

信用等级公告

联合〔2020〕2339号

山东省商业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对山东省商业集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

山东省商业集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

山东省商业集团有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年八月十四日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

山东省商业集团有限公司 2020 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 10 亿元（基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元）

债券期限：3 年期

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 8 月 14 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	847.52	917.74	1,033.86	1,046.44
所有者权益（亿元）	135.72	165.93	198.33	197.88
长期债务（亿元）	142.64	151.78	175.39	177.02
全部债务（亿元）	406.24	431.74	471.11	492.47
营业总收入（亿元）	365.58	379.56	398.33	80.48
净利润（亿元）	3.70	3.44	6.55	-1.80
EBITDA（亿元）	30.52	28.20	29.51	--
经营性净现金流（亿元）	38.92	28.46	19.12	0.19
营业利润率（%）	17.68	18.75	18.56	15.40
净资产收益率（%）	2.62	2.28	3.60	-0.91
资产负债率（%）	83.99	81.92	80.82	81.09
全部债务资本化比率（%）	74.96	72.24	70.37	71.34
流动比率（倍）	1.12	1.16	1.17	1.17
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	0.06	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.61	1.61	1.04	--
EBITDA/本次发债额（倍）	3.05	2.82	2.95	--

注：1. 本报告中数据不加注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 长期应付款中计息部分已纳入长期债务；4. 公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为山东省国资委下属的国有企业，已形成了以商业零售、生物制药、房地产等业务共同发展的多元化业务格局；公司作为山东省零售业龙头企业，拥有的“银座”商号品牌知名度高，零售业态丰富，经营门店数量多，公司具有明显的规模优势。同时，联合评级也关注到零售行业市场竞争激烈且受新冠肺炎疫情冲击较大、公司房地产业务毛利率较低且项目去化速度慢、在建项目资金支出压力较大、整体债务负担重且债务结构有待优化以及投资收益对利润贡献较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；房地产业务将根据需求选择“地产+文化旅游”“地产+乡村振兴”“地产+医养健康”等不同产业业态组合，发展特色产业项目；公司未来将加大生物制药业科技研发力度。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用等级以及本期公司债券偿还能力的评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司零售业务深耕山东省省内市场，零售业态丰富，经营网点数量多。公司是山东省零售行业的龙头企业，“银座”品牌知名度高，目前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。截至 2019 年底，公司百货超市复合门店数量为 178 家，经营面积达 387.89

万平方米。

2. 公司生物制药业务经营稳定，产业链进一步完善。公司在生物制药领域具备一定的技术优势和渠道优势，近年来公司所售骨科类药品销量保持增长。2019 年，公司并购山东焦点生物科技股份有限公司，完善了透明质酸产业链，加强了公司在医美领域的竞争优势。

3. 公司推进营销机制创新，房地产业务签约销售面积、签约销售价格和签约销售收入均呈逐年增长趋势。公司先后完善了《销售代理公司正负激励办法》《回款激励办法》《全民营销实施细则》等相关制度，创新营销方式，加速去化。2017—2019 年，公司房地产业务签约销售面积分别为 113.23 万平方米、123.15 万平方米和 125.75 万平方米，签约销售额分别为 95.96 亿元、117.09 亿元和 143.62 亿元。

关注

1. 零售行业竞争激烈，公司部分门店经营亏损。近年来，受宏观经济持续低迷、电商冲击等因素的影响，公司零售业经营坪效有一定下降，部分门店出现亏损。

2. 公司零售业务受新冠肺炎疫情冲击较大，经营业绩明显下降。受新冠肺炎疫情的影响，2020 年一季度，银座集团股份有限公司主要经营区域门店收入较上年同期均有明显下降，其中百货商场和购物中心受疫情冲击较大，收入分别较上年同期下降 33.37%和 50.13%，大型综合超市收入较上年同期下降 17.12%；购物中心毛利率较上年同期下降 10.02 个百分点至 11.69%，百货商场和大型综合超市毛利率较上年同期略有下降。

3. 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；近年来，公司在建地产项目增长较快，库存高企，公司存在一定的去化压力；同时公司在建房地产项目计划投资规模较大，后续面临较大的资金支出压力。

4. 公司债务负担重，存在短期偿还压力；权益结构稳定性有待提升。2017—2019 年，公

司全部债务资本化比率 74.96%、72.24%和 70.37%；短期债务占比较高，债务结构有待优化。公司所有者权益中，少数股东权益和其他权益工具占比高，权益结构稳定性有待提升。

5. 费用控制能力有待提升，利润对投资收益依赖性较高。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 16.13%、16.65%和 16.83%，费用控制能力有待提升。2019 年，公司实现投资收益 6.61 亿元，投资收益占营业利润比重为 57.71%，对利润影响较大。

分析师

侯珍珍 登记编号（R0040215120003）

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-851712818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

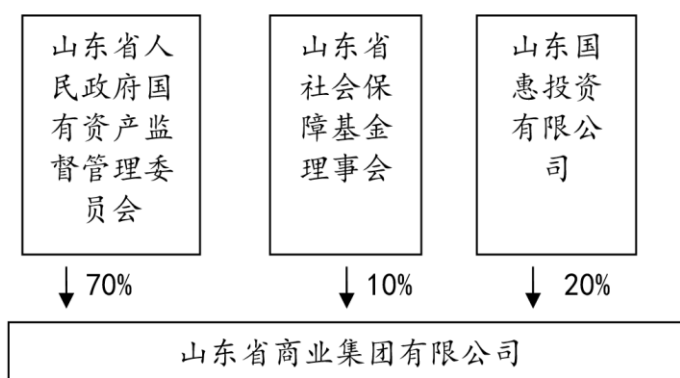
罗峰

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，2009 年变更为现用名。2011 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“山东国惠投资”），划转后，山东省社保基金持有公司 10% 股权，山东国惠投资持有公司 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。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 12.20 亿元，公司控股股东和实际控制人为山东省国资委。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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业务的经营体系，产业涉及教育、传媒等众多行业。公司经营范围为：在法律法规规定的范围内对外投资与管理（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2020 年 3 月底，公司本部设总经理办公室、投资管理部、财务管理部、教育科技管理部等职能部门；设驻青岛办事处、资金管理中心、信息中心、离退休人员管理服务中心和招标中心等直属机构，以及其他支持部门（具体见附件 1）；公司纳入合并范围内的有 17 家全资一级子公司、12 家控股一级子公司、7 家下属事业单位；在职员工合计 39,890 人。

公司拥有两家上市公司。截至 2020 年 3 月底，公司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）24.49% 的股权，公司持有的银座股份股权无质押，银座股份为公司零售业的重要经营单位。截至 2020 年 3 月底，公司直接持有鲁商健康产业发展股份有限公司（以下简称“鲁商发展”，证券代码为 600223.SH）53.02% 的股权，公司持有的鲁商发展股权无质押，公司的房地产业务主要由鲁商发展负责经营。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1,033.86 亿元，负债合计 835.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）198.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益 120.52 亿元。2019 年，公司实现营业

收入 397.67 亿元，净利润（含少数股东损益）6.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 19.12 亿元，现金及现金等价物净增加额 15.52 亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额1,046.44亿元，负债合计848.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）197.88亿元，其中归属于母公司所有者权益118.75亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入80.27亿元，净利润-1.80亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.25亿元；经营活动产生的现金流量净额0.19亿元，现金及现金等价物净增加额20.39亿元。

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、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

2019 年 10 月 21 日，中国证监会签发了“证监许可〔2019〕1938 号”文，核准公司面向合格投资者公开发行面值总额不超过 10 亿元（含 10 亿元）的公司债券。本期债券名称为“山东省商业集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”。本期债券发行规模不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），附超额配售选择权，其中基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元）。本期债券的期限为 3 年期。本期债券为固定利率债券，债券票面利率通过簿记建档方式确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于置换有息债务。

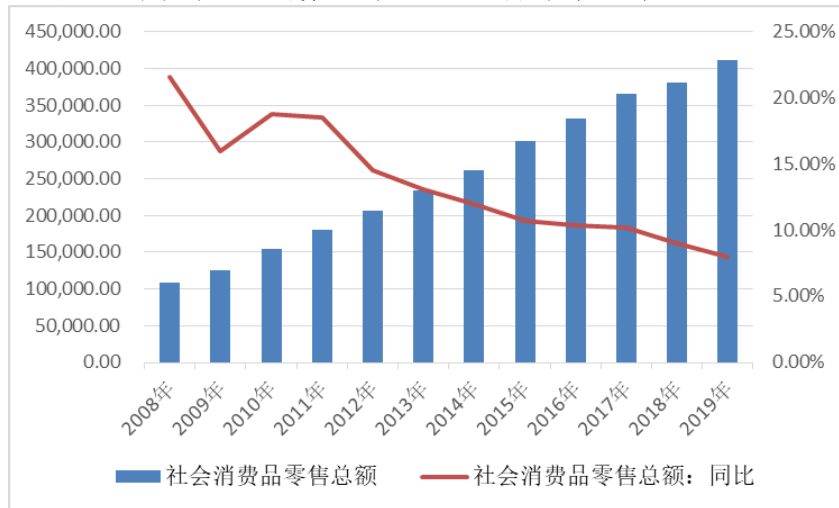
三、行业分析

1. 零售行业概况

零售业市场化程度高，竞争激烈。近年来，传统零售行业渐入下行趋势，正逐步发展新业态、新模式，线上线下不断融合。在移动支付以及物流等电子商务基础设施不断优化的支持下，我国互联网零售行业取得了高速发展，庞大的用户基础为互联网零售行业的高速增长提供了强劲动力，但随着网民增速趋稳，未来网络购物渗透率继续提升的难度和成本加大。2020 年一季度，零售行业受新冠疫情影响较大，随着疫情逐步得到控制，部分被推迟的消费逐渐恢复。

零售业作为中国第三产业中市场化程度较高的行业，随着国内城乡居民收入和消费水平不断提高，零售行业总体保持平稳增长态势，但增速呈缓慢下降态势。2019 年全年中国社会消费品零售总额 41.20 万亿元，同比增长 8.00%。

