山东省商业集团有限公司
2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4687 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“24 鲁商 MTN004”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年六月二十三日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022
电话（Tel）：（010）85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com

声　明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、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。

八、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。

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。

山东省商业集团有限公司

2025年跟踪评级报告

项　目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山东省商业集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/23
山东省信用增进投资股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 鲁商 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省国资委下属重要的国有资本投融资及产业整合主体，区域重要性高；跟踪期内，公司内控体系和管理水平无重大变动。公司仍围绕商业零售、医药、地产与物业和贸易等开展业务；其中，零售业务区域龙头地位突出，规模优势明显，受市场竞争以及部分门店改造重装导致成本费用增长等因素影响导致盈利有所下滑；子公司鲁商福瑞达医药股份有限公司（以下简称“福瑞达”）在医药相关领域具备一定的品牌、技术和渠道优势，盈利能力强；地产业务在售项目及土地储备区域集中度高，资金占用规模很大，存在去化压力及一定资本支出压力。财务方面，2024 年，受贸易业务规模提升影响，公司营业总收入保持增长，但零售及地产业务盈利下滑，加之期间费用对利润侵蚀明显，公司经营性利润有所下降，整体盈利指标表现尚可；资产流动性仍偏弱；债务负担重，偿债指标表现尚可，本部持续亏损且权益转负，债务负担很重。存续债券“24 鲁商 MTN004”由山东省信用增进投资股份有限公司（以下简称“山东信用增进”）提供全额不可撤销的连带责任保证担保，其担保对债项本息偿付的安全性具有提升作用。

个体调整：无。

外部支持调整：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，在财政资金方面持续获得政府大力支持。

评级展望

未来公司将持续推动各产业转型升级，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。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司股东及相关各方对公司的支持意愿显著增强；公司资产质量及经营效率显著提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司区域重要性明显下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司财务指标显著弱化；再融资环境恶化。

优势

- **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的战略投资及融资和产业整合主体，平台定位突出，在财政资金方面获得股东大力支持。
- **公司细分业务竞争优势突出。**公司是山东省零售行业的龙头企业，“银座”品牌知名度高，在山东省内经营网点数量众多，覆盖范围广，规模优势明显。福瑞达业务涵盖化妆品、医药、原料及添加剂，其中化妆品业务拥有“颐莲”“瑷尔博士”等多个知名品牌，随着各渠道促销推广力度持续加大，化妆品业务经营业绩保持较快增长；医药板块产品涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域，拥有多个药品知名品牌；原料及添加剂板块拥有全球领先的透明质酸研发及生产基地。
- **“24 鲁商 MTN004”设定了担保增信措施，有效提升了本息偿付的安全性。**“24 鲁商 MTN004”由山东信用增进提供全额不可撤销的连带责任保证担保。山东信用增进是山东省内唯一一家信用增进机构，担保实力极强，其担保有效提升债项本息偿付的安全性。

关注

- **公司地产项目区域集中度高，存在去库存压力和一定资本支出压力。**公司地产业务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，资金占用规模很大，且在建项目后续仍面临一定资金支出压力，需关注行业景气度尚未回暖背景下，公司存量项目去化进展及带来的流动性压力。

- **公司财务杠杆水平高，债务负担重。**截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 82.87%和 71.06%，债务负担重。
- **本部持续亏损，债务负担很重，2024 年末本部所有者权益转负。**公司本部无经营性业务，且承担部分融资职能，财务费用高企导致本部利润总额持续亏损。2024 年末本部所有者权益为-4.92 亿元，本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 101.20%和 102.27%。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505

评级模型 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505

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
			经营分析	1
			企业管理	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		5
		偿债能力		3
指示评级				aa⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa⁻
外部支持调整因素：政府支持				+2
评级结果				AA⁺

个体信用状况变动说明：因联合资信已于 2025 年 5 月 15 日制定并披露《多元产业投资控股企业信用评级方法》及《多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表）》，本次公司评级模型适用于多元产业投资控股企业主体信用评级模型，个体指示级别和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

