

信用评级公告

联合〔2023〕4247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“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：

二〇二三年六月二十五日

山东省商业集团有限公司2023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
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
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：2023 年 6 月 25 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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
		指示评级		
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：公司是山东省国资委下属重要国有资本投融资及产业整合主体，持续获得政府资金支持。				+2
评级结果				AA ⁺

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及产业整合主体，持续获得政府资金支持。跟踪期内，公司维持以商业零售、医药、地产和物业为主的多元化经营格局，新增贸易业务成为公司收入重要组成部分；公司下辖两家上市子公司，其中零售业务保持区域龙头地位；子公司鲁商福瑞达医药股份有限公司（以下简称“福瑞达”）作为全球最大的玻璃酸钠研发及生产基地，行业地位稳固，细分板块盈利能力强。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，公司地产和物业项目存在去化压力，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；医药业务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“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和产业整合主体，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 2023 年 3 月底，公司拥有百货及百货超市复合店 163 家，便利店 212 家，家电店 57 家，家居店 6 家、购物中心 5 家和汽车 4S 店 5 家。
3. 医药板块经营良好，对公司整体业绩形成良好补充。福瑞达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。2022 年以来，福瑞达加大了化妆品各渠道促销推广力度，医药业务收入增长较快，盈利能力强。

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
数据时间	2022	2022	2022	2022
控股股东	山东省人民政府国有资产监督管理委员会	镇江市人民政府国有资产监督管理委员会	景德镇市人民政府国有资产监督管理委员会	威海市人民政府国有资产监督管理委员会
调整后营业利润率(%)	0.05	-3.83	-3.01	-25.56
资产总额(亿元)	1331.11	547.99	1106.45	377.94
所有者权益(亿元)	253.70	268.87	388.42	135.83
营业总收入(亿元)	333.75	114.00	228.98	51.39
营业利润率(%)	25.47	10.17	11.52	-5.67
利润总额(亿元)	6.14	6.40	4.74	1.82
资产负债率(%)	80.94	50.93	64.89	64.06
全部债务资本化比率(%)	64.86	45.29	61.02	55.13
全部债务/EBITDA	15.15	14.82	20.17	12.75
EBITDA 利息倍数(倍)	1.27	1.69	1.34	2.25

注：公司 1 为镇江国有投资控股集团有限公司，公司 2 为景德镇市国资运营投资控股集团有限公司，公司 3 为威海产业投资集团有限公司

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

分析师：刘祎烜 刘丙江

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. 公司本部直接持有的上市子公司股权比例较高，且质押率低，可为公司提供流动性支持。截至 2023 年 3 月底，公司直接持有银座集团股份有限公司 26.48% 股权（未质押），参考市值 7.31 亿元；直接持有福瑞达 51.62% 股权（质押率 10.48%），未质押部分参考市值 49.75 亿元。

关注

1. **零售行业竞争加剧。**2022 年，中国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，实体零售企业经营承压，公司零售业务利润同比大幅下滑。
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；同时公司在建地产和物业项目后续面临一定的资金支出压力。
3. **公司债务负担重，短期债务占比高。**截至 2023 年 3 月底，公司全部债务合计 469.55 亿元，短期债务占 69.74%，全部债务资本化比率为 64.79%。
4. **本部持续亏损，债务负担很重。**公司本部无经营性业务，且承担主要融资职能，财务费用高企导致本部持续亏损。截至 2023 年 3 月底，本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 88.33% 和 78.44%。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	193.00	211.36	161.22	176.73
资产总额(亿元)	1173.57	1327.59	1331.11	1333.08
所有者权益(亿元)	225.30	250.45	253.70	255.16
短期债务(亿元)	384.74	332.74	330.76	327.45
长期债务(亿元)	135.83	186.00	137.61	142.10
全部债务(亿元)	520.58	518.74	468.37	469.55
营业总收入(亿元)	358.02	300.52	333.75	122.42
利润总额(亿元)	8.70	8.41	6.14	3.01
EBITDA(亿元)	37.90	31.58	30.92	--
经营性净现金流(亿元)	39.92	38.56	18.98	9.35
营业利润率(%)	20.59	28.72	25.47	17.91
净资产收益率(%)	1.08	1.13	0.41	--
资产负债率(%)	80.80	81.13	80.94	80.86
全部债务资本化比率	69.79	67.44	64.86	64.79
流动比率(%)	105.53	105.53	98.54	99.59
经营现金流动负债比	4.96	4.38	2.05	--
现金短期债务比(倍)	0.50	0.64	0.49	0.54
EBITDA 利息倍数(倍)	1.10	1.08	1.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.74	16.43	15.15	--
公司本部（母公司）				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	362.99	383.89	398.14	393.59
所有者权益(亿元)	37.31	54.41	46.70	45.93
全部债务(亿元)	213.18	178.60	171.40	167.12
营业总收入(亿元)	0.59	0.56	0.53	0.10
利润总额(亿元)	-1.06	-3.00	-4.35	-0.67
资产负债率(%)	89.72	85.83	88.27	88.33
全部债务资本化比率	85.10	76.65	78.59	78.44
流动比率(%)	93.14	84.85	82.38	72.32
经营现金流动负债比	25.86	15.59	6.69	--

注：2023 年一季度财务数据未经审计；合并口径中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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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 2023 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 2023 年 3 月底，公司注册资本为 12.90 亿元，实收资本 21.54 亿元，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。

公司经营范围 2022 年无重大变化。

截至 2023 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防控中心共 6 个职能部门。

截至 2023 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）26.48% 的股权，无质押；直接持有鲁商福瑞达医药股份有限公司（以下简称“福瑞达”，证券代码为 600223.SH）51.62% 的股权，其中 10.48% 已质押。福瑞达子公司鲁商生活服务股份有限公司（以下简称“鲁商服务”，股票代码：2376.HK）2022 年 7 月于港交所完成上市，福瑞达直接持有鲁商服务 71.30% 的股权。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 1331.11 亿元，所有者权益 253.70 亿元（含少数股东权益 137.74 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 333.75 亿元，利润总额 6.14 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 1333.08 亿元，所有者权益 255.16 亿元（含少数股东权益 138.92 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 122.42 亿元，利润总额 3.01 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区经十路 9777 号；法定代表人：王绪超。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 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，募集资金已按指定用途使用完毕，并按时付息。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
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