图 2 近年来我国社会消费品零售总额以及增长率情况（单位：亿元、%）

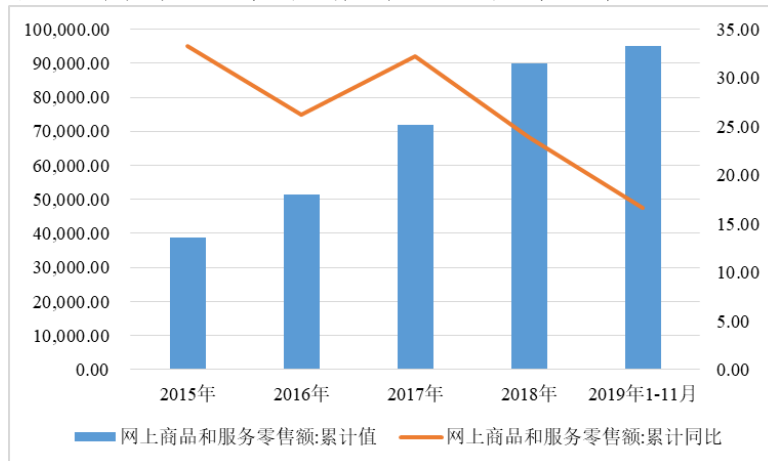


资料来源：Wind

传统零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态共同发展的局面，呈现出多元化发展趋势。近年来传统零售行业渐入下行趋势，电商等新零售业态迅速崛起。超市行业头部企业内深外延、跨区域扩张态势延续，内资超市逐步整合行业资源，具备优秀运营能力的行业头部企业发展向好。超市作为必需消费品的终端渠道，下游消费者对价格敏感度高，超市逐步向细分业态转型。按零售业态分，2019 年，限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额比上年分别增长 6.5%、1.4%、3.2%和 1.5%，超市和专业店销售的增速优于百货店和专卖店的销售增速；但各个业态增速普遍放缓，实体零售企业面临较大压力。

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。电子商务凭借低廉的价格，快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对消费的促进力度越来越强。面对电商发展带来的压力，传统企业纷纷发力电商，利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势，开展 O2O 的多渠道经营探索。截至 2020 年 3 月，我国网络购物用户规模达 7.10 亿，较 2018 年底增长 16.4%，占网民整体的 78.6%。2019 年，全年实物商品网上零售额为 85,239 亿元，按可比口径计算，比上年增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，比上年提高 2.3 个百分点，与其他国家相比，渗透率已较为饱和。随着线上零售逐渐饱和，我国电商企业也开始逐步往线下转型，线上、线下消费品市场融合或将是未来零售业发展趋势。

图3 近年来我国网上商品和服务零售额以及增速情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

在支付方面，移动支付改变了传统支付习惯，渗透到消费者购物、出行、就餐、就医等应用场景。2019年，我国非银行支付机构发生网络支付业务7,199.98亿笔，金额249.88万亿元，同比分别增长35.69%和20.10%。物流方面，2019年，全国快递服务企业业务量累计完成635.20亿件，同比增长25.30%；业务收入累计完成7,497.80亿元，同比增长24.20%。截至2019年6月底，我国网络购物用户规模达6.39亿，较年初增加2,871.00万，占网民整体的74.80%。庞大的用户基础为网络购物等网络消费的高速增长提供了强劲动力。随着网民手机上网比例在高基数的基础上进一步攀升，网民增速近年来趋于平稳，未来网购渗透率继续提升的难度和成本加大。

2020年一季度，新冠疫情短期内在一定程度上抑制了可选消费品的消费需求，人们外出消费大幅减少，大型百货商场等场所是主要回避对象。然而食品等生活必需品刚性较大，消费需求未因此减少，新冠疫情对超市行业影响相对较小。因更多消费者线开始选择线上下单，生鲜及生活用品电商企业得到了良好发展，实体零售企业受到一定负面影响，但一定程度上推动了配送到家业务的发展。第二季度，随着疫情逐步得到控制，多地下调疫情防控等级，部分被推迟的消费逐渐恢复。

2. 行业政策

政策方面，政府积极鼓励零售行业发展新业态、新模式，促进线上线下融合，支持零售行业升级转型。随着互联网零售行业规模的快速扩张，监管部门出台了趋严的监管政策，网络零售重点领域标准的逐步细化和网络零售市场秩序的逐步建立将促进行业健康有序发展。

2016年11月，《国务院办公厅关于推动实体零售创新转型的意见》（国办发〔2016〕78号），有助于推进实体商贸零售行业的新零售转型，在全国范围内率先建成新零售示范城市。

2018年8月，十三届全国人大常委会第五次会议表决通过《电子商务法》，自2019年1月1日起施行。这是中国首部电子商务领域的综合性法律，针对舆论关注的海外购、刷单、大数据杀熟、捆绑搭售等都作出规定，对违法违规行为设定了严格的处罚措施。

2018年12月22日，国务院印发《个人所得税专项附加扣除暂行办法》，个税改革新增6项专项附加扣除，该项目于2019年1月1日起施行。个税改革将释放居民购买力，能够有效提振消费行业。

2019年8月，国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，提出了20条稳定消费预期、提振消费信心的政策措施。

随着互联网零售行业的规模快速扩张，监管部门出台了趋严的监管政策，保障行业的健康发展。2017年12月，商务部办公厅、国家标准委办公室联合印发了《网络零售标准化建设工作指

引》并指出，未来互联网零售将在三个层面推进标准建设，包括：在通用基础层面，提出加强网络零售数据管理、诚信体系建设标准；在运营服务层面，提出加强网络零售电子证照互认、快速物流提升、网上支付安全等标准建设；在监督管理层面，提出加强网络零售商品质量管理、安全消费、知识产权保护等标准建设。

3. 行业关注

(1) 传统零售业受电商交易冲击大，探索多渠道经营

零售行业开放程度高，市场集中度低，国内零售行业保持着激烈的市场竞争格局。近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。传统零售企业利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势，开展 O2O 模式（Online to Offline）的多渠道经营探索。

(2) 外资零售企业市场份额继续下降，门店调整力度加大

随着外资零售企业的扩张造成零售行业竞争的进一步加剧，而国内零售企业巨头的不断崛起也迫使外资零售商不断调整竞争策略，形成愈发激烈的市场份额争夺。百强中的外资企业主要经营大型超市业态，并逐渐占据主导地位。零售类企业为寻求适合的盈利模式必将历经优胜劣汰，内部整合、加快扩张步伐、优势内资零售企业和外资零售企业的并购扩张趋势将日益明显。

(3) 新冠肺炎疫情对零售行业的冲击较大

在疫情爆发期间，人们外出消费大幅减少，“假日消费”带动效应大幅下降。其中，超市行业因多售卖必选消费品，整体受疫情影响较小；而百货行业因更多依赖线下客流，短期内收入和利润均承受较大压力；电商企业受疫情的不利影响较小，得益于线上优势，部分电商企业的业务得到了快速增长。目前，新冠疫情拐点尚不明确，短期内疫情将对零售企业营收增速造成了明显的负面影响；但随着疫情趋于缓和，疫情对于零售业的冲击将逐步降低，前期压抑的消费需求会出现错峰爆发。长期来看，无论是可选消费品还是必选消费品，零售行业受到的影响将会随着时间的推移逐渐减弱。

4. 未来发展

新零售时代，线上和线下共生共融的 Online+Offline 模式将是零售企业更优的选择，另外，市场下沉、跨境电商、直播带货、工厂电商、社区零售等模式创新也为互联网零售行业提供了新的增长动能。

在新零售时代，单向连通、单向导流的 O2O 模式（Online to Offline）盈利增长势头开始减弱，线上与线下共生共融的 O+O 模式（Online + Offline）将是零售企业更优的选择。线上线下联合模式将使得互联网零售企业能在无界零售、全业态融合创新、新零售技术研发、高效供应链整合、会员系统互通、支付金融互联、物流体系协同等多个领域为顾客提供个性化体验服务。另外以中小城市及农村地区为代表的下沉市场、跨境电商、直播带货、工厂电商、社区零售等模式创新也为互联网零售行业提供了新的增长动能。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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较突出，业态丰富，具有明显的规模优势。此外，公司房地产业务土地储备充足，能够满足未来几年的开发和销售需求；公司在生物制药领域也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，现已形成以现代零售业为主，生物制药和房地产为辅的大型企业集团。公司旗下有两家上市公司，其中银座股份是公司零售业务的主要经营主体，鲁商置业是公司房地产业务的主要经营主体。

零售业方面，公司零售业以“银座”作为品牌，零售业态丰富，在山东省内经营网店数量众多，覆盖范围广，规模优势明显。截至 2019 年底，公司百货超市复合门店数量为 178 家，经营面积达 387.89 万平方米。

公司的房地产业务主要与零售、酒店等其他业务板块结合，地产项目业态主要有综合开发城市广场（大型地标式商业综合体）、花园住宅、生态别墅等。截至 2020 年 3 月底，公司土地储备 128.61 万平方米（土地占地面积），拟开发建筑面积 335.60 万平方米，主要位于哈尔滨、济南市、青岛市、临沂市和菏泽市等二三四线城市，土地储备充足，能够满足未来几年的开发和销售需求。

生物制药方面，公司下属的山东福瑞达医药集团公司（以下简称“福瑞达医药”）成立于 1993 年 4 月，经营范围涉及药品、原料药、医疗器械、消毒卫生用品、化妆品、保健食品及食品等多个领域，拥有“颈痛颗粒”“颐莲”等多个自有品牌，并为“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道。福瑞达医药参股的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 100 强企业。目前福瑞达医药拥有 12 家下属企业、2 家省级科研院所和 3 个省级实验室。

2. 人员素质

公司管理层具有丰富的管理经验，整体素质较高，员工年龄结构合理，可以满足公司经营发展需求。

截至 2020 年 3 月底，公司董事会 6 人（《公司章程》约定，公司董事会由 7 名董事组成，因疫情原因，2020 年年度职工代表大会尚未召开，目前公司暂缺 1 名职工董事）、无监事（根据山东省省委省政府要求，规定山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，不再设立省属企业监事会。公司有 2 名职工监事，因疫情原因，2020 年年度职工代表大会尚未召开，公司暂缺 2 名职工监事）及其他高级管理人员 7 人。公司高级管理人员具有丰富的行业经验和丰富的管理经验，专业素质较高。

公司董事长高洪雷先生，1963 年 4 月出生，硕士研究生学历，高级政工师。曾任新泰县人事局干部、新泰县职教办干部、新泰市委企业政治部干部；共青团新泰市委代理书记、书记、党组书记；新泰市地方税务局局长、党组书记；共青团泰安市委书记；泰安市委宣传部副部长、市文明办主任；山东省煤田地质局副局长、党委常委；山东省煤田地质局局长、党委书记等。2018 年起任公司党委书记、董事长。

公司总经理郭训成先生，1963 年出生，研究生学历，农学硕士，历任山东省计划委员会综合处副处长，省发改委国民经济综合处处长、地区经济处处长、政策法规处处长、山东省宏观经济研究院党委书记、山东省全面深化改革领导小组办公室专职副主任，山东省统计局局长、党委书记等职务，2020 年 6 月起任山东省商业集团有限公司总经理。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有在职员工 39,890 人，从人员学历结构看，本科及以上学历占 17.47%，大专学历占 48.71%，高中及以下学历占 33.81%；从年龄结构看，30 岁以下 60.92%，30~50 岁占 35.32%，50 岁以上占 3.76%。