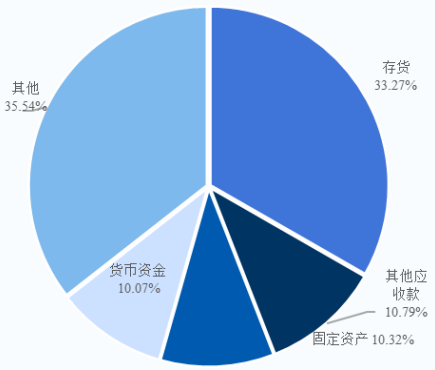
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

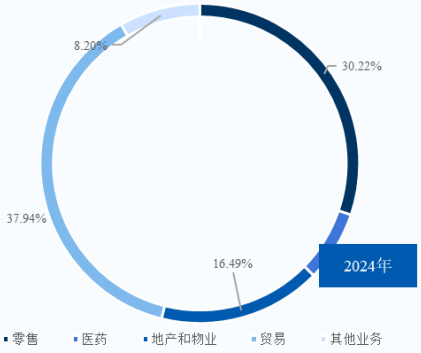
合并口径				
项　目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	161.22	179.23	136.17	133.51
资产总额（亿元）	1331.11	1290.47	1234.42	1241.19
所有者权益（亿元）	253.70	241.73	211.60	212.60
短期债务（亿元）	330.76	348.97	278.68	274.38
长期债务（亿元）	137.61	124.15	222.01	247.51
全部债务（亿元）	468.37	473.12	500.69	521.89
营业总收入（亿元）	333.75	462.82	470.79	124.79
利润总额（亿元）	6.14	6.75	7.23	2.42
EBITDA（亿元）	30.92	30.52	29.87	--
经营性净现金流（亿元）	18.98	50.74	49.91	2.73
营业利润率（%）	25.47	18.14	16.29	14.95
净资产收益率（%）	0.41	0.47	1.44	--
资产负债率（%）	80.94	81.27	82.86	82.87
全部债务资本化比率（%）	64.86	66.18	70.29	71.06
流动比率（%）	98.54	97.02	104.29	108.34
经营现金流动负债比（%）	2.05	5.57	6.38	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.51	0.49	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	1.25	1.28	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.15	15.50	16.76	--
公司本部口径				
项　目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	398.14	429.49	411.64	427.27
所有者权益（亿元）	46.70	29.20	-4.92	-5.34
全部债务（亿元）	171.40	186.33	221.57	234.08
营业总收入（亿元）	0.53	0.71	1.08	0.22
利润总额（亿元）	-4.35	-3.82	-1.46	-0.33
资产负债率（%）	88.27	93.20	101.20	101.25
全部债务资本化比率（%）	78.59	86.45	102.27	102.34
流动比率（%）	82.38	71.96	77.67	81.72
经营现金流动负债比（%）	6.69	13.19	8.58	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；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.合并口径长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

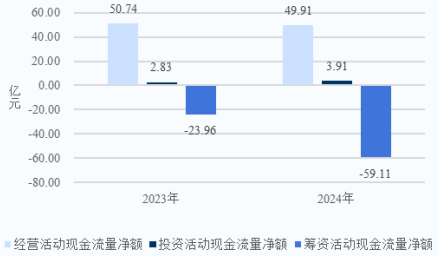
2024 年底公司资产构成



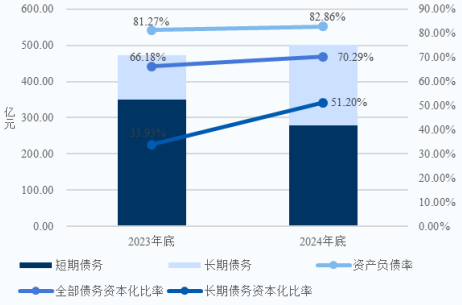
2024 年公司收入构成



2023－2024 年公司现金流情况



2023－2024 年底公司债务情况



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	特殊条款
24 鲁商 MTN004	6.00 亿元	6.00 亿元	2029/06/24	--

