37 亿元和-9.86 亿元；公司现金收入比较 2017 年全年提升 15.84 个百分点至 124.91%。

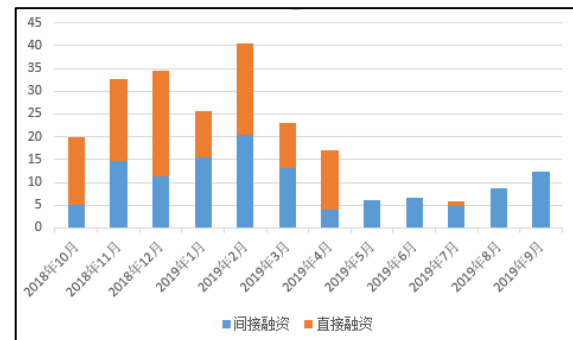
总体看，公司经营活动现金流入量规模较大，收入实现质量较高，但公司房地产业务推进所需投入的资金量大，对外部融资依赖度高。未来随着业务经营和投资支出的扩大，公司外融资压力大。

5. 偿债能力

截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 139.34%和 58.66%。截至 2018 年 9 月底，两项指标分别下降至 126.44%和 53.29%。2017 年，公司经营现金流动负债比为 8.60%。截至 2018 年 9 月底，公司一年内到期的债券（包括永续中票）余额合计 110.00 亿元，公司 2018 年 9 月底现金类资产（剔除受限部分后）为上述总额的 0.68 倍；公司应付债券余额为 166.00 亿元，2017 年经营活动现金流入量为上述总额

的 2.73 倍。此外，公司将于 2018 年 10 月至 2019 年 9 月期间到期的金融机构间接融资总额为 123.23 亿元，综合考虑应付债券及金融机构间接融资，截至 2018 年 9 月底，公司将于未来一年内到期偿还的债务总规模 233.23 亿元，其中以 2018 年 11 月、12 月及 2019 年 2 月待偿还金额较为集中。整体看，公司短期偿债压力很大。

图 3 截至 2018 年 9 月底公司一年内到期债务分布情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供

从长期偿债能力看，2017 年，公司 EBITDA 为 30.52 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.61 倍。同期，全部债务/EBITDA 为 13.37 倍。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至 2018 年 9 月底，公司在各商业银行获得总授信额度为 395.23 亿元，其中尚未使用额度 179.73 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有银座股份、鲁商置业两家上市公司，直接融资渠道通畅。总体看，公司在资本市场具有较强的融资能力。

或有负债方面，截至 2018 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 21.45 亿元，目前被担保企业经营状况正常。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 1.52 亿元。此外，根据银座股份 2019 年 1 月 5 日公告，银座股份因租赁合同纠纷被威海乐源置业有限公司起诉，威海市中级人民法院已作出判决，银座股份应于本判决生效之日起三十日内支付乐源公司违约金 5085.61 万元。本次为一审判决结果，

尚在上诉期，判决未生效，对银座股份的最终影响视本案双方当事人是否上诉和后续情况而定，暂无法准确判断。银座股份已在2018年度财务报表中就上述违约金及案件受理费确认预计损失和费用5312.57万元。

6. 公司本部财务状况

截至2017年底，公司本部资产总额301.29亿元，流动资产占84.82%，非流动资产占15.18%；流动资产主要由其他应收款构成（占95.98%），截至2017年底，公司本部其他应收款245.27亿元，主要为与子公司之间往来款；货币资金9.72亿元。非流动资产主要是由长期股权投资构成，其中96.48%为成本法计量。

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

公司本部基本无经营性业务，2017年实现利润总额-0.34亿元，亏损额有所收窄。2017年，公司本部经营活动现金流净额为28.35亿元，同比大幅转正，主要由于当期收回部分与子公司之间的往来款；取得投资收益收到的现金2.08亿元，主要为财务公司的分红。

截至2018年9月底，公司本部资产总计292.45亿元，所有者权益30.48亿元，有息债务规模为211.45亿元；当期本部无营业收入，利润总额-0.73亿元。

总体看，公司本部基本无经营性业务，资产以其他应收款和长期股权投资为主，整体流动性低，经营性现金流以与子公司之前款项往来为主，债务负担重，自身偿债能力弱。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行征信

中心出具的企业信用报告，截至2019年3月15日，公司本部无不良未结清信贷信息记录，已结清信贷信息中有32笔不良及关注类贷款，主要系公司2005年承接几家传统批发流通类原子公司早期贷款，且目前已全部清偿。总体看，公司本部过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