五、管理分析

1. 治理结构

公司治理结构较为规范，能够满足公司的日常运行。

公司按照《公司法》和其他有关法律，建立了法人治理结构，制订了《公司章程》，对公司的董事会和监事会等方面做出了明确的规定。

公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。

公司设董事会，董事会由7名董事组成。其中，外部董事3名，内部董事4名（其中，包括执行董事3名、职工董事1名）。外部董事人选由各股东提出，其中山东省国资委提出两名，省社保基金理事会提出1名。职工董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事长由山东省人民政府任免。公司董事每届任期不超过3年。董事任期届满，获得连续委派或者连续当选可以连任，但外部董事在公司连续任职期限不超过6年。董事会对山东省国资委负责，决定公司的发展战略和中长期发展规划；决定公司的经营计划、投融资计划；决定公司的年度经营目标；制订公司的年度财务预算方案、决算方案，批准公司年度财务报告等。

根据公司章程规定，公司设监事会，监事会是公司的监督机构，对山东省国资委负责，并定期向其报告工作，监事会由5人组成，其中，股东代表监事2名、专职监事1名、职工代表监事2名。根据《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》（鲁发〔2018〕42号）的规定，山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，不再设立省属企业监事会，公司原由山东省国资委派驻的监事职务自然免除。

公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘；设副总经理、总会计师、总经济师若干名，协助总经理工作，经总经理提名由董事会聘任或者解聘。

2. 管理制度

公司各项规章制度较为健全，能满足公司的内部管理需求。

为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部管理和控制制度。

财务管理方面，公司制定了《国有资产统一经营管理规定》，对集团资产进行统一经营管理；制定了《资金管理试行规定》《内部借款管理办法》等，根据资金性质不同，分别采取由总公司审批、企业决定与备案制相结合以及企业自主支配等管理办法。集团内部资金统一调度，有偿使用。

投资管理方面，公司制定了《投资管理暂行办法》，该办法对投资原则、投资决策程序、投资监控及投资处置等作了详细规定。公司总经理办公会议是投资决策机构，负责对公司及所属单位投资项目作出决策，对各直属单位申报项目提出审批意见。公司发展部是公司负责投资项目日常业务监管的职能部门，财务部负责投资项目的财务监管。

融资管理方面，公司为规范筹资行为，减少筹资风险，降低资金成本，制定了《债务筹资管理办法》。集团债务融资由集团总会计师、总经理审核，并报集团董事会审批；次集团及直属单位债务融资，由单位负责人审核，并报董事会审批。其中债务融资额高于人民币5,000万元的，须经集团审查。各单位的借款程序包括首先编制短期筹资计划表或长期借款计划使用书，然后报总经理审核、董事会审批，超越审批权限的须报集团审查，财务管理部门负责组织借款合同的签订并监督资金的使用情况。该办法还规定了财务管理中心需定期召开债务筹资工作会议，并评价筹资风险。

对外担保方面，公司对外担保按照《山东省省管国有企业担保管理办法》（鲁国资收益〔2009〕6号）执行。该制度规定山东省管国有企业不得对私营企业、外商独资企业、不含国有股的中外合资和中外合作企业以及个人提供担保；不得为高风险投资项目（包括任何形式的委托理财、买卖

股票、期货、期权)以及不符合国家产业政策的项目提供担保;未经山东省国资委和省政府批准,省管企业不得对境外权属企业和批准权限以外的企业提供担保。经批准对境外权属企业和批准权限以外的企业提供担保的,其担保额不得超过批准的担保限额。

对子公司管理方面,公司对子公司的管理制度主要体现在对子公司的人事任免决策与绩效考核上。公司的各子公司的董事长及财务负责人均由本公司委派或推荐,公司每年对子公司经营班子的经营业绩进行考核,考核结果作为确定子公司高管薪酬的依据,同时公司还监管各子公司人事任免、财务管理、资产运营、融资和经营政策等。

六、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年,公司营业总收入保持增长,综合毛利率较为稳定。零售业为公司主要收入来源;房地产业务受个别项目结转进度影响较大,结转收入规模波动较大;生物医药业主要产品产能扩大,销售收入增加,毛利率维持在较高水平。2020年一季度,受新冠肺炎疫情影响,公司营业总收入和毛利率较上年同期均有较大幅度下降。

目前公司已形成包括商业零售、生物制药、房地产、传媒、教育等板块在内多元化的业务格局,其中商业零售、生物制药和房地产业务是公司主要的收入来源和发展的重点领域。2017—2019年,公司营业总收入连续增长,年均复合增长4.38%;2019年,公司实现营业总收入398.33亿元,较上年增长4.95%,主要系房地产业务收入增加所致。2017—2019年,公司净利润年均复合增长33.08%;2019年,公司实现净利润6.55亿元,较上年增长90.53%,主要系投资收益增长所致。

从收入构成来看,零售业务为公司核心业务,零售业务收入占比超过65%,公司每年均有新开门店,随着门店数量持续增长,2017—2019年,公司零售业务收入小幅增长,2019年实现零售业务收入274.14亿元,占营业总收入比重为68.82%,较上年略有下降。2017—2019年,生物制药业务收入逐年增长,主要系公司生产的颈痛片、颈痛颗粒销售规模扩大,以及医药商业规模扩大所致;2019年公司生物制药收入10.39亿元,同比增长21.10%,占营业总收入比重较低。2017—2019年,受结转进度的影响,房地产业务收入逐年增长;2019年结转收入92.50亿元,同比增长16.16%,占营业总收入的比重为23.22%。2017—2019年,其他收入逐年增长,占营业总收入比重较小,主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务收入,2019年实现收入21.29亿元,同比增长9.18%,主要系齐鲁医药学院收入增加所致。

从毛利率来看,2017—2019年,公司零售业毛利率较为稳定;生物制药业毛利率稳中有升,保持在较高水平;公司房地产业毛利率受结转项目影响波动较大,但与其他房地产企业相比,毛利率仍处于较低水平。受上述因素的影响,2017—2019年,公司综合毛利率分别为19.50%、20.85%和20.90%。

表1 2017—2019年公司营业总收入构成和毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
零售业	268.40	73.42	18.72	271.84	71.62	20.46	274.14	68.82	19.99
生物制药业	7.73	2.11	60.67	8.58	2.26	62.85	10.39	2.61	63.44
房地产业	75.49	20.65	14.29	79.63	20.98	15.67	92.50	23.22	16.31
其他	13.96	3.82	38.90	19.50	5.14	29.05	21.29	5.34	31.73
合计	365.58	100.00	19.50	379.56	100.00	20.85	398.33	100.00	20.90

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
资料来源:公司提供

2020 年一季度，新冠肺炎疫情对公司零售业冲击较大，公司实现营业总收入 80.48 亿元，同比下降 22.33%；公司综合毛利率 17.29%，较上年同期减少 2.61 个百分点；公司净利润亏损 1.80 亿元，上年同期净利润为 1.42 亿元。

2. 零售业

公司零售业务深耕山东省省内市场，采取以百货超市复合店为主、其他多种业态相结合的方式经营，零售业态丰富，经营网点数量保持增长，规模优势明显；但受市场竞争激烈的影响，经营坪效略有下降，部分门店亏损。公司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。

（1）商品采购

目前公司采取统一采购与分散采购相结合的方式。超市业态方面，由于商品较为大众化，价格差异小，公司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，通过统一采购比较容易获得现有供应商的支持，为新开门店实现盈利目标打下好的基础；同时针对超市内贩卖的所有商品，公司要求供货商提供“三证”“三书”“二照”“一票”，并请品保专员、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。百货业态方面，由于商品较为个性化和区域化，公司采取统一招标的方式，针对地方独有品牌，各连锁分店可以自行采购，如销售状况良好，即可纳入公司总部的采购体系。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。

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，公司向前五大家供应商占总采购额比重很低，符合零售业的经营特点。

（2）物流配送

公司在物流体系建设方面持续投入，目前已有四个物流配送中心在运营。山东银座配送中心、曲阜银座配送中心、潍坊配送中心和统一银座物流配送中心的库区占地面积分别为32.24万平方米、12.45万平方米、11.00万平方米和1.48万平方米。公司对物流中心的管理系统、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。

（3）商品销售

公司零售业的经营模式仍采用联营、经销、代销、租赁等方式，2019年，四种模式在营业收入中的占比分别为62.40%、29.67%、4.95%和2.98%。联营模式下，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，通常联营合同一年一签；代销是公司根据市场销售情况确定进货量，并与生产厂家或商品委托方签定协议约定商品的进货价，公司按市场价格进行商品的销售，协议进货价与实际售价之间的差额即为公司的利润；经销主要是针对消费量比较大，价格弹性小的大众商品，公司在前期进行市场调研的前提下，选择适销对路的产品进行采购，再由公司的营业员进行销售；租赁是公司出租场地，收取租金和物业管理费，购物中心业态多采用此类模式。通过不同的经营模式，公司充分利用各种资源，有效降低经营风险。

零售业态方面，公司实施多业态并举、立体式发展的战略，目前涉及有百货超市复合店、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。

公司百货超市复合店以稳定的速度扩张，每年净新开店7~10家。截至2019年底，公司百货超市复合门店数量为178家，较上年底增加10家门店，经营面积387.89万平方米。

截至2019年底，公司在山东省内拥有203家便利店直营门店，主要分布于济南市五区及章丘、济阳、泰安、长清等地，“统一银座”便利店占据山东便民连锁超市第一位。

2017—2019年，公司家居店、家电店、购物中心和汽车4S店数量基本稳定。公司于2009年开设家电专业店，截至2019年底，公司已在济南、东营、滨州、泰安、淄博、莱芜、菏泽等14个城市开设37家家电专业店。银座购物中心是公司近年来重点拓展新型的业态形式，截至2019年底，公司拥有5家购物中心，分别为潍坊银座商城、银座商城玉函店、银座和谐广场、北京和谐广场和菏泽和谐广场。公司汽车4S店销售定位为中高端主流汽车品牌，目前公司在济南市内拥有6家汽车4S店，经营品牌有奥迪、一汽大众、上海大众、上海通用、斯柯达和广州本田。

表2 2017—2019年公司零售业店面情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2017年		2018年		2019年	
	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	161	354.22	168	370.34	178	387.89
便利店	205	8.40	204	8.35	203	8.32
家居店	11	92.60	10	92.60	10	92.60
家电店	37	6.62	37	6.62	37	6.62
购物中心	5	60.10	5	60.10	5	60.1
汽车	9	3.02	6	2.79	6	2.79
合计	428	524.96	430	540.80	439	558.32