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总

基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》](#)。

五、行业分析

1. 零售行业

2022 年，中国社会消费品零售总额实现 439733 亿元，比上年下降 0.2%。全年实物商品网上零售额 119642 亿元，按可比口径计算，比上年增长 6.2%，占社会消费品零售总额的比重为 27.2%。线下零售业态依然占据零售市场约 70% 的比重，对整体零售行业发展起到重要支撑作用。按零售业态分，限额以上零售业单位中的超市、便利店、专业店、专卖店零售额比上年分别增长 3.0%、3.7%、3.5%、0.2%，而百货

店下降 9.3%，下降幅度明显，实体百货行业在 2022 年经营压力加大。2023 年一季度，国内生产需求企稳回升社会消费品零售总额同比增长 5.8%，上年四季度为下降 2.7%。

从零售行业主要业态看，（连锁）超市的刚性需求较为突出，在经济环境波动下能及时转变经营策略以匹配市场需求，近年来超市销售额始终呈增长态势，抗风险能力较强；百货（含购物中心）业态，近年来新开门店速度逐步放缓，同时受门店经营受阻和居民消费场景受限等因素影响，销售额呈现波动，主要百货企业利润总额呈现下降或波动下降趋势；网络零售持续为零售业增长的主要拉动力，规模不断扩大，近年另衍生出直播电商等新兴业态，预计未来市场规模将进一步扩大。

政策方面，国务院、发改委、商务部等部门出台多项支持政策，包括顺应消费升级趋势，促进消费提质扩容等。2022 年 12 月，国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》强调最终消费是经济增长的持久动力，未来将顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。此外，12 月以来出行政策的持续优化调整，不断丰富居民消费场景，线下客流逐步回暖。

短期看，随着居民生活秩序恢复，居民外出消费活动增加，实体店客流显著回升，将带动线下零售行业复苏，全年社会消费品零售总额有望回归既有增长态势。长期看，随着供需关系的持续改善，人均可支配收入的持续增长，以及零售企业持续提质升级，加快数字化转型，内生增长能力有望得到增强。零售行业长期发展前景较好。详见 [《2022 年零售行业研究报告》](#)。

2. 房地产行业

2022 年，在多重因素影响下，国内房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。面对经济下行，为

防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022年11月，融资端政策利好集中释放，“四箭齐发”等政策将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但政策传导速度及落地效果仍有待观察。在政策宽松预期及前期需求释放下，2023年国内房地产市场会有阶段性回暖，但长期不确定性仍大。完整版行业分析详见《[2023年房地产行业分析](#)》。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023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。医药相关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、地产和物业、医药为主的多元化业务格局。其中，银座股份是公司零售业务的主要经营主体，福瑞达是公司医药业务的主要经营主体。

零售业方面，“银座”品牌知名度高，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2023年3月底，公司拥有163家百货及百货超市复合店，212家便利店，57家家电店，6家家居店，5家购物中心和5家汽车专营店。

医药方面，子公司福瑞达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

监管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”和“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。福瑞达拥有550人的研发团队，先后承担国家、省部级重大科技专项30余项，获授权专利276项，获国家科技进步二等奖三项，国家科技进步三等奖一项，透明质酸研究开发水平国际领先。

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2023年6月1日，公司本部无未结清不良信贷信息记录，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2023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，公司任命新任董事长、副总经理和外部董事。法人治理结构和管理体制等方面无重大变化。

2022年，根据山东省人民政府鲁政任字（2022）152号决定，免去高洪雷公司董事长、董事职务；任命王绪超为公司董事长。任命朱华建为公司董事、副总经理（主持经理层工作）。根据山东省国资委鲁国资产字（2023）3号文件，委派孙运伟为公司外部董事。

王绪超，男，中共党员，1967年7月生，汉族，本科学历。历任山东省委企业工委省管企业监事会管理办公室副主任、工作处副处长，山东省国资委办公室负责人、主任，山东省国资委规

划发展处处长，山东省国资委副巡视员、二级巡视员，山东省国资委委员、副主任。现任公司党委书记、董事长。

朱华建，男，中共党员，1975年生，汉族，管理学博士。历任公司财务管理中心副主任，山东省国资委财务监督处处长，国泰租赁有限公司总经理、党委副书记、总经理，泰山财产保险股份有限公司党委副书记、董事、总经理、党委书记、董事长。现任公司董事、副总经理（主持经理层工作）。

孙运伟，男，中共党员，1968年生，汉族，哲学学士。历任山东省国资委办公室副主任、上海齐鲁实业集团党委副书记、董事、总经理。现任公司外部董事，山东高速集团有限公司外部董事。

八、重大事项

福瑞达向关联方出售房地产业务相关全部资产及负债。

福瑞达（原鲁商健康产业发展股份有限公司，2023年5月变更为现名）于2022年12月31日发布《鲁商健康产业发展股份有限公司重大资产出售暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，拟将福瑞达及其全资子公司山东鲁健产业管理有限公司（以下简称“鲁健产业”）、山东鲁商健康产业有限公司（以下简称“鲁商健康”）持有的山东省鲁商置业有限公司100%股权、山东鲁商新城产业发展有限公司100%股权、山东鲁商创新发展有限公司100%股权、菏泽鲁商置业有限公司100%股权、临沂鲁商地产有限公司100%股权、临沂鲁商置业有限公司51%股权、临沂鲁商发展金置业有限公司44.10%股权、临沂鲁商置业发展有限公司32%股权（上述股权资产以下简称“标的资产”）以及福瑞达对上述标的资产及其下属公司的全部债权以59.07亿元现金对价方式交易给山东省城乡发展集团有限公司（以下简称“山东城发”，公司持有山东城发100%股权）。

本次交易标的资产分两批交割，第一批次交割的款项由山东城发于《重大资产出售协议

书》生效后5日内支付不低于本次交易对价的50%，第二批次交割款项于2023年10月31日前支付不低于该次交易对价的50%。截至2023年4月28日，本次交易第一批次标的资产已完成交割。

本次交易完成后，上市公司福瑞达将置出房地产开发业务的全部资产及负债，福瑞达不再从事房地产开发相关业务。公司房地产业务主体变更为山东城发。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司传统业务板块同比变动不大，2022年新增贸易业务，受其低附加值影响，公司当期综合毛利率有所下滑。

跟踪期内，公司在商业零售、医药、地产和物业等板块为主的多元化业务格局基础上新增贸易业务，该业务成为公司重要收入构成之一。2022年，公司实现营业总收入333.75亿元，同比增长11.06%，主要来自新增贸易业务收入。