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
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 鲁商 MTN004	AAA/稳定	AA^{+}/稳定	2024/06/11	刘祎烜 伦海玲	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	阅读全文

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王喜梅 wangxm@lhratings.com

项目组成员：伦海玲 lunhl@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）

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 2025 年 3 月底，公司注册资本为 14.40 亿元，实收资本 23.04 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。

公司主营业务收入主要来自零售、医药、物业与地产和贸易业务，按照联合资信行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至 2025 年 3 月底，公司本部设办公室、投资管理部、财务管理部、审计部、法务部和安全管理部共 6 个职能部门；公司直接持有 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）28.48%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，质押率 26.68%。福瑞达持有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）71.32%的股权。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 1234.42 亿元，所有者权益 211.60 亿元（含少数股东权益 145.39 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 470.79 亿元，利润总额 7.23 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 1241.19 亿元，所有者权益 212.60 亿元（含少数股东权益 145.87 亿元）；2025 年 1－3 月，公司实现营业总收入 124.79 亿元，利润总额 2.42 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 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券为“24 鲁商 MTN004”，募集资金已按指定用途使用完毕，“24 鲁商 MTN004”由山东省信用增进投资股份有限公司（以下简称“山东信用增进”）提供不可撤销连带责任保证担保。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
24 鲁商 MTN004	6.00	6.00	2024/06/24	5 年

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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构

性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》。

五、行业分析

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与 ESG 标准等均对企业决策与运营形成影响。展望 2025 年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见《多元产业投资控股行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）控股产业布局及子公司概况

跟踪期内，公司多元化的业务格局保持稳定。2024 年，贸易业务收入增长带动营业总收入同比增长，公司综合毛利率有所下滑。

2024 年，公司营业总收入同比增长 1.72%，地产和物业板块收入下降同时贸易业务收入增长，零售、地产和物业、贸易业务收入占比分别为 30.22%、16.49%和 37.94%，其中贸易业务收入同比增长 31.89%；地产和物业板块收入同比下降 31.47%，主要系公司执行房地产去化政策，在无新增开发项目的情况下，存量地产项目不断去化，收入相应减少。2024 年，公司综合毛利率同比下降 2.32 个百分点，主要因毛利率水平较低的贸易业务收入占比上升所致；零售板块毛利率同比有所下滑，主要系经销模式收入占比较大，毛利率下降所致；医疗板块毛利率变动不大，地产和物业板块毛利率持续下滑。

2025 年一季度，公司营业总收入同比增长 5.61%，其中零售板块收入同比增长 8.25%，贸易板块收入同比增长 10.27%；综合毛利率同比下降 3.80 个百分点。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
零售	137.39	41.17%	31.38%	143.82	31.08%	33.71%	142.27	30.22%	30.57%	43.18	34.60 %	27.16%
医药	28.00	8.39%	57.10%	33.24	7.18%	57.75%	33.68	7.15%	58.63%	7.21	5.78%	57.55%
地产和物业	101.52	30.42%	15.70%	113.29	24.48%	9.75%	77.64	16.49%	6.36%	6.22	4.98%	11.48%
贸易	30.00	8.99%	0.07%	135.42	29.26%	0.10%	178.60	37.94%	0.25%	59.78	47.91%	0.25%
其他	36.83	11.04%	48.51%	37.06	8.01%	37.42%	38.61	8.20%	38.19%	8.39	6.73%	37.27%
合计	**333.75**	**100.00%**	**27.84%**	**462.82**	**100.00%**	**20.03%**	**470.79**	**100.00%**	**17.71%**	**124.79**	**100.00%**	**15.92%**

注：1.其他收入主要包括租金收入、土地开发和提供劳务等；2.小数尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司合并口径收入主要来自银座股份和山东银座汽车有限公司的零售业务、福瑞达的医药业务、山东省城乡发展集团有限公司（以下简称“山东城发”）的地产和物业业务以及山东银座配送有限公司和鲁商（上海）供应链科技有限公司的贸易业务，净利润主要来源于福瑞达的医药业务；2024 年，银座股份和福瑞达经营业绩同比均有下降，山东城发仍处于亏损状态；子公司银座股份和山东城发负债率偏高（超过 70%）。