资料来源：公司提供

经营坪效方面，2017—2019年，受市场竞争激烈、电商冲击等影响，除家居店、购物中心和汽车4S店外，公司其他业态经营坪效均略有下降，公司零售业态经营坪效由2017年的0.51万元/平方米下降至2019年的0.49万元/平方米。

表3 2017—2019年公司零售业态经营坪效情况（单位：万元/平方米）

店面种类	2017年	2018年	2019年
百货超市复合店	0.55	0.53	0.49
便利店	1.11	1.08	1.08
家居店	0.04	0.04	0.04
家电店	1.32	1.06	1.03
购物中心	0.18	0.20	0.19
汽车4S店	14.19	16.11	18.89
合计	0.51	0.50	0.49

注：经营坪效=收入/营业面积

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，同时在部分地区同时设有多家分店。在山东省内，公司零售业在网点布局上已经取得了相对竞争优势。在山东省外，截至2020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为较高；部分门店为公司通过租赁形式获取，公司与业主签订的租赁合同多为20年的长期租约，租金每5年调整一次。公司新增零售店铺的获取方式以租赁为主，部分门店采用和业主合作模式，前期不需支付租金，业主享受利润分成，租金成本整体可控。从经营情况看，受市场竞争的影响，2019年，公司零售业下属46家主要经营门店销售额同比下降4.30%，其中有14家门店处于亏损状态。

表4 2019年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	2019年	
						销售额	净利润
1	山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	280,400.36	-1,904.10
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	59788.75	4,880.46
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	61,904.90	2,876.33
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	43,506.51	854.04
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	50,680.99	2,915.80
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	72,065.55	4,405.92
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	30,658.63	1,283.64
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	23,756.13	748.24
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	28,345.66	-846.83
10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	53,336.86	3,428.66
11	日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	47,317.92	2,512.65
12	淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	18,160.65	700.22
13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	46,303.88	1,551.95
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	44,963.92	3,178.14
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	15,515.52	783.71
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	3,691.97	-110
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	46,800.11	-996.68
18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	1,267.22	-475.29
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	17,679.87	745.76
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	26,005.31	1,336.93
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	21,385.70	2,782.87
22	石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	15,165.08	-1,394.46
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	12,043.08	374.91
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	12,639.54	604.47
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	18,810.52	889.23
26	济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	11,055.55	-1,632.64
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	12,896.22	414.36
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	21,579.72	784.02
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	38,981.51	2,303.50
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	31,786.24	1,075.09
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	7,284.92	327.19
32	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	4,476.29	170.33

33	鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	4,381.57	16.26
34	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	9,773.29	-1,167.31
35	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	5,636.93	-2,163.75
36	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	7,352.51	-888.18
37	张家口银座商城	4.10	2014	自有	百货+超市	34,468.54	1,857.72
38	济南和谐广场	14.50	2011	自有	购物中心	68,020.75	5,953.97
39	临沂和谐广场	8.20	2012	自有	购物中心	27,841.45	-330.8
40	银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	36,761.18	2,560.16
41	青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	11,673.97	369.51
42	北京和谐广场	14.00	2016	自有	购物中心	21,615.39	999.43
43	菏泽和谐广场	10.00	2017	租赁	购物中心	10,154.10	133.24
44	淄博高青银座	2.02	2017	租赁	百货+超市	4,477.10	-86.1
45	临沂银座人民广场店	2.38	2017	租赁	百货+超市	4,908.53	-1,825.34
46	德州齐河银座	1.85	2017	租赁	百货+超市	3,959.41	-31.47
合计		151.47	--	--	--	1,431,279.80	39,965.76

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司零售业无在建项目。公司零售业未来发展方向主要以利润分成、输出管理为主，发展线上商城与物流、金融科技融合，无拟建项目计划。

3. 房地产

公司的房地产项目主要由下属上市公司鲁商发展负责运营。鲁商发展所开发项目业态涵盖住宅、大型购物广场、写字楼、酒店等，形成“鲁商城市广场”“鲁商花园住宅”“鲁商生态别墅”三大产品系列。

(1) 土地储备

近年来，公司加大在青岛、临沂等地的土地获取力度，拿地成本上升。公司土地储备充足，可以满足公司未来几年房地产业务发展需求。

公司土地获取方式以“招拍挂”为主，公司每年拿地规模根据现有土地储备量以及房地产市场情况而定。2017 年，公司无新增土地。2018 年，公司获取烟台莱山区于家滩项目、淄博经开区项目、菏泽打鱼店项目，通过并购取得了即墨绿富、青岛八大湖共 6 个项目，并与中南置地联合摘得临沂南坊 B25 东北侧地块。2019 年，公司与中国金茂、华润置地、中航信托和万科成立合资公司，分别获取济南神武、青岛西海岸国际体育中心、青岛即墨蓝谷项目和临沂河东区褚庄 4 个项目 21 宗土地，新增土地储备权益建筑面积 100 余万平米；并创新“地产+产业”模式，在其中三个项目分别落地了“地产+绿建金融”“地产+文体”和“地产+医疗”模式。

公司土地储备规模较大，截至 2020 年 3 月底，公司土地储备 128.61 万平方米（土地占地面积）。公司土地储备主要位于哈尔滨、济南市、青岛市、临沂市和菏泽市等二、三、四线城市，其中哈尔滨项目拿地时间较早，未来拟建商业和公寓，受规划调整影响开发进度较为缓慢。土地成本方面，公司位于哈尔滨、济宁市的土地拿地时间较早，土地成本相对较低；2019 年，公司在青岛市和济南市新获取的土地成本明显上升。

表 5 截至 2020 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	取得方式	取得时间	取得成本	已缴纳土地出让金
哈尔滨	住宅、商业	11.54	招拍挂出让	2011 年	10.40	9.51
济宁运河公馆	集中商业	2.09	招拍挂出让	2015 年	0.77	0.77
烟台三滩 1 号 A 地块	商业、住宅	3.81	招拍挂出让	2018 年	2.73	2.73
青岛鲁商中央公馆(A 地块)	住宅+商业	24.81	招拍挂出让	2014 年、2017 年	3.39	1.62
青岛鲁商中央公馆(B 地块)	住宅+商业	7.16	招拍挂出让	2014 年	0.77	0.28
青岛鲁商蓝岸新城	商业	1.28	招拍挂出让	2014 年	0.37	0.37
青岛燕儿岛（1c 地块）	商业	7.45	招拍挂出让	2016 年	12.75	12.75
青岛西海岸奥体中心项目	住宅+商业	17.91	招拍挂出让	2019 年	19.74	19.74
青岛蓝谷健康城	住宅+商业	4.76	招拍挂出让	2019 年	7.11	7.11
青岛蓝谷健康齐鲁医院	医疗用地	8.10	招拍挂出让	2019 年	6.02	6.02
青岛蓝谷健康科技港	住宅+商业	8.83	招拍挂出让	2019 年	0.39	0.39
临沂鲁商知春湖	住宅+商业	6.28	招拍挂出让	2017 年	0.75	0.75
临沂鲁商鲁商中心	商业	0.42	招拍挂出让	2013 年	0.06	0.06
临沂万科新都会	住宅+商业	5.30	招拍挂出让	2019 年	2.05	2.05
济南神武 A-1	商业	3.36	招拍挂出让	2019 年	6.48	6.48
济南神武 B-9	住宅	4.68	招拍挂出让	2019 年	9.75	9.75
济南韩仓河	--	5.00	招拍挂出让	2018 年	22.58	21.70
淄博	住宅+商业	5.84	招拍挂出让	2018 年	2.26	2.26
合计	--	128.61	--	--	108.37	104.34

资料来源：公司提供

（2）项目开发情况

2017—2019 年，公司加快开发节奏，期末在建面积逐年增长，在建项目能够满足公司未来几年的销售需求。但公司在建项目仍需较大规模的资金投入，公司未来面临较大的资金支出压力。

2017—2019 年，随着公司拿地项目的增加，开发节奏加快，房地产新开工面积和期末在建面积逐年增长，截至 2019 年底，在建面积 366.59 万平方米。

表 6 2017—2019 年公司房地产开发情况（单位：万平方米、个）

项目	2017年	2018年	2019年
当期开工面积	141.45	148.24	180.09
当期竣工面积	145.00	114.84	128.35
期末在建面积	281.45	314.85	366.59
期末在建数量	14	21	26

资料来源：公司提供

从在建项目分布看，公司在建项目以“鲁商城市广场”“鲁商花园住宅”“鲁商生态别墅”三大产品系列为主。

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。目前已开发完成的有济南鲁商广场、泰安银座城市广场、济南银座晶都国际等项目，在建、在售的为青岛

鲁商中心燕儿岛、临沂鲁商中心和泰安鲁商中心等。截至 2019 年底，上述在建项目规划建筑面积 174.12 万平方米，总投资额 148.18 亿元，已完成投资 100.55 亿元。

鲁商花园住宅是公司结合城市服务配套、地域人文脉络、自然景观资源，所开发的都市生活怡居项目。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、菏泽鲁商凤凰城等项目等。截至2019年底，上述项目规划建筑面积1,333.80万平方米，计划总投资1,003.69亿元，已完成投资567.42亿元。

鲁商生态别墅为位于城市自然风景区的高端品牌项目。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；目前在建项目为鲁商国际社区、临沂知春湖。截至2019年底，上述项目规划建筑面积217.20万平方米，计划投资总额62.00亿元，已完成投资28.20亿元。

（3）项目销售情况

2017—2019 年，公司高端住宅销售增加，同时推进营销机制创新，公司签约销售面积、签约销售金额和签约销售收入均持续增长。考虑到公司在售项目主要分布在山东省内，区域集中程度较高，未来可能存在一定政策风险。

从公司房产项目销售情况来看，公司在售项目主要分布于山东省内二、三、四线城市。2017—2019 年，公司加快推盘速度，签约销售面积逐年增长。其中，2018 年签约销售面积和签约销售均价较上年均有所增长，主要系公司花园洋房、别墅等高档住宅项目销售增加所致。2019 年，公司先后完善了《销售代理公司正负激励办法》《回款激励办法》《全民营销实施细则》等相关制度，创新营销方式，推行营销产品策划、成本定价、开盘销售“三段式”动态管理，加速去化。2019 年，公司签约销售面积为 125.75 万平方米，较上年增长 2.11%；签约销售额 143.62 亿元，较上年增长 22.66%；公司签约销售均价为 11,421.07 元/平方米，较上年明显提升，2019 年公司销售区域主要在青岛市，同时高档住宅销售增加也拉高了销售均价。