分板块看，2022年，零售业务仍是公司主要收入来源，当期实现收入137.39亿元，同比变动不大，收入占比为41.17%；地产和物业业务实现收入101.52亿元，同比变动不大，收入占比为30.42%；医药业务实现收入28.00亿元，同比增长17.50%，主要系公司加大化妆品促销力度所致；公司自2022年11月起开展有色金属贸易业务，2022年实现收入30.00亿元；公司其他业务主要包括教育、酒店运营、租赁服务、文旅等业务，2022年实现收入36.83亿元，同比变动不大。

毛利率方面，2022年，公司综合毛利率为27.84%，同比下降3.72个百分点，主要系新增低附加值的贸易业务及零售业务毛利率下滑所致。分板块看，2022年，公司零售业务毛利率为31.38%，同比下降1.64个百分点；医药业务毛利率为57.10%，同比变动不大，保持较高水平；地产和物业业务毛利率为15.70%，同比下降2.08个百分点；其他业务毛利率为48.51%，同比变动不大。

2023年1—3月,公司实现营业总收入122.42亿元,同比大幅增长97.99%,主要系新增贸易业务所致。同期,地产和物业业务加速结转,实现收入16.74亿元,同比增长16.30%,其他业务板块收入同比变动不大;2023年1—3月,公司综

合毛利率为19.90%,同比下降17.52个百分点,主要系贸易业务毛利率低及地产业务毛利率下降所致。其中,地产和物业业务毛利率同比大幅下降21.10个百分点至9.08%,主要系当期结转收入主要来自毛利偏低的刚需住宅所致。

表2 2021—2022年及2023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	2021年			2022年			2023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(%)
零售	141.53	47.10	33.02	137.39	41.17	31.38	41.03	33.52	33.56
医药	23.83	7.93	58.82	28.00	8.39	57.10	6.92	5.65	58.00
地产和物业	99.80	33.21	17.78	101.52	30.42	15.70	16.74	13.68	9.08
贸易	--	--	--	30.00	8.99	0.07	48.88	39.93	0.09
其他	35.36	11.77	46.21	36.83	11.04	48.51	8.84	7.22	56.75
合计	300.52	100.00	31.56	333.75	100.00	27.84	122.42	100.00	19.90

注:其他业务主要包括旅游、酒店、租赁及教育业务
资料来源:公司提供

2. 零售业

2022年,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,但受市场环境变化及商誉减值影响,零售业务利润总额同比下滑幅度大。

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。2022年,银座股份实现营业收入53.79亿元,同比减少5.14%;实现利润总额0.37亿元,同比减少69.42%,主要系市场环境变化及商誉减值所致。2023年一季度,银座股份实现营业收入16.42亿元,同比下降5.18%,实现利润总额1.25亿元,同比增长46.71%。

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2023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货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2023年3月底,公司拥有百货及百货超市复合店163家,便利店212家,家电店57家,家居店6家。其中,百货及百货超市复合店经营面积较2021年底有所下降。

表3 2021—2022年末及2023年3月底公司零售业店面情况(单位:家、万平方米)

店面种类	2021年底		2022年底		2023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	171	371.20	163	357.87	163	357.87

便利店	204	8.32	212	7.52	212	7.52
家居店	8	71.4	6	45.55	6	45.55
家电店	57	5.43	57	5.29	57	5.29
购物中心	5	60.10	5	60.10	5	60.10
汽车 4S 店	5	7.03	5	7.03	5	7.03
合计	450	523.48	448	483.36	448	483.36

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。在山东省外，截至2023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，2022年，公司零售业下属46家主要经营门店实现销售额61.13亿元，同比下降8.51%。同期，主要门店实现净利润6.46亿元，同比变动不大。公司主要经营门店中16家门店亏损，较上年亏损门店数量有所增加。

表 4 2022 年及 2023 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	
						2022 年	2023 年 1-3 月	2022 年	2023 年 1-3 月
1	山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	132610.29	38509.41	48295.67	3888.06
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	37921.06	12977.23	309.36	741.96
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	18608.56	5256.05	-830.59	558.36
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	16931.80	4913.08	3397.76	1253.69
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	31037.26	11126.16	1621.57	1052.96
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	28884.50	9123.74	3464.09	1466.29
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	10633.92	3400.44	-536.29	115.68
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	7212.79	2049.27	529.93	199.90
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	13658.43	4582.88	-13.55	112.58
10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	16470.21	4950.25	1596.59	672.50
11	日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	22483.02	6696.31	2116.34	601.26
12	淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	7034.19	2221.34	287.86	147.18
13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	14526.00	4782.82	462.20	484.77
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	15722.54	4624.85	2116.04	794.98
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	6077.31	1886.23	719.68	276.50
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	78.88	4.44	-163.86	-67.66
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	13779.65	4523.54	431.44	402.23

18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	898.45	245.96	164.77	47.29
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	11029.94	3361.60	592.61	203.28
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	8279.36	2678.78	1604.02	468.60
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	24378.07	4250.24	1348.16	183.84
22	石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	3463.29	906.21	-1905.49	-446.01
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	5593.53	1659.11	90.21	89.15
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	4383.16	1256.91	120.05	41.32
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	5435.19	1790.07	434.56	249.73
26	济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	2883.08	781.09	-1385.51	-247.27
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	4631.66	1394.26	616.16	210.03
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	6610.23	2112.49	500.34	255.19
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	14019.79	4342.79	1987.41	726.04
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	8400.35	2415.15	613.09	309.20
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	1936.00	494.77	235.94	97.69
32	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	2071.58	547.96	244.63	120.87
33	鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	2439.26	737.48	-279.87	-55.93
34	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	5098.09	1462.91	-597.60	-94.16
35	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	3333.65	1096.73	-1654.61	-366.34
36	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	4345.33	1253.92	-1274.85	-285.87
37	张家口银座商城	4.10	2014	自有	百货+超市	6215.67	1984.77	1814.97	628.33
38	济南和谐广场	14.5	2011	自有	购物中心	34189.01	10674.74	2445.98	1058.86
39	银座济南高新店	2.38	2011	租赁	百货+超市	15304.43	5097.51	1976.88	670.39
40	临沂和谐广场	8.20	2012	自有	购物中心	3018.63	726.89	-2659.95	-623.89
41	银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	12712.68	4041.44	1779.50	703.27
42	青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	6608.24	1627.99	-1224.91	-244.32
43	北京和谐广场	14.00	2016	自有	购物中心	9962.49	2544.86	-2744.40	-1928.78
44	菏泽和谐广场	10.00	2017	租赁	购物中心	7534.94	1882.87	-1989.72	-602.87
45	淄博高青银座	2.02	2017	租赁	百货+超市	537.17	183.74	-23.01	20.89
46	德州齐河银座	1.85	2017	租赁	百货+超市	2322.51	662.97	-81.51	-18.91
合计		151.47	--	--	--	611306.22	183844.23	64552.10	13870.86