子公司银座股份作为公司重要的零售业务经营主体，2024 年因实体零售行业竞争激烈，尤其百货门店受线上零售冲击等因素影响，导致银座股份经营业绩较上年同期有所下降，2024 年银座股份营业收入同比下降 2.17%，净利润同比下降 70.12%，主要系

销售费用等规模上升叠加资产处置收益减少所致。2024 年，子公司福瑞达营业收入和净利润分别同比下降 13.02%和下降 13.68%，主要因去年同期包括房地产业务剥离前的财务数据以及房地产业务剥离产生投资收益影响所致；剔除地产业务影响后，营业收入较上年同期基本持平，归属于上市公司股东的净利润同比增加 6.15%。子公司山东城发 2024 年净利润仍持续为负，较上年亏损有所收窄。2024 年，公司贸易业务规模同比增长，主要经营主体净利润规模同比小幅增长，但盈利规模小。

图表 3 • 公司下属主要经营主体 2024 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	所属业务板块	持股比例	是否上市/发债	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润
银座股份	零售	28.48%	上市	106.66	26.70	54.19	0.58
山东银座汽车有限公司	零售	33.74%	--	35.57	17.07	41.84	0.66
福瑞达	医药	51.62%	上市	60.00	47.88	39.83	2.96
山东省城乡发展集团有限公司	地产和物业	100.00%	--	432.87	35.51	71.49	-1.64
山东银座配送有限公司	贸易	100.00%	--	29.85	9.54	90.08	0.41
鲁商（上海）供应链科技有限公司	贸易	100.00%	--	29.94	10.09	114.10	0.09
合并口径	--	--	--	**1234.42**	**211.60**	**470.79**	**3.04**

注：山东银座配送有限公司由山东银座商城股份有限公司持股 51%，鲁商（香港）有限公司持股 49%，公司合计持股 100%
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（二）基础素质

跟踪期内，公司保持多元化的经营格局，零售业务作为核心业务，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品牌、技术和渠道优势。公司本部过往债务履约情况良好。

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 2025 年 3 月底，公司拥有 175 家百货及百货超市复合店，51 家家电店，6 家家居店，5 家购物中心和 7 家汽车专营店，合计经营面积 457.77 万平方米。

医药方面，福瑞达子公司焦点福瑞达生物股份有限公司（以下简称“焦点福瑞达”）是全球领先的透明质酸研发及生产基地之一，拥有全球领先的透明质酸研发和应用技术，主营业务为化妆品、医药、原料及添加剂，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，拥有 3 个中国驰名商标和 6 个山东省著名商标，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、日韩等 70 多个国家和地区。福瑞达拥有 400 余人的研发团队，建有 4 个国家级、17 个省级科研平台，先后承担国家、省部级重大科技专项 30 余项，获授权专利 370 余项，获国家科技进步二等奖三项，国家科技进步三等奖一项，透明质酸应用技术达国际领先水平。

信用记录方面。根据中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91370000163055647M），截至 2025 年 5 月 20 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。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（三）管理水平

跟踪期内，公司治理结构和内部管理制度无重大变化，董事成员及部分高管有所调整。

跟踪期内，公司治理结构和内部管理制度无重大变动，2024 年 1 月、2 月、4 月，经山东省国资委研究决定，公司 2 名外部董事和 2 名董事有所调整；2024 年 1 月，公司新任两名副总经理。其他高级管理人员无重大变动。

（四）经营方面

1 业务经营分析

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，门店持有方面以自有店铺为主，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。2024年，受市场竞争以及部分门店改造重装导致成本费用增长等因素影响，零售业务各运营主体业绩同比有所下滑。

公司零售业务主要由上市公司银座股份、山东银座商城股份有限公司（以下简称“银座商城”）和山东银座汽车有限公司（以下简称“银座汽车”）运营。2024年，受市场竞争等因素影响，银座股份和银座汽车净利润均同比有所下滑。