表 7 2017—2019 年公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017年	2018年	2019年
当期签约销售面积	113.23	123.15	125.75
当期签约销售金额	95.96	117.09	143.62
当期签约销售均价	8,474.79	9,507.92	11,421.07

资料来源：公司提供

4. 生物制药

2017—2019年，公司加大对医药板块的研发投入，以颈痛片和颈痛颗粒为代表的自主品牌发展良好，销量大幅增长；医药商业方面，公司为“施沛特”的主要销售渠道，直接从参股的生产商博士伦公司采购，采购渠道稳定，销售渠道成熟，医药商业经营稳定。

目前公司生物制药业务主要由山东福瑞达医药集团公司（以下简称“福瑞达医药”）负责，福瑞达医药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13家子公司、1家省级科研院所和3个省级实验室。公司生物制药业务的主要产品是眼科和骨科类中西药品、消毒与卫生护理用品、保健食品、医疗器械、医药与化工原料及化妆品等，拥有“颈痛颗粒”等多个自有品牌，并为“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道。目前公司所产药品中，颈痛颗粒、通宣理肺胶囊、阿昔洛韦片已进入山东省基本药物目录。公司重视新产品和新技术的开发工作，2019年，公司生物制药板块的研发费用为1.89亿元，占当期生物制药板块收入的比重较上年提升0.12个百分点至18.19%；公司扩大生产线，主要医药商品产能均有所

扩大，其中颈痛颗粒和颈痛片合计产能达720万盒/年，四季感冒胶囊212万盒/年，小儿解感颗粒产能176万盒/年。

表 8 公司所售主要医药商品基本情况（单位：万盒/年）

药品名称	产能	技术水平	主要针对市场及疗效	销售渠道
颈痛颗粒	470	国家二级中药保护品种和专利产品，有效率高达 92%	主要针对颈椎病患者，解决了神经根型颈椎病的颈部僵硬、疼痛、麻木等症状	经销，各大医院
颈痛片	250	国家二级中药保护品种和专利产品，有效率高达 92%	主要针对颈椎病患者，解决了神经根型颈椎病的颈部僵硬、疼痛、麻木等症状	经销，各药店
四季感冒胶囊	212	药方平和，发散而不烈，无过汗伤津之弊，老幼孕皆宜	风寒感冒患者，四季风寒感冒引起的发热头疼、咽喉疼痛、咳嗽口干等症状	经销，各医院、药店
小儿解感颗粒	176	配方针对儿童，专治小儿感冒	主要针对小儿感冒，经临床验证，疗效显著	经销，各医院、药店
雪莲归芪口服液	100	滋养先天，阴阳并调，可令阴阳相济；补益后天，气血双补，以达气血相生；补中寓泻，可使滋而不腻，补而不壅；寒温并用，则温而不燥，清而不寒	适用于阴阳两虚，气血亏损所致的各种虚症	经销，各医院、药店
施沛特	--	开创了“黏弹性补充疗法”对因治疗骨关节炎的先河，填补了国内空白	已成为治疗骨关节炎的一线药物，为骨科临床提供了一个好的对因治疗的药物	经销，各医院、药店

注：施沛特为医药商业商品，由参股公司山东博士伦福瑞达制药有限公司所产，其生产业务不纳入公司合并范围
资料来源：公司提供

医药商业方面，公司是“施沛特”产品的国内独家代理。公司通过福瑞达医药参股山东博士伦福瑞达制药有限公司（以下简称“山东博士伦”），山东博士伦是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，而骨科主导产品“施沛特”在全国骨科药物市场上具有主导地位，由公司销往全国各大中城市，市场占有率达到40%。由于公司医药商业所售药品直接从事生产商的博士伦公司采购，采购成本相对较低，同时销售渠道较为成熟，主要客户为医院和药店，公司医药商业利润空间较大。2019年，公司医药商业收入为6.84亿元，同比增长17.57%，主要系化妆品销售收入增加所致。

医药工业方面，公司以中药为主要的原材料，生产颈痛片、颈痛颗粒、四季感冒胶囊、小儿解感颗粒以及雪莲归芪口服液等产品。公司严格按照 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，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%，产品价格为国家发改委指导价。

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、湖北奥克药业有限公司、湖南民达医药有限责任公司、湖北联众药业有限公司等，2019年，向前五大客户销售客户的销售额占医药工业板块收入约90%，集中度很高。结算方式主要有两种，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）可给予一个月的赊销期。

表 9 2017—2019 年公司医药工业板块产品销量和销售收入情况（单位：万盒、万元）

品种	销量			销售收入		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
颈痛片	242	270	440	10,859	12,804	16,002
颈痛颗粒	117	145	230	6,839	8,256	11,128
四季感冒胶囊	100	115	200	2,229	2,546	3,205
小儿解感颗粒	110	125	160	2,172	2,449	3,085
雪莲归芪口服液	89	86	120	1,487	1,608	2,069

资料来源：公司提供

原材料供应方面，目前公司医药工业主要产品为中药类，包括三七、羌活、川芎、连翘、白芍、桔梗、甘草、柴胡等中药材，中药材采购额占全部原材料采购额的50%以上。公司在原材料采购上严格控制质量，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。公司目前与主要供应商保持了良好的关系。公司中药材原材料主要供应商有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和安徽济人药业有限公司等，采购集中度较高。公司原材料采购模式均为询价采购，近年来采购单价基本稳定。公司原材料采购一般均采用压批（收到货验收合格后再付款，如果存在质量问题可不收货直接退回）的结算方式。

2019年12月19日，公司以现金方式对价2.58亿元收购山东焦点生物科技股份有限公司（以下简称“焦点生物”）60.11%股权，成为其控股股东。焦点生物是一家专业生产透明质酸的企业，其产品主要应用于化妆品行业、营养保健品行业。焦点生物化妆级、食品级透明质酸此前产能120吨/年，60%左右出口；目前焦点生物新建一条化妆品级透明质酸生产线（产能300吨/年）已于2019年11月建成并开始试生产。收购焦点生物后，公司将新增300吨化妆品级、260吨医药级透明质酸产能，盈利能力得到提升，并有望提升公司在医美领域的竞争优势。

5. 经营效率

近年来，公司整体经营效率尚可。

2017—2019年，公司应收账款周转率分别为60.66次、47.75次和42.64次，处于较高水平；公司存货周转率分别为0.81次、0.79次和0.73次，存货周转率较为稳定但始终处于较低水平，公司存货主要为房地产开发项目，去化速度较慢；公司总资产周转率分别为0.43次、0.43次和0.41次，基本稳定。

6. 重大事项

福瑞达医药注入上市公司鲁商置业。

2018年12月5日，根据《鲁商置业：关于受让山东福瑞达医药集团有限公司100%股权暨关联交易进展的公告》，公司将直接持有的福瑞达医药100%股权做价92,669.07万元转让给上市公司鲁商置业，转让后福瑞达医药变更为公司的三级子公司，同时变更为上市公司鲁商置业的二级子公司；而鲁商置业将其直接持有的泰安银座房地产开发有限公司（以下简称“泰安银座”）97%股权、东营银座房地产开发有限公司（以下简称“东营银座”）100%股权和济宁鲁商置业有限公司（以下简称“济宁鲁山置业”）100%股权转让给公司，上述三家房地产公司股权根据评估值作价80,589.70万元，此次交易的差额部分12,079.37万元将由鲁商置业以现金方式支付给公司。

本次关联交易完成后，公司将优质资产福瑞达医药注入上市公司鲁商置业，但鲁商置业转让给公司的三家房地产公司盈利能力较弱，需持续关注三家房地产公司的盈利能力。

7. 经营关注

（1）零售业竞争激烈、传统百货业景气度下行给公司带来不利影响。

零售行业竞争日趋激烈，公司零售业务受到冲击，零售业态经营坪效有一定下降，部分门店经营亏损。零售业务作为公司的核心业务，行业景气度低迷对公司整体经营情况产生了一定不利影响。

（2）2020年一季度，公司零售业务受新冠肺炎疫情冲击较大，经营业绩明显下降。

根据《银座集团股份有限公司2020年第一季度经营情况简报》，2020年一季度，银座股份主

要经营区域门店收入较上年同期均有明显下降。其中百货商场和购物中心受疫情冲击较大，收入分别较上年同期下降 33.37% 和 50.13%，大型综合超市收入较上年同期下降 17.12%。银座股份购物中心毛利率较上年同期下降 10.02 个百分点至 11.69%，百货商场和大型综合超市毛利率较上年同期略有下滑。

(3) 房地产项目区域分布集中在哈尔滨和山东省内，毛利率较低，存在一定去库存压力；公司在建项目较多，未来存在较大的资金支出压力和库存去化压力。

公司房地产项目主要分布在哈尔滨和山东省内二三四线城市，区域集中度高，受当地房地产政策波动影响较大；公司房地产业务毛利率较低，盈利能力有待提升。2019 年，公司加大在青岛市、济南市的拿地力度，拿地成本升高；在建地产项目大幅增长，库存高企，公司存在一定的去化压力；同时公司在建房地产项目计划投资规模较大，后续面临较大的资金支出压力。

8. 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。

在发展方向上，公司坚持轻资产发展，做管理型公司，推动公司由重资产向轻资产转变；坚持智能化发展，做好大数据平台建设，加大对各种先进技术手段和工具的运用，全面提升企业运营质量和效率；坚持资本化发展，通过加强运作两个上市公司平台、孵化新的上市公司、资产证券化、处置不良资产等方式将集团资产全部盘活；坚持合作化发展，做集成服务商，发挥专业优势，与各类社会资源互联互通、跨界融合；坚持科技化发展，加大科技研发和产品开发力度，努力将研发优势转变为市场优势。

针对零售业，公司将积极调整发展思路，运用互联网思维和技术，结合实体资源，创新经营管理模式，提升核心竞争力，致力于打造“全国一流、行业领先”商贸及电子商务企业。地产业务转型方向上，要结合公司战略，灵活选择“地产+文化旅游、+乡村振兴、+医养健康”等不同产业业态组合，介入土地一级整理，在土地二级市场发展特色产业项目；发展模式上，向轻资产、合作化转型，减少自持物业，向平台型公司转变。医药业务要立足工业企业定位，树立产品为王的理念，重点加大生物制药业科技研发和产品开发力度，做好“两个品牌一个基地”工作。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2019年合并财务报表已经中天运会计师事务所有限公司审计，审计结论均为标准无保留审计意见。2020年一季度财务数据未经审计。

公司财务报表按照财政部2006年2月颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定(以下合称“企业会计准则”)以及中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》(2014年修订)的披露规定进行编制。