资料来源：公司提供

3. 地产和物业业务

跟踪期内，公司地产和物业业务拿地及开

发节奏放缓；受市场环境下行影响，签约销售面积及签约销售金额同比均明显下降。公司地

产和物业在建项目仍需一定规模资金投入，项目区位集中在二、三、四线城市，考虑到现阶段地产市场需求尚未回暖，公司存量项目去化情况有待关注。

公司地产和物业项目主要由子公司山东城发负责运营。山东城发成立于 2022 年 12 月，截至 2022 年底，山东城发资产总额 50000.08 万元，所有者权益-0.02 万元，2022 年山东城发实现收入 0.00 万元，净利润-0.02 万元；截至 2023 年 3 月底，山东城发资产总额 571.21 亿元，所有者权益 53.10 亿元，2023 年一季度实现收入 16.74 亿元，净利润-1.27 亿元。

公司地产和物业业务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”和“鲁商生态别墅”三大产品系列。

2022 年以来，公司拿地节奏暂缓，以去化存量土地储备为主。截至 2023 年 3 月底，公司土地储备拟开发建筑面积共 59.91 万平方米，主要位于哈尔滨市、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 5 截至 2023 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

土地储备项目	开发类型	土地面积	其中：商业地产占地面积	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	11.39	7.80	34.14	2011.05.16	10.40	2024 年 12 月动工
临沂鲁商知春湖	住宅+商业	0.58	0.00	0.58	2017 年	0.12	2024 年
临沂鲁商金悦城	商业	0.80	0.80	2.50	2017.8	0.30	2022 年
高邮秦邮印象	住宅+商业	5.29	2.45	9.50	2021.3	1.24	2023 年
济宁运河公馆	集中商业	2.09	2.09	2.87	2015.07	0.70	已开发
菏泽蓝岸公馆	商业	2.36	2.36	6.71	2019.10	1.10	预计 2025 年开工
青岛鲁商中心	商业	3.08	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	4.76	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	8.83	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	4.36	2.35	7.11	2016.7	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	3.74	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	9.79	1.68	25.26	2020.3.2	9.96	已开发
淄博	商业	2.84	2.84	4.53	2018.06.22	0.70	2024 年开发
哈尔滨	住宅、商业	11.39	7.80	34.14	2011.05.16	10.4	2024 年 12 月动工
临沂鲁商知春湖	住宅+商业	0.58	0.00	0.58	2017 年	0.12	2024 年
合计	--	59.91	29.62	150.09	--	47.13	--

资料来源：公司提供

开发方面，2022 年以来，公司放缓地产和物业业务开发节奏，新开工面积较上年大幅下降，地产和物业新开工面积和竣工面积分别为 48.89 万平方米和 124.56 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，2022 年签约销售面积为 63.50 万平方米，签约销售额 67.38 亿元，同比均大幅下滑，主要系市场环境下行所致。

表 6 2020 - 2022 年公司地产和物业开发及销售情况
（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2020年	2021年	2022年
当期开工面积	188.13	137.75	48.89
当期竣工面积	116.71	114.73	124.56
当期签约销售面积	167.60	137.11	63.50
当期签约销售金额	175.98	146.45	67.38
实现销售回款	171.38	140.00	69.48

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2023年3月底，已开发完成的有济南鲁商国奥城、泰安银座城市广场和济南银座晶都国际等项目，建筑面积141.03万平方米，总投资77.61亿元，已累计完成销售100.07亿元，累计回款100.08亿元。在建及在售项目包括青岛鲁商中心燕儿岛和临沂鲁商中心。截至2023年3月底，上述在建项目规划建筑面积135.01万平方米，总投资额132.00亿元，已完成投资95.94亿元，截至2023年3月底，销售回款率分别为97.64%和100.00%。

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2023年3月底，鲁商花园住宅已完工项目11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314.91亿元，已累计销售321.48亿元，累计回款213.51亿元。在建项目19个，主要包括哈尔滨鲁商松江新城、鲁商金茂公馆等项目。截至2023年3月底，上述项目规划建筑面积1146.56万平方米，计划总投资923.73亿元，已完成投资683.52亿元，2023年预计销售资金回流103.39亿元，截至2023年3月底，在建项目中15个项目销售回款率超过90%。

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2023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6个项目，总投资63.54亿元，累计销售67.23亿元，累计回款67.22亿元；在建项目为临沂知春湖项目，截至2023年3月底，上述项目规划建筑面积39.43万平方米，计划投资总额48.00亿元，已完成投资25.44亿元。

4. 医药

福瑞达拥有多个药品及化妆品知名品牌，2022年以来，福瑞达加大了化妆品各渠道促销推广力度，营业收入增长较快，医药业务盈利能力强，对公司整体业绩形成良好补充。

公司医药业务运营主体为下属上市公司福瑞达，其拥有全球领先的透明质酸研发和应用技术，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。

截至2022年底，福瑞达资产总额合计584.74亿元，所有者权益55.67亿元，2022年实现收入129.51亿元（含地产板块收入97.37亿元），利润总额2.61亿元，同比下降59.45%，主要系财务费用增长所致；截至2023年3月底，福瑞达资产总额合计124.32亿元，所有者权益合计45.53亿元，2023年一季度实现收入12.72亿元，利润总额1.67亿元，同比增长65.06%。

公司医药业务主要产品分为药品、化妆品、原料药及添加剂和其他产品。2022年，公司医药业务实现收入28.00亿元，同比增长17.50%，主要来自化妆品业务收入规模增长。目前福瑞达形成了以“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。药品方面，2022年实现收入5.11亿元，福瑞达现有基本药物28个产品，涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域，纳入国家基本药品目录的有22个。