跟踪期内，公司采购模式方面无重大变化，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。

截至2025年3月底，公司已有三个物流配送中心在运营，其中山东银座配送中心、曲阜银座配送中心和潍坊配送中心的库区占地面积分别为32.24万平方米、12.45万平方米和11.00万平方米。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约占44%和56%，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的战略，涉及有百货超市复合店、家居广场、家电店、购物中心、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2025年3月底，公司拥有百货及百货超市复合店175家，家电店51家，家居店6家，其中2024年因转让下属子公司导致超市（便利店）门店减少，其他业态门店数量和经营面积基本保持稳定。

图表4• 公司零售业店面情况（单位：家、万平方米）

业务板块	2022年		2023年		2024年		2025年3月	
	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积
百货超市复合店	163	357.87	174	351.73	175	338.17	175	338.17
超市（便利店）	212	7.52	206	7.33	--	--	--	--
家居店	6	45.55	6	45.55	6	45.55	6	45.55
家电店	57	5.29	58	5.28	58	6.32	51	6.21
购物中心	5	60.10	5	60.10	5	60.10	5	60.1
汽车4S店	5	7.03	5	7.03	6	7.29	7	7.74
合计	**448**	**483.36**	**454**	**477.02**	**250**	**457.43**	**244**	**457.77**

注：2024年5月公司出售山东统一银座商业有限公司股权，相关便利店不再纳入统计
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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2025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15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，2024年，公司零售业下属46家主要经营门店实现销售额58.09亿元，同比下降8.10%；同期，主要门店实现净利润1.89亿元，同比下降72.41%，主要系重要门店山东银座商城因重装改造形成较大成本费用导致净利润同比下降97.13%。公司主要经营门店中13家门店亏损，较上年亏损门店数量无较大变动。

图表5• 公司零售业主要经营网点销售情况（单位：万平方米、年、万元）

业务板块	经营面积	开店时间	物业权属	经营方式	销售额		净利润	
					2024年	2025年1-3月	2024年	2025年1-3月
山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	125,711.45	38,912.25	1,111.98	1,032.70

济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	35,515.03	9,107.90	566.51	553.80
济南花园店	0.83	2011	租赁	百货+超市	10,940.15	3,190.19	600.17	277.24
东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	16,937.48	4,966.59	3,443.89	1,106.11
泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	18,730.91	5,139.75	1,896.28	486.80
淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	29,039.98	8,901.16	3,481.40	1,114.80
济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	10,692.42	3,174.69	95.75	31.31
滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	5,203.22	250.03	-184.93	31.86
滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	10,504.09	3,436.12	-1,540.79	-369.03
临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	15,741.43	3,870.47	1,459.97	240.62
日照银座商城	1.9	2006	租赁	百货+超市	13,456.71	4,115.38	282.10	356.76
淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	5,350.53	1,641.94	-32.63	32.21
潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	18,677.92	5,205.13	1,517.59	474.64
菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	16,003.13	4,393.92	1,731.52	506.07
新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	5,265.11	1,304.40	558.65	167.49
长清大学城店	2.4	2011	租赁	百货+超市	8,296.16	2,472.53	646.43	238.19
济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	10,907.45	3,410.98	320.61	218.93
邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	975.98	187.65	197.98	51.64
济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	11,299.97	3,437.66	526.83	236.60
莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	7,251.16	1,987.96	834.15	296.97
济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	18,664.54	3,615.74	7,617.15	614.73
石家庄东方购物广场	5.5	2009	自有	百货+超市	5,250.39	1,153.98	3.23	20.98
博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	4,541.35	1,409.06	40.11	39.19
长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	4,148.64	1,182.24	10.98	-4.28
章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	5,016.98	1,504.81	483.90	170.84
济宁银座购物广场	2.3	2008	自有	百货+超市	3,110.76	942.19	-1,122.68	-344.02
莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	3,528.96	980.10	380.13	102.93
滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	6,746.00	2,153.47	643.23	136.99
银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	15,875.84	4,573.97	612.53	438.38
濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	9,086.29	2,686.37	1,395.40	241.77
洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	1,971.20	477.17	2.96	54.40
安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	2,168.74	481.75	361.99	87.54
鹤壁银座商城	1.8	2010	自有	百货+超市	2,025.23	111.96	-412.26	7.86
烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	5,482.11	1,636.62	-444.26	-52.72
聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	3,674.53	1,046.34	-1,582.50	-376.49
保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	2,538.53	345.14	-1,045.53	-35.01
张家口银座商城	4.1	2014	自有	百货+超市	7,152.66	1,862.23	2,331.33	114.87
济南和谐广场	14.5	2011	自有	购物中心	40,023.85	10,520.68	5,266.08	1,536.78
银座济南高新店	1.96	2011	租赁	百货+超市	14,600.88	4,713.68	1,150.12	553.58
临沂和谐广场	8.2	2012	自有	购物中心	2,303.68	458.66	-3,112.09	-610.95
银座商城七里山店	1.3	2013	租赁	百货+超市	13,933.56	4,097.43	2,208.40	679.80
青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	6,639.22	1,505.59	-561.40	-153.44
北京和谐广场	14	2016	自有	购物中心	15,389.31	3,318.16	-10,607.42	-4,515.14
菏泽和谐广场	10	2017	租赁	购物中心	7,802.12	1,791.89	-2,211.10	-551.70

