

信用等级公告

联合[2018] 3130 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拟发行的 2018 年度第二期短期融资券进行综合分析和评估, 确定山东省商业集团有限公司 2018 年度第二期短期融资券的信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十一月三十日



山东省商业集团有限公司

2018 年度第二期短期融资券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期短期融资券信用等级：A-1

本期短期融资券发行额度：8 亿元

本期短期融资券期限：365 天

偿还方式：到期一次性还本付息

发行目的：偿还有息债务

评级时间：2018 年 11 月 30 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

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

经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）拟发行的 2018 年度第二期短期融资券的信用等级为 A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险很低。

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，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。
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；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。
3. 公司现金类资产对本期短期融资券保障能力强。

关注

1. 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，短期偿债压力很大，未来随着零售展店和房地产开发持续投资，对外融资压力大。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，债务负担很重。

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 年度第二期短期融资券信用评级报告

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。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。

二、本期短期融资券概况

公司于2017年注册短期融资券总额度40亿元，已于2017年9月发行“17鲁商CP001”10亿元（已到期兑付）、2017年11月发行“17鲁商CP002”10亿元、2017年12月发行“17鲁商CP003”6亿元，2018年11月发行“18鲁商CP001”14亿元。现计划发行2018年度第二期短期融资券（以下称“本期短期融资券”），发行额度为8亿元，期限365天，到期一次性还本付息。本期短期融资券募集资金将全部用于偿还公司有息债务。

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。

本期短期融资券无担保。

三、主体长期信用状况

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，为零零售业筹集发展所需资金搭建了资本平台。在中国连锁经营协会“2017年中国连锁百强”名单中，银座股份以152.16亿元（含税）的销售规模，位列百强第44位。

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

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。

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,公司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。

近年来,公司业务规模持续扩大,资产规模稳定增长。零售业收入受消费政策、经济形式和行业影响增速低缓,房地产业务受宏观政策、产品结构调整及库存压力影响利润空间受到挤压;生物制药等其他业务较为稳定,上述多种因素综合导致公司整体盈利能力一般。公司直接和间接融资渠道畅通,2018年以来,公司降负债工作取得一定成效,有息债务规模有所收缩,但债务负担仍很重,短期偿债压力很大。未来随着投资规模的进一步扩大,对外融资压力将持续存在。

2017年以来,公司零售业务回暖,房地产业务销售实现和回款效率有所提高,整体经营状况向好。考虑到山东省经济快速发展、居民消费能力增强,公司在山东省零售行业中突出的市场地位,以及随着地产、医药、教育、传媒等业务板块的逐步协同发展,公司综合竞争力有望获得提升。

经联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)评定,公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定。

四、主体短期信用分析

1. 资产流动性分析

2015~2017年,公司资产总额保持增长态

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

2015~2017年,公司流动资产快速增长,截至2017年底,公司流动资产合计630.98亿元,同比增长4.30%,构成以存货(占57.90%)、其他应收款(占10.72%)和预付款项(占10.31%)为主。

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

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

2015~2017年,公司其他应收款规模不断增长,截至2017年底,公司其他应收款67.64亿元,同比增长14.83%,主要为公司与未纳入合并范围的受政府委托代管企业的往来款49.66亿元及存放于济南市房地产行业协会的预售保证金等;坏账计提比例为4.81%。近年来公司持续承担国资委要求的代管职能,向代管企业提供借款,以“统借统还”的形式由代管单位承

担资金利息偿还，近年来此部分借款累积余额较高。

2015~2017年，由于房地产项目开发投入增长较快，公司存货呈增长趋势，在流动资产中占比高。截至2017年底，公司存货365.36亿元，同比稍有增长；存货构成主要为开发成本（占60.71%）和开发产品（占32.00%），其中17.59%的存货已用于抵押借款。2017年底公司共计提0.49亿元的跌价准备，主要针对库存商品和开发产品计提，计提比例偏低。