表7 2020-2022年公司医药业务收入结构

（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年
药品	4.98	5.41	5.11
化妆品	6.89	14.95	19.69
原料药及添加剂	1.98	2.41	2.85
其他	0.93	1.06	0.35
合计	14.77	23.83	28.00

资料来源：公司提供

原材料采购方面，药材是福瑞达原材料采购的主要品种，约占原材料采购量的50%以上。药品方面，主要原材料为盐酸二甲双胍等，2022年药品原材料采购前五大金额合计为0.92亿元，

占比为38.21%；化妆品方面，主要原材料为原材料及包装，2022年化妆品原材料采购前五大合计金额1.76亿元，占该产品采购额的22.87%，福瑞达主要产品原材料采购集中度尚可。支付方式主要为承兑及电汇，账期为三个月。

产品销售方面，公司销售模式以经销商模式为主。福瑞达国内设立30余个业务办事处，营销网络覆盖全国。回款模式方面，先款后货客户约占30%，赊销账期一个月内的客户约占70%。销量方面，2022年，化妆品实现销量0.22亿个，销量同比增长32.83%，产能利用率和产销率分别为43.43%和44.45%；西药实现销量0.65万支，同比增长23.78%，产能利用率和产销率分别为103.52%和99.97%。销售渠道方面，福瑞达近年来持续拓展线上销售渠道，2022年，化妆品网上销售金额17.57亿元，占收入总额的62.75%。下游集中度方面，2022年，福瑞达化妆品销售前五大金额合计16.18亿元，占该产品销售总额的82.17%，集中度很高；药品销售前五大金额合计1.18亿元，占该产品销售额的22.99%。

5. 贸易业务

2022年公司新增有色金属贸易业务，该业务尚处于培育阶段，未来将成为公司重要收入来源。

公司于2022年11月开展大宗贸易业务，主要从事有色金属的批发销售，业务运作主体为二级子公司山东银座配送有限公司（以下简称“银座配送”）。2022年底，银座配送资产总额合计21.19亿元，所有者权益9.60亿元，2022年实现收入57.56亿元，利润总额0.30亿元；截至2023年3月底，银座配送资产总额合计22.77亿元，所有者权益8.93亿元，2023年一季度实现收入55.85亿元，利润总额293.4万元。

业务流程方面，下游客户向银座配送发送采购订单，银座配送结合期货价格及市场升贴水报价与上游供应商锁定供货价格后，确认订单。银座配送发送采购订单至上游锁定资源，并申请付款，结算方式主要为现汇或商业汇票。上游根据银座配送要求在指定的第三方仓库完成

货物交割后，银座配送根据合同约定的交货条件在指定仓库完成下游货物交割。业务周期一般在1~5天，远期交货业务最长不超90天。业务操作结束后，根据仓库称重后的实际货物交割数量进行结算对账，每月中下旬和上下游集中进行发票开具，确认贸易业务营收。公司贸易业务主要供应商系上海归藏投资管理有限公司和宁波海天志诚物产有限公司，上游集中度很高。下游前五大客户占比61.27%，集中度高。

6. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2022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21.16次、0.47次和0.25次，整体经营效率尚可。

7. 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。

公司制定了“12345”高质量发展战略，明确了“1+8+N”业务发展规划。旨在打造“鲁商生活”服务平台，通过优化整合商品、服务、会员、金融等资源，提供鲁商优质、差异化、特色的商品和本地化服务，构建鲁商生活服务生态圈，打造成为山东本土最具影响力的生活服务电商平台。做强八大业务板块，通过存量资源整合升级和大力发展增量资源的方式，逐步做大做强零售、医药、地产和物业、类金融、教育、科技、产业发展、资产管理等八大业务板块。持续探索开展新兴业务，包括不限于大宗商品贸易、预制菜、进出口贸易等业务模式。

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。健康产业以福瑞达为主体，以山东省药学院、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。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022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2023年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，截至2022年底，公司合并范围子公司共328家，较上年底增加39家，减少4家；截至2023年3月底，公司合并范围较上年底无变化。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2022年底，公司合并资产总额1331.11

亿元，所有者权益253.70亿元（含少数股东权益137.74亿元）；2022年，公司实现营业总收入333.75亿元，利润总额6.14亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1333.08亿元，所有者权益255.16亿元（含少数股东权益138.92亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入122.42亿元，利润总额3.01亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，公司资产规模保持稳定，构成以流动资产为主。流动资产中，其他应收款和以房地产项目为主的存货占比高，货币资金受限规模较大。公司整体资产流动性偏弱，资产质量一般。

截至2022年底，公司合并资产总额1331.11亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占68.63%，非流动资产占31.37%。公司资产以流动资产为主。

表8 2020—2022年末及2023年3月底公司资产主要构成

科目	2020年末		2021年末		2022年末		2023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	848.87	72.33	928.19	69.92	913.52	68.63	920.71	69.07
货币资金	134.86	15.89	150.56	16.22	110.07	12.05	131.98	14.33
其他应收款	63.39	7.47	77.78	8.38	119.33	13.06	117.10	12.72
存货	500.27	58.93	520.00	56.02	503.79	55.15	498.48	54.14
非流动资产	324.69	27.67	399.40	30.08	417.58	31.37	412.37	30.93
投资性房地产	69.88	21.52	121.42	30.40	115.07	27.56	115.07	27.90
使用权资产	0.00	0.00	41.77	10.46	40.88	9.79	40.64	9.85
固定资产	100.97	31.10	116.64	29.20	125.24	29.99	123.78	30.02
资产总额	1173.57	100.00	1327.59	100.00	1331.11	100.00	1333.08	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年底，公司流动资产913.52亿元，较上年底变化不大，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。截至2022年底，公司货币资金110.07亿元，较上年底下降26.89%，主要由银行存款（占57.60%）和受限货币资金（占42.04%）构成，公司货币资金受限比例高；存货503.79亿元，较上年底变动不大，主要由地产和物业业务产生的开发成本（302.77亿元）和开发产品（190.72亿元）构成。公司累计计提存货跌价准

备4.52亿元。

截至2022年底，公司其他应收款119.33亿元，较上年底增长53.42%，增长主要系地产业务合作开发项目应收款增加所致。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50.66%，公司累计计提其他应收款坏账准备12.95亿元。