淄博高青银座	2.02	2017	租赁	百货+超市	701.27	154.63	159.17	49.96
德州齐河银座	1.85	2017	租赁	百货+超市	2,042.05	579.50	-172.22	-19.09
合计	--	--	--	--	**580,918.94**	**162,410.04**	**18,908.70**	**5,273.44**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，医药板块收入保持小幅增长，业务盈利能力强，是公司经营性利润的核心来源。2024 年，福瑞达化妆品板块收入保持增长，但受行业增速放缓等因素影响，收入增速出现下滑。

公司医药业务运营主体为下属上市公司福瑞达，主要产品分为药品、化妆品、原料药及添加剂和其他产品。2024 年，公司医药业务实现收入 33.68 亿元，同比增长 1.32%，经营情况较平稳。

图表 6 • 2022－2024 年公司医药业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
药品	5.11	53.00%	5.20	53.39%	5.12	52.32%
化妆品	19.69	60.97%	24.16	62.13%	24.75	62.57%
原料药及添加剂	2.85	34.07%	3.51	32.31%	3.43	35.92%
合计	**27.65**	**56.72%**	**32.87**	**57.56%**	**33.30**	**58.25%**

注：未包含其他医药业务收入
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

化妆品方面，福瑞达形成了以“颐莲”和“瑷尔博士”为主的八个化妆品品牌，细分产品品类包括喷雾、精华、面膜、水乳、洁面、面霜、眼影盘、眉笔、香薰等。2024 年，公司化妆品实现收入 24.75 亿元，增速同比下滑 20.25 个百分点，主要系经济环境影响，化妆品行业整体增速有所下降所致。其中，“颐莲”品牌全年实现营业收入 9.63 亿元，同比增长 12.36%；“瑷尔博士”品牌全年实现营业收入 13.01 亿元，同比下降 3.48%；药品方面，2024 年实现收入 5.12 亿元，同比下降 1.54%，主要受医药行业政策变动的影响，药品产销量同比有所下降所致；福瑞达现有基本药物 28 个品类，涵盖骨科、儿科、呼吸类、眼科类、妇科类、降糖类等领域，纳入国家基本药品目录的有 22 个。原料药及添加剂方面，2024 年实现收入 3.43 亿元，同比下降 2.43%，主要系添加剂业务受经济环境影响，终端企业需求疲软叠加市场竞争激烈，价格出现一定幅度下滑所致。福瑞达主要原料药产品为透明质酸，其子公司山东焦点福瑞达生物股份有限公司是全球领先的透明质酸原料生产基地之一，拥有透明质酸原料 420 吨/年的产能，是全球 70 余个国家和地区的透明质酸钠产品供应商。