2015~2017年，公司其他流动资产逐年增长，截至2017年底，其他流动资产为60.83亿元，同比增长9.92%，主要来自预缴税费和一卡通预存款的增加，二者余额分别为12.18亿元和42.32亿元。其他流动资产中委托贷款6.00亿元，系为子公司山东省空调工程总公司提供给青岛锦绣前程房地产开发有限公司的借款，未来计划对其进行股权投资。

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%。

从经营效率指标来看，2015~2017年，公司销售债权周转次数逐年增长；受房地产业务开发项目增长较快影响，存货周转次数有所下降；随着资产规模的快速扩大，总资产周转次数呈小幅下降趋势。2017年上述三项指标分别为54.27次、0.81次和0.43次。公司经营效率一般。

总体看，近年来公司资产保持较大规模，构成以流动资产为主；存货以开发成本及开发产品为主，规模受房地产项目开发影响增速较

快，在流动资产中占比较高；其他应收款规模较大，代管企业欠款对资金形成占用。总体看，公司整体资产质量尚可，资产流动性偏弱。

2. 现金流分析

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，变动趋势与营业总收入一致，2017年为453.75亿元；2015~2017年，经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，年均下降4.91%，2017年为414.82亿元。公司收到及支付其他与经营活动有关的现金规模较大，主要为公司与代管单位之间的资金往来。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为0.11亿元、0.13亿元和38.92亿元，2017年同比增长明显。2017年公司现金收入比为109.07%，同比有所提升。

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

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

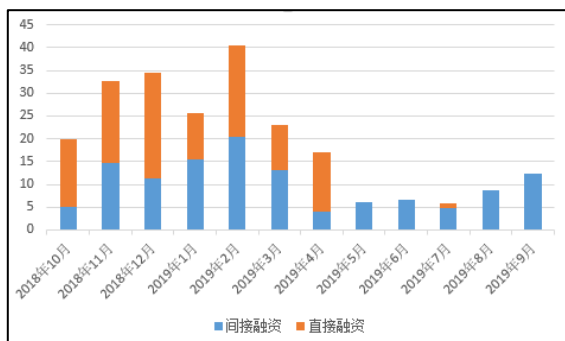
2018年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为31.17亿元、-4.37亿元和-9.86亿元；公司现金收入比较2017年全年提升15.84个百分点至124.91%。

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。

3. 短期偿债能力分析

2015~2017年，公司流动比率和速动比率均有所波动，2017年底分别为139.34%和58.66%。截至2018年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1 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

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。整体看，公司在资本市场具有较强的融资能力。

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。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1.52亿元。总体看，公司或有风险可控。

根据公司贷款卡查询的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G1037010200628970F），截至2018年10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公司的早期贷款，且目前已全部清偿。总体看，公司过往债务履约情况良好。

4. 公司本部财务分析

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，债务负担很重，自身偿债能力弱。

五、本期短期融资券偿债能力

1. 本期短期融资券对公司现有债务影响

公司本期短期融资券拟发行额度为 8 亿元，分别占 2018 年 9 月底公司短期债务和全部债务的 2.84%和 2.13%，本期短期融资券的发行对公司现有债务影响小。

截至 2018 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 83.83%和 73.09%，考虑到本期短期融资券募集资金将全部用于偿还利息债务，发行后公司实际债务负担变动不大。

2. 本期短期融资券偿还能力分析

2015~2017 年，剔除使用受限的资金后，公司现金类资产分别为 56.54 亿元、61.15 亿元和 49.59 亿元，分别为本期短期融资券发行额度的 7.07 倍、7.64 倍和 6.20 倍。截至 2018 年 9 月底，剔除使用受限的资金后，公司现金类资产 74.30 亿元，为本期短期融资券发行额度的 9.29 倍，公司现金类资产对本期短期融资券保障能力强。

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为本期短期融资券发行额度的 57.36 倍、49.98 倍和 56.72 倍，经营活动现金流入量对本期短期融资券的保障能力很强。2015~2017 年，公司经营活动现金净流量分别为本期短期融资券发行额度的 0.01 倍、0.02 倍和 4.87 倍，2017 年公司经营活动现金净流量对本期短期融资券的保障能力有所提升。