从合并范围来看，2017年，公司合并范围内一级子公司数量未发生改变；2018年，公司合并范围内一级子公司数量增加5家；2019年，公司合并范围内一级子公司数量增加3家，减少1家。截至2020年3月底，公司纳入合并范围内的有17家全资一级子公司、12家控股一级子公司、7家下属事业单位。公司主营业务未发生变化，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2019年底，公司合并资产总额1,033.86亿元，负债合计835.53亿元，所有者权益(含少数

股东权益) 198.33亿元, 其中归属于母公司所有者权益120.52亿元。2019年, 公司实现营业收入397.67亿元, 净利润(含少数股东损益) 6.55亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润3.89亿元; 经营活动产生的现金流量净额19.12亿元, 现金及现金等价物净增加额15.52亿元。

截至2020年3月底, 公司合并资产总额1,046.44亿元, 负债合计848.56亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 197.88亿元, 其中归属于母公司所有者权益118.75亿元。2020年1—3月, 公司实现营业收入80.27亿元, 净利润-1.80亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润-1.25亿元; 经营活动产生的现金流量净额0.19亿元, 现金及现金等价物净增加额20.39亿元。

2. 资产质量

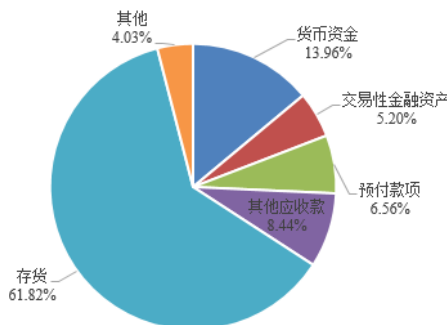
2017—2019年, 公司资产总额逐年增长, 资产构成以流动资产为主。公司流动资产中, 以房地产项目为主的存货占比较高, 去化速度较慢, 其他应收款对营运资金形成占用。非流动资产中商誉规模较大, 存在一定减值风险; 固定资产成新率一般。公司整体资产质量一般。

2017—2019年, 公司资产总额逐年增长, 年均复合增长10.45%。截至2019年底, 公司合并资产总额为1,033.86亿元, 较年初增长12.65%, 主要系流动资产增长所致。其中流动资产占73.96%, 非流动资产占26.04%, 公司资产以流动资产为主, 资产结构较年初变化不大。

(1) 流动资产

2017—2019年, 公司流动资产逐年增长, 年均复合增长10.09%。截至2019年底, 公司流动资产为764.67亿元, 较年初增长11.73%, 主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金(占13.96%)、交易性金融资产(占5.20%)、预付款项(占6.56%)、其他应收款(占8.44%)和存货(占61.82%)构成。

图4 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

2017—2019年, 公司货币资金逐年增长, 年均复合增长31.61%。截至2019年底, 公司货币资金为106.75亿元, 较年初增长8.91%; 货币资金中有27.58亿元受限资金, 受限比例为25.83%, 主要为各类保证金存款、预售监管资金及贷款保证金等, 受限比率一般。

2017—2019年, 公司交易性金融资产连续增长, 年均复合增长436.92%。截至2019年底, 公司交易性金融资产为39.75亿元, 较年初变化不大, 主要为公司以自有资金和外部融资等临时闲置资金购买的理财产品。

2017—2019年, 公司预付款项逐年下降, 年均复合下降12.23%。截至2019年底, 公司预付款项为50.14亿元, 较年初下降9.87%, 预付款项主要为预付在建项目的地价款、土地竞标保证金、工程价款以及预付材料或商品采购货款等。

2017—2019年, 公司其他应收款逐年下降, 年均复合下降2.32%。截至2019年底, 公司其他

应收款账面价值为 64.72 亿元，较年初变化不大。公司往来款规模较大，对公司资金形成一定占用。公司其他应收款前五大欠款方欠款金额如下表所示。

表 10 截至 2019 年底其他应收款欠款金额前五名的单位情况（单位：元）

客户名称	款项性质	与本公司关系	金额
青岛恒达信投资管理有限公司	往来款	非关联方	45,496,000.00
平安国际融资租赁（天津）有限公司	保证金	非关联方	38,000,000.00
哈尔滨市房屋置业担保有限责任公司	保证金	非关联方	36,656,050.00
即墨省级经济开发区蓝色新区管理委员会	保证金	非关联方	27,145,984.27
北京东方航华投资有限公司	往来款	非关联方	24,218,774.37
合计	--	--	171,516,808.64

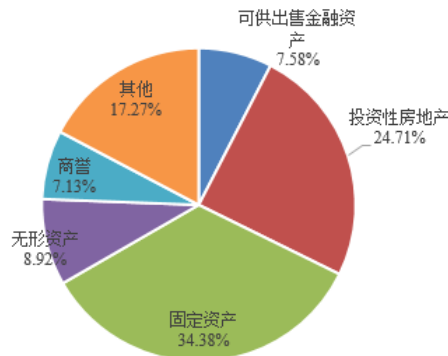
资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 13.75%。截至 2019 年底，公司存货账面价值为 472.70 亿元，较年初增长 19.87%，主要系公司房地产开发项目持续投入所致；存货主要由库存商品（占 4.46%）、房地产开发成本（占 71.47%）和开发产品（占 23.51%）构成，累计计提跌价准备 0.87 亿元。考虑到公司土地储备和在建项目主要位于哈尔滨以及山东省内二、三、四线城市，去化速度较慢，未来可能存在一定的减值风险。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 11.50%。截至 2019 年底，公司非流动资产为 269.20 亿元，较年初增长 15.38%，主要系投资性房地产增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 7.58%）、投资性房地产（占 24.71%）、固定资产（占 34.38%）、无形资产（占 8.92%）和商誉（占 7.13%）构成。

图 5 截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 36.03%。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 20.39 亿元，较年初增长 42.85%，主要系公司对可供出售债务工具投资增加所致。公司可供出售金融资产中，可供出售债务工具为 11.60 亿元，可供出售权益工具为 8.80 亿元（其中按公允价值计量的 4.74 亿元，按成本计量的 4.06 亿元）。公司主要持有国泰君安证券股份有限公司股权（账面价值 4.52 亿元）和滨州农村商业银行股份有限公司股权（账面价值 2.40 亿元）。

2017—2019 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 30.83%。截至 2019 年底，投资性房地产账面价值为 66.53 亿元，较年初增长 73.85%，主要系公司变更投资性房地产后续计量方

式，同时自用房地产及存货转入投资性房地产所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产由成本法改用公允价值模式进行后续计量，其中房屋、建筑物账面价值为 53.82 亿元，土地使用权账面价值为 12.71 亿元。投资性房地产公允价值变动合计 11.97 亿元。

2017—2019 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 3.39%。截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 92.56 亿元，较年初增长 3.16%；公司固定资产主要为房屋建筑物（占 85.54%）、机器设备（占 4.86%）、其他设备（占比 5.16%）和电子设备（占比 3.83%）；固定资产累计折旧 58.45 亿元，公司固定资产成新率 61.29%，成新率一般。

2017—2019 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 0.78%。截至 2019 年底，公司无形资产为 24.03 亿元，较年初下降 4.13%，公司无形资产主要为土地使用权。

2017—2019 年，公司商誉连续下降，年均复合下降 0.02%。截至 2019 年底，公司商誉为 19.20 亿元，较年初无变化；公司商誉主要系收购子公司产生，其中，收购鲁商置业股份有限公司产生商誉 6.32 亿元，收购石家庄东方城市广场有限公司产生商誉 2.92 亿元，收购山东海佑福瑞达制药有限公司产生商誉 2.25 亿元，收购济南伊特网络信息有限公司产生 1.31 亿元。截至 2019 年底，公司未对商誉计提减值准备。公司商誉规模较大，若被收购企业未来经营业绩不达预期，公司商誉将面临一定的减值风险。

截至 2019 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计占公司总资产的比重为 18.72%，受限比例一般。

表 11 截至 2019 年底公司所有权或使用权受限的资产情况（单位：万元）

资产科目	抵押/受限金额
货币资金	275,780.51
应收账款	10,300.00
存货	1,211,620.27
固定资产	229,122.36
无形资产	69,046.31
投资性房地产	139,839.28
合计	1,935,708.73

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,046.44 亿元，较年初增长 1.22%，较年初变化不大。其中，流动资产占 74.23%，非流动资产占 25.77%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（2）项目开发情况

2017—2019 年，公司加快开发节奏，期末在建面积逐年增长，在建项目能够满足公司未来几年的销售需求。但公司在建项目仍需较大规模的资金投入，公司未来面临较大的资金支出压力。

2017—2019 年，随着公司拿地项目的增加，开发节奏加快，房地产新开工面积和期末在建面积逐年增长，截至 2019 年底，在建面积 366.59 万平方米。

表 12 2017—2019 年公司房地产开发情况（单位：万平方米、个）

项目	2017年	2018年	2019年
当期开工面积	141.45	148.24	180.09
当期竣工面积	145.00	114.84	128.35

期末在建面积	281.45	314.85	366.59
期末在建数量	14	21	26

资料来源：公司提供

从在建项目分布看，公司在建项目以“鲁商城市广场”“鲁商花园住宅”“鲁商生态别墅”三大产品系列为主。

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。目前已开发完成的有济南鲁商广场、泰安银座城市广场、济南银座晶都国际等项目，在建、在售的为青岛鲁商中心燕儿岛、临沂鲁商中心和泰安鲁商中心等。截至 2019 年底，上述在建项目规划建筑面积 174.12 万平方米，总投资额 148.18 亿元，已完成投资 100.55 亿元。

鲁商花园住宅是公司结合城市服务配套、地域人文脉络、自然景观资源，所开发的城市生活怡居项目。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、菏泽鲁商凤凰城等项目等。截至 2019 年底，上述项目规划建筑面积 1,333.80 万平方米，计划总投资 1,003.69 亿元，已完成投资 567.42 亿元。

鲁商生态别墅为位于城市自然风景区的高端品牌项目。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；目前在建项目为鲁商国际社区、临沂知春湖。截至 2019 年底，上述项目规划建筑面积 217.20 万平方米，计划投资总额 62.00 亿元，已完成投资 28.20 亿元。

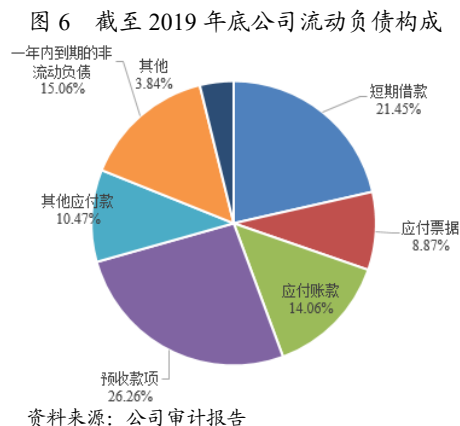
3. 负债及所有者权益

2017—2019 年，公司负债总额逐年增长，以流动负债为主；整体债务负担重，短期债务规模增长较快，存在较大的短期偿债压力，债务结构有待优化。公司所有者权益保持增长，但少数股东权益和其他权益工具占比较高，权益结构稳定性有待提升。