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，2024 年药品原材料采购前五大金额占比为 51.20%；化妆品方面，主要原材料为原材及包装，2024 年化妆品原材料采购前五大合计金额占该产品采购额的 12.58%，福瑞达主要产品原材料采购集中度尚可。福瑞达采购结算方式为货到付款，支付方式主要为承兑及电汇，账期为三个月。

产品销售方面，福瑞达采取公司—承销商—分销商—终端客户的销售模式。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，2024 年，化妆品实现销量 1.24 万件，销量同比增长 5.81%，产销率为 101.65%；西药实现销量 1332 万盒，同比下降 10.37%，产销率为 96.17%。销售渠道方面，福瑞达近年来持续拓展线上销售渠道，构建了国内+国际，线上+线下全渠道销售网络。2024 年，化妆品线上销售额 21.53 亿元，同比增长 1.84%，占化妆品收入总额的 86.99%。

跟踪期内，受行业景气度持续低迷影响，公司放缓土地投拓规模，持续开展存续项目去化，签约销售面积同比有所增长，但受均价下降影响，签约销售金额同比下降。截至 2024 年底，公司地产业务资金占用规模很大，在建项目仍需一定规模资金投入，在售项目区位集中在山东省内二、三、四线城市，考虑到地产市场需求尚未回暖，地产项目存在一定去化压力。

公司地产和物业项目主要由子公司山东城发负责运营。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。近年来，公司拿地节奏暂缓，跟踪期内未获取土地，以去化存量土地储备为主。截至 2025 年 3 月底，公司土地储备拟开发建筑面积共 80.26 万平方米，主要位于青岛市、菏泽市、哈尔滨等二、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，且拟建项目中商业占比高，资金占用时间长，持续推高项目成本。

图表 7 • 截至 2025 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	已缴纳土地出让金	未来开发计划
哈尔滨	住宅、商业	3.74	0.85	3.74	2014.8	2.28	2.28	待规划
菏泽蓝岸公馆	商业	1.67	2.36	6.71	2019.10	1.1	1.1	拟转让
青岛鲁商中心	商业	3.08	3.08	22.50	2016.09	12.75	12.75	转让
青岛蓝谷健康城（B 地块）	住宅+商业	4.76	0.34	7.14	2019.07	3.17	3.17	待规划
青岛蓝谷健康科技港	住宅+商业	8.83	0.10	20.08	2019.07	0.39	0.39	待规划
青岛鲁商蓝岸丽舍	住宅+商业	2.70	0.00	6.26	2016.7	2.45	2.45	待规划
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	0.28	待规划
崂山项目	商业	2.35	2.35	4.78	2016.7	2.48	2.48	待规划
上海	商办	1.47	1.47	--	--	1.65	1.65	待规划
淄博	商业	0.86	0.86	1.88	2018.06	0.21	0.21	拟转让
合计	--	**33.20**	**15.14**	**80.26**	--	**27.25**	**26.76**	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

开发方面，2024 年，公司新开工面积和竣工面积分别为 70.07 万平方米和 64.39 万平方米，均较上年同期有所下降。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，2024 年公司执行去化政策，签约销售面积为 71.92 万平方米，同比小幅提升，签约销售额 62.21 亿元，同比有所下滑，当期确认销售收入 71.57 亿元，同比下降 33.96%。

图表 8 • 公司地产和物业开发及销售情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
开工面积（万平方米）	48.89	92.92	70.07	70.07
竣工面积（万平方米）	124.56	155.09	64.39	0.00
签约销售面积（万平方米）	63.50	66.92	71.92	11.35
签约销售收入（亿元）	67.38	73.07	62.21	5.65
当期确认销售收入（亿元）	92.95	108.38	71.57	4.46