(2) 非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产417.58亿元，较上年底增长4.55%，主要由投资性房地产、固定资产和使用权资产构成。截至2022年底，公司投资性房地产115.07亿元，较上年底下降5.23%，主要由房屋及建筑物（77.14亿元）和土地使用权（44.28亿元）构成；固定资产账面价值125.24亿元，较上年底增长7.37%，主要由房屋及建筑物（107.83亿元）构成，累计计提折旧82.24亿元，计提减值准备0.87亿元；使用权资产40.88亿元，较上年底变化不大，以房屋及建筑物为主（40.35亿元）。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1333.08亿元，较上年底变化不大。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2023年3月底，公司受限资产173.90亿元，占总资产的比重为13.04%，主要为用于贷款抵质押的受限存货74.65亿元和各类保证金受限货币资金48.61亿元。

表9 截至2023年3月底公司使用受限的资产情况
(单位：亿元)

资产科目	抵押/受限金额
货币资金	48.61
存货	74.65
固定资产	28.67
无形资产	6.32
投资性房地产	15.65
合计	173.90

资料来源：公司提供

3. 资本结构

截至2022年底，公司所有者权益中少数股东权益和其他权益工具占比高，权益结构稳定性弱。公司债务规模有所下降，但存量规模仍较大，期限以短期为主，考虑所有者权益中永续债规模大，公司债务负担很重且债务结构有待改善。

(1) 所有者权益

截至2022年底，公司所有者权益253.70亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为45.71%，少数股东权益占比为54.29%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占8.49%、14.87%、18.36%和-0.75%。

截至2022年底，公司实收资本合计21.54亿元，较上年底增长2.71%，主要系收到股东同比例增资所致；截至2022年底，公司资本公积合计37.72亿元，较上年底增长54.82%，主要来自土地评估增值13.11亿元；截至2022年底，公司未分配利润较上年底大幅下降至-1.92亿元，主要系支付永续类借款利息及因计提汇兑损失导致的亏损所致。截至2022年底，公司其他权益工具合计46.57亿元，全部为永续债。

截至2023年3月底，公司所有者权益255.16亿元，较上年底变化不大。

(2) 负债

截至2022年底，公司负债总额1077.40亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占86.04%，非流动负债占13.96%。公司负债以流动负债为主。

表10 2021-2022年末及2023年3月底公司负债主要构成

科目	2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债	879.57	81.66	927.04	86.04	924.49	85.77
短期借款	158.80	18.05	135.99	14.67	138.81	15.02
应付账款	104.68	11.90	106.80	11.52	105.44	11.41
其他应付款	166.18	18.89	219.37	23.66	230.58	24.94
一年内到期的非流动负债	90.17	10.25	119.67	12.91	118.40	12.81
合同负债	238.45	27.11	232.19	25.05	230.39	24.92
非流动负债	197.56	18.34	150.36	13.96	153.44	14.23

长期借款	68.38	34.61	45.47	30.24	48.51	31.61
应付债券	61.64	31.20	36.05	23.97	36.70	23.92
租赁负债	47.11	23.85	45.33	30.15	45.27	29.50
负债总额	1077.14	100.00	1077.40	100.00	1077.93	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2022 年底，公司流动负债 927.04 亿元，较上年底增长 5.40%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和合同负债构成。截至 2022 年底，公司短期借款 135.99 亿元，较上年底下降 14.36%，以保证借款和信用借款为主，分别为 85.65 亿元和 22.96 亿元；应付账款 106.80 亿元，较上年底变化不大，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；其他应付款 219.37 亿元，较上年底增长 32.00%，主要系往来款增长所致。公司其他应付款主要由资金往来款（84.65 亿元）和预付充值卡资金（90.87 亿元）构成；合同负债 232.19 亿元，较上年底变化不大，主要由预收购房款 208.80 亿元构成；一年内到期的非流动负债 119.67 亿元，较上年底增长 32.72%，主要由一年内到期的长期借款（36.36 亿元）和一年内到期的应付债券（72.88 亿元）构成。

截至 2022 年底，公司非流动负债 150.36 亿元，较上年底下降 23.89%，主要由长期借款、应付债券和租赁负债构成。截至 2022 年底，公司长期借款 45.47 亿元，较上年底下降 33.50%，长期借款主要由保证借款（18.82 亿元）和抵押+保证借款（17.67 亿元）构成；应付债券 36.05 亿元，较上年底下降 41.52%，主要系部分应付债券调入一年内到期的非流动负债科目所致；租赁负债 45.33 亿元，较上年底变动不大，租赁付款额合计 64.94 亿元，其中未确认融资费用 13.84 亿元，分类至一年内到期的非流动负债 5.77 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 1077.93 亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占 85.77%，非流动负债占 14.23%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变动不大。

有息债务方面，截至 2022 年底，公司全部债务 468.37 亿元，较上年底下降 9.71%。其中，

短期债务 330.76 亿元，较上年底变化不大，占全部债务的 70.62%；长期债务 137.61 亿元，较上年底下降 26.02%，占全部债务的 29.38%。从债务指标来看，截至 2022 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 80.94%、64.86%和 35.17%，较上年底分别下降 0.19 个百分点、下降 2.58 个百分点和下降 7.45 个百分点。

截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 469.55 亿元，债务规模、结构及债务指标较上年底变动不大。考虑所有者权益中其他权益工具规模大，公司债务负担很重。

4. 盈利能力

2022 年，公司营业总收入同比增长，期间费用对公司利润侵蚀明显，经营性利润同比下滑幅度较大，利润总额对非经常性损益依赖程度高。

2022 年，公司实现营业总收入 333.75 亿元，同比增长 11.05%，发生营业成本 240.47 亿元，同比增长 17.06%，增速快于营业总收入。2022 年，公司营业利润率为 25.47%，同比下降 3.25 个百分点。

2022 年，公司费用总额为 83.49 亿元，同比增长 3.44%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 58.02%、20.09%、4.24% 和 17.64%。其中，财务费用为 14.73 亿元，同比增长 54.21%，主要系汇兑损失增加所致。2022 年，公司期间费用率为 25.02%，同比下降 1.84 个百分点。公司费用规模较大，对整体利润存在侵蚀。

2022 年，公司实现投资收益 4.90 亿元，同比下降 42.60%，主要系处置交易性金融资产取得的一次性投资收益不延续所致，投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益和交易性金融资产持有期间收益构成；同期，公司实现其他收

益1.15亿元，主要为政府补贴；2022年，公司公允价值变动收益2.70亿元，同比大幅增长，主要来自以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和以公允价值计量的投资性房地产增值。