(1) 负债

2017—2019 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 8.34%。截至 2019 年底，公司负债总额为 835.53 亿元，较年初增长 11.14%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 78.00%，非流动负债占 22.00%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

2017—2019 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 7.51%。截至 2019 年底，公司流动负债为 651.70 亿元，较年初增长 10.01%，主要系短期借款、应付票据、其他应付款以及预收账款均有所增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 21.45%）、应付票据（占 8.87%）、应付账款（占 14.06%）、其他应付款（占 10.81%）、预收款项（占 26.26%）和一年内到期的非流动负债（占 15.06%）构成。



2017—2019 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 23.63%。截至 2019 年底，公司短期借款为 139.76 亿元，较年初增长 23.97%。其中保证借款占 65.33%，信用借款占 18.02%，质押借款占 8.83%，抵押借款占 7.82%。

2017—2019 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 112.24%。截至 2019 年底，公司应付票据为 57.78 亿元，较年初增长 33.25%，主要系零售业务部分供应商结算方式改变所致，公司应付票据中银行承兑汇票占 75.44%，商业承兑汇票占 24.56%。

2017—2019 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 6.82%。截至 2019 年底，公司应付账款为 91.62 亿元，较年初增长 2.25%，应付账款主要为零售业务应付的商品采购款和房地产业务应付的工程款。

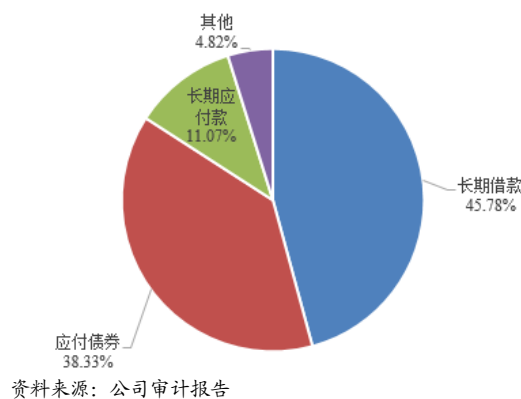
2017—2019 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 14.26%。截至 2019 年底，公司预收款项为 171.12 亿元，较年初增长 9.58%，主要系公司地产项目签约销售规模持续增长所致。公司预收款项主要为预收房款。

2017—2019 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 4.84%。截至 2019 年底，公司其他应付款为 70.43 亿元，较年初增长 39.22%，主要系其他股东对地产合作开发项目的资金投入所致。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债逐年下降，年均复合下降 21.50%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 98.18 亿元，较年初下降 20.75%，主要系一年内到期的应付债券下降所致。

2017—2019 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 11.46%。截至 2019 年底，公司非流动负债为 183.83 亿元，较年初增长 15.32%，主要系应付债券和长期应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 45.78%）、应付债券（占 38.33%）和长期应付款（占 11.07%）构成。

图 7 截至 2019 年底公司非流动负债构成



2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 2.23%。截至 2019 年底，公司长期借款为 84.16 亿元，较年初下降 8.18%；长期借款主要由保证借款（占 43.05%）、抵押+保证借款（占 36.93%）、信用借款（占 11.33%）等构成。从期限分布看，2021 年到期的占 68.81%，2022 年到期的占 14.67%，2023 年及以后到期的占 16.52%，公司在 2021 年存在一定的集中偿还压力。

2017—2019 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 6.52%。截至 2019 年底，公司应付债券为 70.46 亿元，较年初增长 30.21%，主要系公司发行债券规模增长所致。

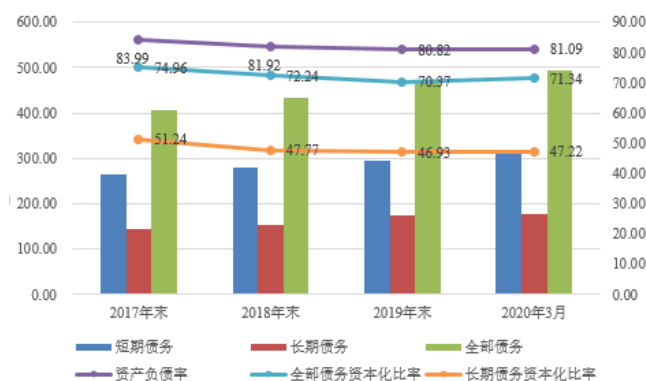
2017—2019 年，公司长期应付款逐年增长，年均复合增长 242.82%。截至 2019 年底，公司长期应付款为 20.77 亿元，较年初增长 111.31%，主要系应付的融资租赁款增长所致，长期应付款主要由融资租赁款（占比 95.26%）和长期往来借款（占比 3.94%）构成。

2017—2019 年，公司全部债务连续增长，年均复合增长 7.69%。截至 2019 年底，公司全部债务为 471.11 亿元，较年初增长 9.12%。其中，短期债务占 62.77%，长期债务占 37.23%，以短期债务为主。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 83.99%、81.92%和 80.82%；全部债务资本化比率分别为 74.96%、72.24%和 70.37%；长期债务资本化比率分别为 51.24%、47.77%和 46.93%，连续下降。公司债务负担重。

如将永续债（59.10 亿元）调入长期债务，截至 2019 年底，公司全部债务增至 530.21 亿元。其中，短期债务为 295.71 亿元（占 55.77%），长期债务为 234.50 亿元（占 44.23%）。截至 2019 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 86.53%、79.20%和 62.74%，较调整前分别上升 5.72 个百分点、8.83 个百分点和 15.81 个百分点，调整后的债务负担相比调整前进一步加重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 848.56 亿元，较年初增长 1.56%，较年初变化不大。其中流动负债占 78.13%，非流动负债占 21.87%。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 492.47 亿元，较年初增长 4.53%。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.09%、71.34%和 47.22%，较年初分别上升 0.27 个百分点、0.96 个百分点和 0.29 个百分点。

图 8 近年来公司债务水平变化情况（亿元、%）



资料来源：联合评级整理

如将永续债调入长期债务，截至 2020 年 3 月底，公司全部债务增至 551.57 亿元。其中，短期债务 315.45 亿元（占 57.19%），长期债务 236.12 亿元（占 42.81%）。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 86.74%、79.90%和 62.98%，较调整前分别上升 5.65 个百分点、8.56 个百分点和 15.76 个百分点。

（2）所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 20.89%。截至 2019 年底，公司所有者权益为 198.33 亿元，较年初增长 19.53%，主要系少数股东权益增加所致。其中归属于母公司所有者权益占比为 60.77%，少数股东权益占比为 39.23%。归属于母公司所有者权益为 120.52 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润和其他权益工具分别占 17.41%、5.13%、2.69%、21.01%和 49.04%，公司其他权益工具主要为永续债。公司所有者权益中，少数股东权益和其他权益工具占比较高，权益结构稳定性有待提升。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 197.88 亿元，较年初下降 0.23%，较年初变化不大。其中归属于母公司所有者权益占比为 60.01%，少数股东权益占比为 39.99%。归属于母公司所有者

权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润和其他综合收益分别占 17.67%、5.22%、2.27%、20.27%和 49.77%。

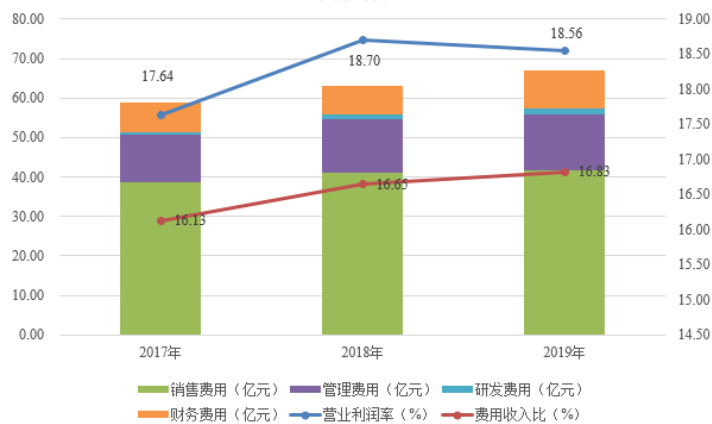
4. 盈利能力

2017—2019 年，公司营业总收入逐年增长，费用控制能力有待提升，投资收益对公司利润影响较大，净利润波动增长，整体盈利能力有待提升。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业总收入较上年同期大幅下降，净利润出现亏损。

2017—2019 年，公司营业总收入连续增长，年均复合增长 4.38%；2019 年，公司实现营业收入 398.33 亿元，较上年增长 4.95%，主要系房地产业务收入增加所致。2017—2019 年，公司净利润年均复合增长 33.08%；2019 年，公司实现净利润 6.55 亿元，较上年增长 90.53%，主要系投资收益增长所致。

2017—2019 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 6.62%。2019 年，公司期间费用总额为 67.03 亿元，较上年增长 6.07%，主要系财务费用增加所致；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 62.16%、21.15%、2.18%和 14.51%。2019 年，销售费用为 41.66 亿元，较上年变化不大；管理费用为 14.18 亿元，较上年增长 4.05%；研发费用为 1.46 亿元，较上年增长 13.11%，主要系研发人员薪酬增加所致；财务费用为 9.72 亿元，较上年增长 32.87%，主要系利息费用增加所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 16.13%、16.65%和 16.83%，公司费用控制能力有待提升。

图 9 2017—2019 年公司期间费用控制能力变化情况



资料来源：联合评级整理

2017—2019 年，公司投资收益逐年增长，年均复合增长 35.78%。2019 年，公司实现投资收益 6.61 亿元，较上年增长 37.95%，主要系公司处置长期股权投资产生的投资收益以及权益法核算的长期股权投资收益；投资收益占营业利润比重为 57.71%，对营业利润影响较大。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 17.64%、18.70%和 18.56%，波动上升；公司总资产收益率分别为 2.19%、1.67%和 2.30%；总资产报酬率分别为 1.87%、1.68%和 1.96%；公司净资产收益率分别为 2.62%、2.28%和 3.60%。公司盈利水平有待提升。

2020 年一季度，新冠肺炎疫情对公司零售业冲击较大，公司实现营业收入 80.48 亿元，同比下降 22.33%；公司净利润亏损 1.80 亿元，上年同期净利润为 1.42 亿元。

5. 现金流

2017—2019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；公司投资活动现金流呈持续净流出状态，考虑到公司在建地产项目尚需较大规模资金投入以及公司短期债务规模大，公司仍面临较大的外部筹资压力。