总体看，本期短期融资券的发行对公司现有债务影响小；公司现金类资产对本期短期融资券覆盖程度强。

六、结论

公司是山东省国资委全资直属的大型企业

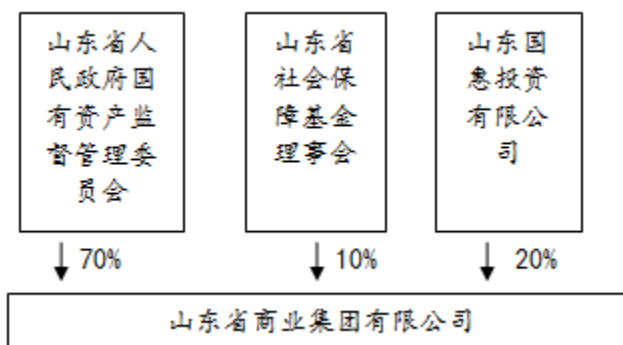
集团，目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒在内的多元化业务格局，核心的商业零售业务在山东及周边市场已具备了显著的品牌优势和规模优势，整体竞争实力强。

近年来，公司业务规模持续扩大，资产规模稳定增长。零售业收入受消费政策、经济形式和行业影响增速低缓，房地产业务受宏观政策、产品结构调整及库存压力影响利润空间受到挤压；生物制药等其他业务较为稳定，上述多种因素综合导致公司整体盈利能力一般。公司直接和间接融资渠道畅通，2018 年以来，公司降负债工作取得一定成效，有息债务规模有所收缩，但债务负担仍很重，短期偿债压力很大。未来随着投资规模的进一步扩大，对外融资压力将持续存在。

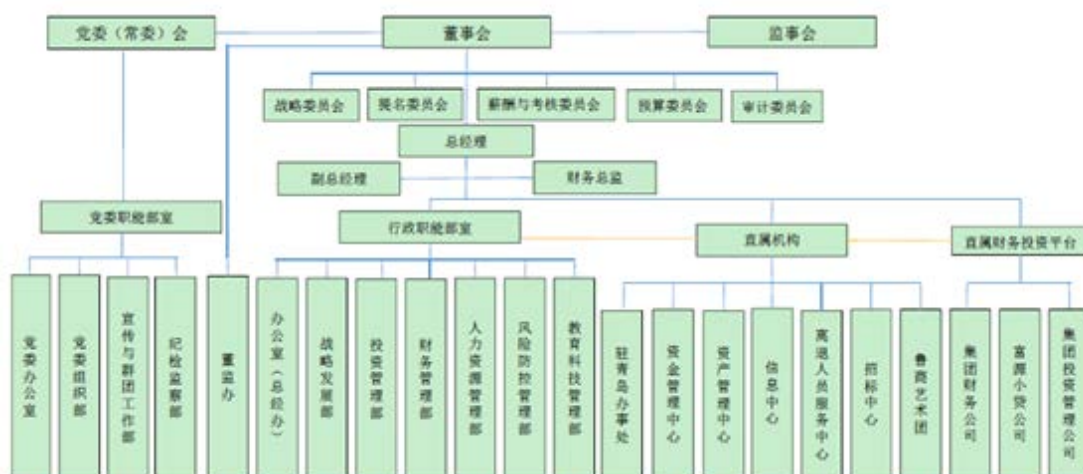
2017 年以来，公司零售业务回暖，房地产业务销售实现和回款效率有所提高，整体经营状况向好。考虑到山东省经济快速发展、居民消费能力增强，公司在山东省零售行业中突出的市场地位，以及随着地产、医药、教育、传媒等业务板块的逐步协同发展，公司综合竞争力有望获得提升。

本期短期融资券的发行对公司现有债务影响小；公司现金类资产对本期短期融资券覆盖程度高。总体看，公司对于本期短期融资券偿还能力很强，本期短期融资券到期不能偿还的风险很低。

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

注：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

联合资信评估有限公司关于 山东省商业集团有限公司 2018 年度第二期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期短期融资券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。联合资信将在本期短期融资券正式发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。

山东省商业集团有限公司或本期短期融资券如发生重大变化，或发生可能对本期短期融资券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短期融资券相关信息，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本期短期融资券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。