2022年，公司实现利润总额6.14亿元，同比下降26.93%，主要系经营性利润下降幅度较大。非经常性损益（投资收益+其他收益+公允价值变动收益）占当期利润总额的142.31%，公司利润总额对非经常性损益依赖程度高。盈利指标方面，2022年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为1.46%、0.41%，同比分别下降0.14个百分点和0.72个百分点。

表 11 公司盈利能力变化情况

项目	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	300.52	333.75
利润总额（亿元）	8.41	6.14
营业利润率（%）	28.72	25.47
总资产收益率（%）	1.60	1.46
净资产收益率（%）	1.13	0.41

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2023年1—3月，公司实现营业总收入122.42亿元，同比增长98.00%，主要系新增贸易业务所致，营业利润率为17.91%，同比下降16.84个百分点。2023年1—3月，实现利润总额3.01亿元，同比增长37.57%。

5. 现金流

2022 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，投资活动现金流转为净流入，考虑在建地产项目尚需一定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	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	400.19	410.81	198.43
经营活动现金流出小计	361.63	391.83	189.08
经营现金流量净额	38.56	18.98	9.35
投资活动现金流入小计	40.20	53.25	7.80
投资活动现金流出小计	44.93	51.27	2.26
投资活动现金流量净额	-4.72	1.98	5.54
筹资活动前现金流量净额	33.84	20.96	14.89

筹资活动现金流入小计	488.91	448.42	149.02
筹资活动现金流出小计	529.63	503.76	141.66
筹资活动现金流量净额	-40.72	-55.34	7.36
现金收入比（%）	122.64	115.72	141.53

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入410.81亿元，同比变化不大，其中，销售商品、提供劳务收到的现金386.21亿元，主要为公司销售商品收到的现金以及房地产项目预收款；经营活动现金流出391.83亿元，同比增长8.35%。2022年，公司经营活动现金净流入18.98亿元，同比下降50.78%。2022年，公司现金收入比为115.72%，同比下降6.92个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入53.25亿元，同比增长32.45%，其中，收回投资收到的现金42.49亿元，主要来自理财产品赎回；投资活动现金流出51.27亿元，同比增长14.12%。2022年，公司投资活动现金净流入1.98亿元，同比净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入448.42亿元，同比下降8.28%；筹资活动现金流出503.76亿元，同比下降4.88%，其中，偿还债务支付的现金414.29亿元。2022年，公司筹资活动现金净流出55.34亿元。

2023年1—3月，公司经营活动现金净流入9.35亿元，投资活动现金净流入5.54亿元，筹资活动现金净流入7.36亿元。

6. 偿债指标

公司偿债指标表现一般，间接融资渠道畅通。

表 13 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期 偿债 指标	流动比率（%）	105.53	105.53	98.54
	速动比率（%）	43.34	46.41	44.20
	经营现金/流动负债（%）	4.96	4.38	2.05
	经营现金/短期债务（倍）	0.10	0.12	0.06
	现金类资产/短期债务（倍）	0.50	0.64	0.49
长期 偿债 指标	EBITDA（亿元）	37.90	31.58	30.92
	全部债务/EBITDA（倍）	13.74	16.43	15.15
	经营现金/全部债务（倍）	0.08	0.07	0.04

EBITDA/利息支出（倍）	1.10	1.08	1.27
经营现金/利息支出（倍）	1.16	1.32	0.78

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

从短期偿债指标看，截至2022年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的105.53%和46.41%下降至98.54%和44.20%。截至2023年3月底，上述两项指标分别上升至99.59%和45.67%。截至2022年底，公司现金短期债务比由上年底的0.64倍下降至0.49倍。

从长期偿债指标看，2022年，公司EBITDA为30.92亿元，同比变动不大，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为1.27倍和15.15倍。

截至2023年3月底，公司共获得各家银行授信额度为450.21亿元，其中尚未使用额度为227.29亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有银座股份和福瑞达两家上市公司，具备直接融资渠道。截至2023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57.06亿元，可为公司提供一定流动性支持。

截至2023年3月底，公司对外担保合计0.85亿元，为对商品房承购人提供抵押贷款担保。

截至2023年3月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

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，受财务费用高企影响本部持续亏损；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。

截至2022年底，公司本部资产总额398.14亿元，较上年底增长3.71%。其中，流动资产278.13亿元（占69.86%），非流动资产120.00亿元（占30.14%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占90.64%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占97.20%）构成。截至2022年底，公司本部货币资金为23.53亿元。

截至2022年底，公司本部所有者权益为46.70亿元，较上年底下降14.17%，其中其他权

益工具46.57亿元。截至2022年底，公司本部负债总额351.44亿元，较上年底增长6.67%。其中，流动负债337.61亿元（占96.06%），非流动负债13.83亿元（占3.94%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占32.22%）、其他应付款（占52.06%）和一年内到期的非流动负债（占15.68%）构成；非流动负债主要由长期借款（占36.17%）、应付债券（占33.56%）和长期应付款（占30.14%）构成。

截至2022年底，公司本部全部债务171.40亿元。其中，短期债务占94.36%、长期债务占5.64%。截至2022年底，公司本部全部债务资本化比率78.59%，公司本部债务负担很重。

2022年，公司本部营业总收入为0.53亿元，财务费用为5.57亿元，利润总额为-4.35亿元。同期，公司本部投资收益为0.99亿元。

现金流方面，2022年，本部经营活动现金流净额为22.59亿元，投资活动现金流净额0.96亿元，筹资活动现金流净额-27.74亿元。

十一、外部支持

1. 支持能力

山东省经济平稳发展，财政运营稳定。

山东省经济基础较好，跟踪期内保持平稳发展。2022年，山东省实现生产总值（GDP）87435.1亿元，按可比价格计算，同比增长3.9%；山东省财政运行稳定，一般公共预算收入7104.0亿元，按照财政部统一确定的测算口径，还原增值税留抵退税因素后，同口径比上年增长5.3%（自然口径下降2.5%）。