从经营活动情况来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长2.99%；2019年，公司经营活动现金流入量为481.28亿元，较上年增长6.98%，变化不大，主要为公司销售商品收到的现金以及房地产项目预收款。2017—2019年，公司经营活动现金流出量逐年增长，年均复合增长5.55%；2019年经营活动现金流出量为462.15亿元，较上年增长9.67%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。受上述因素的影响，2017—2019年，公司经营活动产生的现金流净额分别为38.92亿元、28.46亿元和19.12亿元，保持净流入状态；公司现金收入比分别为109.07%、104.19%和106.51%，公司收入实现质量尚可。

从投资活动情况来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长230.11%；2019年，公司投资活动现金流入量为40.76亿元，较上年增长145.54%，主要系赎回理财产品增加所致。2017—2019年，公司投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长118.33%；投资活动现金流出量为50.26亿元，较上年下降5.30%，主要为购买理财产品支出下降所致。受上述因素的影响，2017—2019年，公司投资活动产生的现金流净额持续为负，分别为-6.80亿元、-36.47亿元和-9.50亿元。

从筹资活动情况来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量波动下降，年均复合下降6.27%；2019年，公司筹资活动现金流入量为375.75亿元，较上年下降3.93%，主要为发行债券和取得借款收到的现金。2017—2019年，公司筹资活动现金流出量波动下降，年均复合下降11.22%；2019年投资活动现金流出量为50.26亿元，较上年下降5.30%，主要为购买理财产品支出下降所致。受上述因素的影响，2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为-41.53亿元、24.18亿元和5.88亿元。

2020年1—3月，公司经营活动现金净流入0.19亿元，投资活动现金净流入4.46亿元，筹资活动现金净流入15.74亿元。

6. 偿债能力

2017—2019年，公司长、短期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司在商业零售品牌上的市场知名度、区域市场占有率、经营规模以及股东背景等方面的优势，公司整体偿债能力仍很强。

从短期偿债能力指标来看，2017—2019年，公司流动比率分别为1.12倍、1.16倍和1.17倍，速动比率分别为0.47倍、0.49倍和0.45倍；现金短期债务比分别为0.24倍、0.49倍和0.50倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2017—2019年，公司EBITDA分别为30.52亿元、28.20亿元和29.51亿元，波动下降。从构成看，2019年，公司EBITDA由折旧（占23.12%）、摊销（占11.99%）、计入财务费用的利息支出（占27.13%）和利润总额（占37.76%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数有所下降，分别为1.61倍、1.61倍和1.04倍，EBITDA对利息的覆盖程度较低；EBITDA全部债务比分别为0.07倍、0.06倍和0.06倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2019年底，公司共获得各家银行授信额度为431.63亿元，其中尚未使用额度为162.54亿元；公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有银座股份、鲁商发展两家上市公司，具备直接融资渠道。

截至2019年底，公司为鲁商发展对房屋购买人提供的抵押贷款担保1.28亿元，同时对未纳入合并范围的山东省国资委托管企业担保额共计23.97亿元，公司或有风险较小。

截至本报告出具日，公司无重大未决诉讼事项。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码91370000163055647M），截至2020年4月21日，公司未结清信贷信息中无不良或关注类信贷信息记录，已结清信贷信息中存在32笔不良及关注类贷款，约3,400万元，公司已于2009年全部清偿。

7. 公司本部财务概况

截至2019年底，公司本部货币资金较少，资产以其他应收款和长期股权投资为主，资产质量一般；公司本部债务负担重，短期偿债压力大；公司本部所有者权益构成以其他权益工具（永续债）为主，未分配利润为负，公司本部权益结构稳定性一般。2019年，公司本部主要承担融资职能，收入规模很小，利润主要来自投资收益；公司本部投资活动现金呈净流入状态。

截至2019年底，公司本部资产总额为353.28亿元；其中流动资产为276.79亿元，主要为货币资金（10.82亿元）和其他应收款（265.43亿元）；非流动资产为76.49亿元，主要为长期股权投资（70.56亿元）。

截至2019年底，公司本部负债合计293.19亿元，其中流动负债为195.92亿元，非流动负债为97.27亿元；流动负债以短期借款（72.83亿元）、应付票据（7.95亿元）、其他应付款（57.07亿元）和一年内到期的非流动负债（58.00亿元）为主；非流动负债主要包括长期借款（11.60亿元）、应付债券（70.46亿元）和长期应付款（14.81亿元）等。

截至2019年底，公司本部所有者权益合计60.09亿元，主要包括实收资本（12.20亿元）、其他权益工具（59.10亿元）、资本公积（5.10亿元）和未分配利润（-17.54亿元）。

2019年，公司本部营业收入为0.49亿元，实现投资收益4.54亿元；期间费用以财务费用为主，财务费用为3.61亿元（利息费用为17.78亿元，利息收入为15.43亿元）；实现净利润0.53亿元，公司本部盈利能力较弱。

2019年，公司本部经营活动现金流量净额为17.33亿元，主要为与关联方之间的拆借款；投资活动现金流量净额为-6.90亿元；筹资活动现金流量净额为-15.57亿元。

八、本次公司债券偿还能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至2020年3月底，公司全部债务总额为492.47亿元，本次拟发行债券规模为10亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度对公司债务水平影响不大。

以2020年3月底财务数据为基础，假设募集资金净额为10亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为81.27%、71.75%和48.59%，分别较发行前上升0.27个百分点、0.96个百分点和0.29个百分点，债务负担进一步加重。考虑到本次债券募集资金用途为偿还公司有息债务，实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本次债券偿还能力分析

以2019年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为481.28亿元，对本次债券发行额度（10亿元）的保护倍数为48.13倍；公司2019年EBITDA为29.51亿元，对本次债券发行额度（10亿元）的保护倍数为2.95倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本次债券的保护程

度较高。

综合以上分析，本次债券到期不能偿还的风险很低。

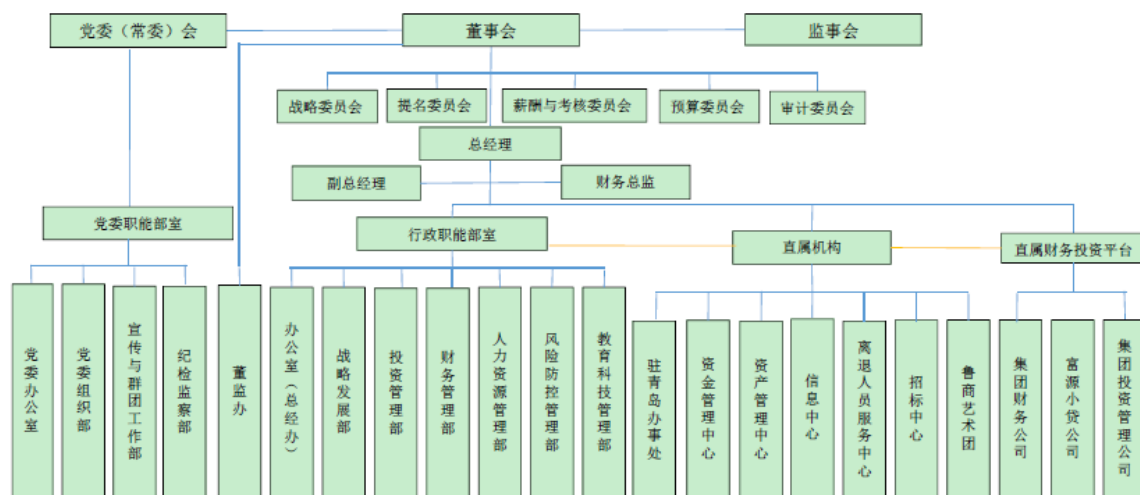
九、综合评价

公司作为山东省国资委下属的国有企业，已形成了以商业零售、生物制药、房地产等业务共同发展的多元化业务格局；公司作为山东省零售业龙头企业，拥有的“银座”商号品牌知名度高，零售业态丰富，经营门店数量多，公司具有明显的规模优势。同时，联合评级也关注到零售行业市场竞争激烈且受新冠肺炎疫情冲击较大、公司房地产业务毛利率较低且项目去化速度慢、在建项目资金支出压力较大、整体债务负担重且债务结构有待优化以及投资收益对利润贡献较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；房地产业务将根据需求选择“地产+文化旅游”“地产+乡村振兴”“地产+医养健康”等不同产业业态组合，发展特色产业项目；公司未来将加大生物制药业科技研发力度。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用等级以及本期公司债券偿还能力的评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

组织结构图



附件 2 山东省商业集团有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	847.52	917.74	1,033.86	1,046.44
所有者权益（亿元）	135.72	165.93	198.33	197.88
短期债务（亿元）	263.60	279.97	295.71	315.45
长期债务（亿元）	142.64	151.78	175.39	177.02
全部债务（亿元）	406.24	431.74	471.11	492.47
营业总收入（亿元）	365.58	379.56	398.33	80.48
净利润（亿元）	3.70	3.44	6.55	-1.80
EBITDA（亿元）	30.52	28.20	29.51	--
经营性净现金流（亿元）	38.92	28.46	19.12	0.19
应收账款周转次数（次）	60.66	47.75	42.64	--
存货周转次数（次）	0.81	0.79	0.73	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.43	0.41	0.08
现金收入比率（%）	109.07	104.19	106.51	122.00
总资本收益率（%）	2.19	1.67	2.30	--
总资产报酬率（%）	1.87	1.68	1.96	--
净资产收益率（%）	2.62	2.28	3.60	-0.91
营业利润率（%）	17.64	18.70	18.56	15.40
费用收入比（%）	16.13	16.65	16.83	17.68
资产负债率（%）	83.99	81.92	80.82	81.09
全部债务资本化比率（%）	74.96	72.24	70.37	71.34
长期债务资本化比率（%）	51.24	47.77	46.93	47.22
EBITDA 利息倍数（倍）	1.61	1.61	1.04	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	0.06	--
流动比率（倍）	1.12	1.16	1.17	1.17
速动比率（倍）	0.47	0.49	0.45	0.43
现金短期债务比（倍）	0.24	0.49	0.50	0.50
经营现金流动负债比率（%）	6.90	4.80	2.93	0.03
EBITDA/本次发债额度（倍）	3.05	2.82	2.95	--

注：1. 本报告中数据不加注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 长期应付款中计息部分已纳入长期债务；4. 公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 销售费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 山东省商业集团有限公司 2020 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年山东省商业集团有限公司年报公告后的两个月内，且不早于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山东省商业集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东省商业集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山东省商业集团有限公司的相关状况，如发现山东省商业集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山东省商业集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至山东省商业集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山东省商业集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年八月十四日