跟踪期内，公司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。

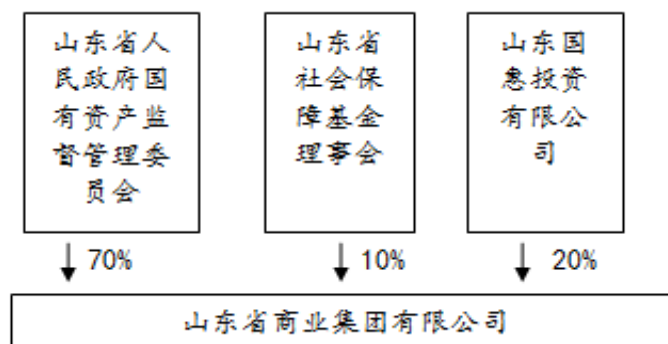
十一. 本期债券偿还能力分析

公司于2018年11月6日发行的短期融资券“18鲁商CP001”，发行金额为14亿元。2017年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为本期短期融资券余额的32.41倍和2.18倍；截至2018年9月底，公司现金类资产剔除受限资金后，为本期短期融资券的2.72倍。跟踪期内，公司现金类资产对“18鲁商CP001”的保障能力较强。但考虑到除“18鲁商CP001”以外，公司仍有大额一年内到期的债券及金融机构间接融资，短期集中支付压力很大。

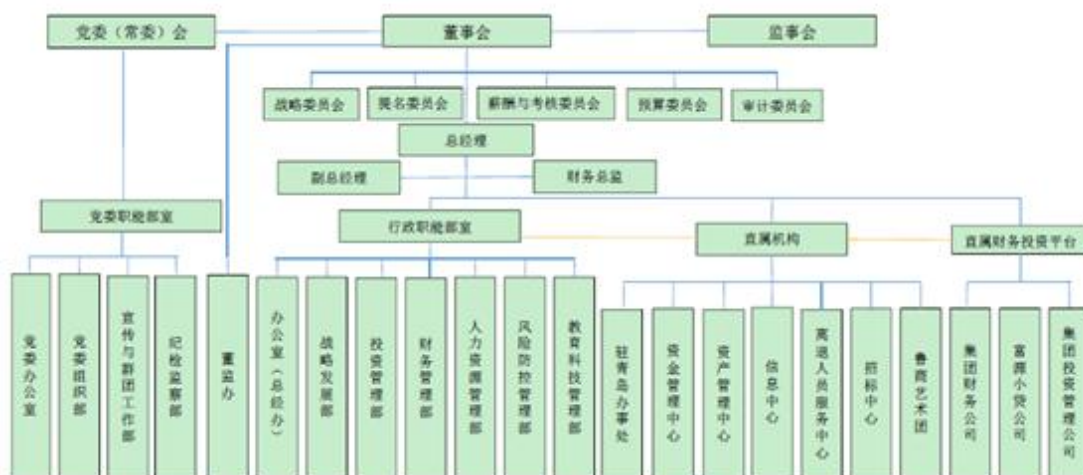
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，并维持“18鲁商CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	61.35	70.54	63.76	90.52
资产总额(亿元)	707.72	836.18	847.52	855.31
所有者权益(亿元)	142.66	146.80	135.72	138.29
短期债务(亿元)	273.59	284.59	263.60	281.41
长期债务(亿元)	88.67	152.01	144.37	94.22
全部债务(亿元)	362.27	436.61	407.97	375.63
营业总收入(亿元)	352.25	343.42	365.58	296.62
利润总额(亿元)	8.77	7.76	7.13	6.55
EBITDA(亿元)	29.07	37.51	30.52	--
经营性净现金流(亿元)	0.11	0.13	38.92	31.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.13	39.29	54.27	--
存货周转次数(次)	0.92	0.81	0.81	--
总资产周转次数(次)	0.53	0.44	0.43	--
现金收入比(%)	122.54	103.77	109.07	124.91
营业利润率(%)	17.29	17.99	17.52	17.64
总资本收益率(%)	2.94	3.07	2.26	--
净资产收益率(%)	3.06	2.93	2.73	--
长期债务资本化比率(%)	38.33	50.87	51.54	40.52
全部债务资本化比率(%)	71.75	74.84	75.04	73.09
资产负债率(%)	79.84	82.44	83.99	83.83
流动比率(%)	141.11	158.39	139.34	126.44
速动比率(%)	51.22	64.25	58.66	53.29
经营现金流动负债比(%)	0.03	0.03	8.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.36	1.46	1.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.46	11.64	13.37	--

注：1. 2018 年 1~9 月财务数据未经审计；2. 其他非流动负债中长期应付债券已计入长期债务，应付债券中短期债券已调整至短期债务；3. 所有者权益中含永续中期票据募集资金净额，相关债券未计入全部债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息