2. 支持可能性

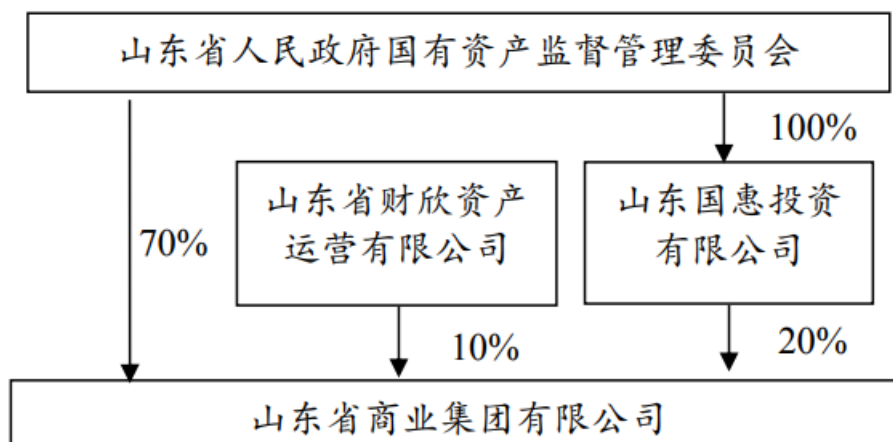
公司持续收到政府资金支持。

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。2020—2022年，公司以政府补贴为主的其他收益分别为1.81亿元、1.53亿元和1.15亿元，持续性良好。2022年，公司收到股东同比例增资合计0.70亿元，资本实力进一步增强。

十二、 结论

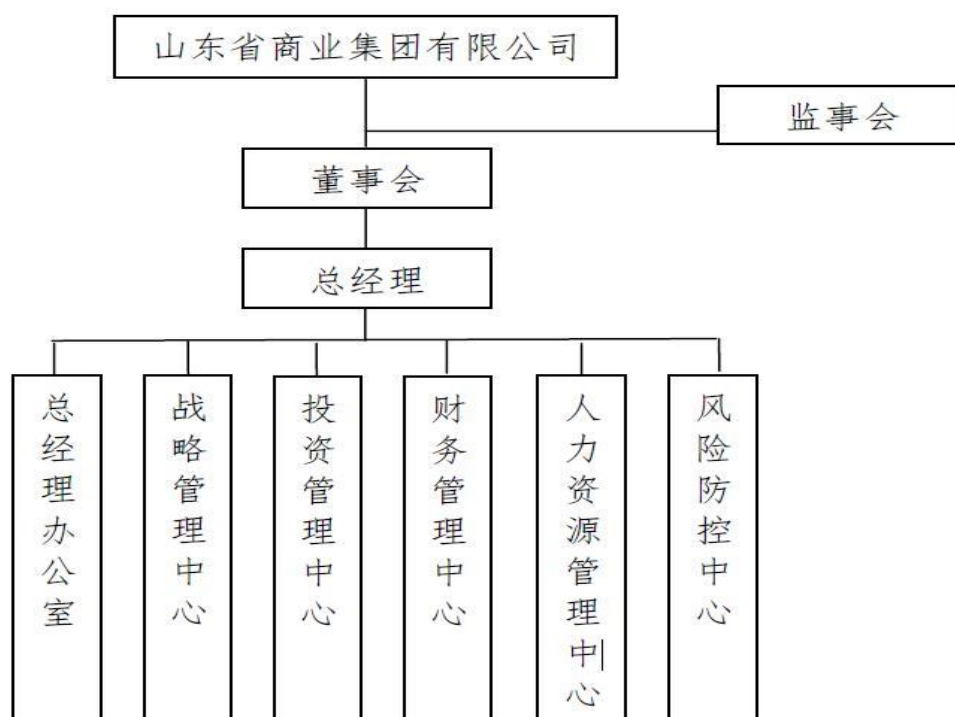
基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,“20 鲁商 01”的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 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	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/6/27	候珍珍 刘祎烜	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)	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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	193.00	211.36	161.22	176.73
资产总额（亿元）	1173.57	1327.59	1331.11	1333.08
所有者权益（亿元）	225.30	250.45	253.70	255.16
短期债务（亿元）	384.74	332.74	330.76	327.45
长期债务（亿元）	135.83	186.00	137.61	142.10
全部债务（亿元）	520.58	518.74	468.37	469.55
营业总收入（亿元）	358.02	300.52	333.75	122.42
利润总额（亿元）	8.70	8.41	6.14	3.01
EBITDA（亿元）	37.90	31.58	30.92	--
经营性净现金流（亿元）	39.92	38.56	18.98	9.35
财务指标				
销售债权周转次数（次）	28.61	22.33	21.16	--
存货周转次数（次）	0.56	0.40	0.47	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.24	0.25	--
现金收入比（%）	120.96	122.64	115.72	141.53
营业利润率（%）	20.59	28.72	25.47	17.91
总资本收益率（%）	1.64	1.60	1.46	--
净资产收益率（%）	1.08	1.13	0.41	--
长期债务资本化比率（%）	37.61	42.62	35.17	35.77
全部债务资本化比率（%）	69.79	67.44	64.86	64.79
资产负债率（%）	80.80	81.13	80.94	80.86
流动比率（%）	105.53	105.53	98.54	99.59
速动比率（%）	43.34	46.41	44.20	45.67
经营现金流动负债比（%）	4.96	4.38	2.05	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.64	0.49	0.54
EBITDA 利息倍数（倍）	1.10	1.08	1.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.74	16.43	15.15	--

注：2023 年一季度财务数据未经审计；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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	21.67	27.39	23.53	15.54
资产总额（亿元）	362.99	383.89	398.14	393.59
所有者权益（亿元）	37.31	54.41	46.70	45.93
短期债务（亿元）	181.90	162.76	161.74	157.46
长期债务（亿元）	31.27	15.83	9.66	9.66
全部债务（亿元）	213.18	178.60	171.40	167.12
营业收入（亿元）	0.59	0.56	0.53	0.10
利润总额（亿元）	-1.06	-3.00	-4.35	-0.67
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	73.97	48.60	22.59	39.49
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（%）	46.17	2.98	2.89	0.00
营业利润率（%）	96.79	96.94	94.33	95.75
总资本收益率（%）	-0.42	-1.29	-2.00	--
净资产收益率（%）	-2.83	-5.52	-9.32	--
长期债务资本化比率（%）	45.60	22.54	17.14	17.38
全部债务资本化比率（%）	85.10	76.65	78.59	78.44
资产负债率（%）	89.72	85.83	88.27	88.33
流动比率（%）	93.14	84.85	82.38	72.32
速动比率（%）	93.14	84.85	82.38	72.32
经营现金流动负债比（%）	25.86	15.59	6.69	--
现金短期债务比（倍）	0.12	0.17	0.15	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--		
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：2023 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