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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 2025 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 万平米，总投资 77.64 亿元，累计完成销售 101.22 亿元，累计回款 101.22 亿元。在建及在售项目包括临沂鲁商中心和青岛鲁商中心燕儿岛。截至 2025 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 101.16 亿元，截至 2025 年 3 月底，销售回款率分别为 97.80%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 2025 年 3 月底，鲁商花园住宅已完工项目 13 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 316.68 亿元，累计销售 323.50 亿元，累计回款 320.86 亿元。在建项目 18 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 2025 年 3 月底，上述项目规划建筑面积 1113.56 万平方米，计划总投资 887.72 亿元，已完成投资 720.70 亿元，其中 16 个项目销售回款率超过 90%；2025 年预计实现销售资金回流 30.96 亿元。

鲁商生态别墅为位于城市自然风景区的高端品牌项目。截至 2025 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，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 27.49 亿元，销售回款率 99.19%。

截至 2024 年底，公司合并口径存货中房地产开发成本和开发产品账面价值合计 394.26 亿元（计提跌价准备 5.52 亿元），较上年底下降 9.68%，存在一定去化压力。

2024 年，公司贸易业务收入保持较快增长，毛利率水平低，上下游集中度高，需关注部分交易对手风险敞口稳定性。

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，前期贸易板块主要由山东银座配送有限公司（以下简称“银座配送”）负责运作，2023 年 6 月为进一步提高贸易板块的专业性和合规性，根据公司战略发展规划，由鲁商集团有限公司出资、设立、管理鲁商（上海）供应链科技有限公司（以下简称“上海供应链公司”），注册资本 10 亿元，开展大宗商品供应链、进出口贸易等业务。2024 年，公司贸易板块收入为 178.60 亿元，同比增长 31.89%，毛利率为 0.25%，同比小幅增加。

业务流程方面，下游客户发送采购订单，公司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。订单确认后，公司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。上游根据公司要求在指定的第三方仓库完成货物交割后，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。截至 2024 年底，银座配送和上海供应链公司期末应收账款及应收票据合计为 4.35 亿元，预付款项合计为 9.47 亿元，上游预付款项规模占用相对较大。

2024 年和 2025 年一季度，公司贸易业务前五大供应商采购金额占比分别为 66.60%和 56.28%，上游集中度高，以民营企业为主；同期，公司贸易业务下游前五大客户销售金额占比分别为 74.95%和 50.26%，下游客户集中度高，下游客户包括国有企业和民营企业。2024 年，公司贸易业务上下游前五大客户较上年有一定变动。

公司已成立业务、资金、货管三大中心，按贸易品种、业务模式制定业务运行操作规范，对业务品种、模式进行方向把控，对资金收支进行统筹管理，对货物货权进行全程管控，已搭建网格化、系统化的风险防控体系，并实现了业务流程、资金管控、货权管理等三方面的风险防控专业化、集中化、垂直化的管理。

2 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，未来通过转型发展，经营实力有望进一步提升。

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，以山东省药学科学院、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。

（五）财务方面

公司提供了 2024 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 2025 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2024 年底，公司合并范围二级子公司合计 38 家，较上年无重大变动；截至 2025 年 3 月底，公司合并范围较上年末无变化。整体看，公司财务数据具备可比性。

1 主要财务数据变化

2024 年末，公司资产规模有所下降，构成仍以流动资产为主，其他应收款和以房地产项目为主的存货占比高，对营运资金占用明显。公司整体资产流动性偏弱，受限资产规模较大，资产质量一般。

截至 2024 年末，公司资产总额较上年末下降 3.70%，主要系公司持续去化存量地产存货所致。公司资产结构仍以流动资产为主（占 66.10%），期末货币资金较上年底下降 10.09%至 124.32 亿元，受限货币资金 40.13 亿元，主要为各类保证金等；交易性金融资产为 8.99 亿元，较上年底下降 76.63%，系部分理财产品到期所致；其他应收款为 133.24 亿元，较上年底变动不大，主要由土地保证金、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构成，对公司营运资金占用较大；2024 年公司持续去化存量地产项目，期末存货较上年底下降 8.66%，但仍维持较大规模，主要由开发成本（占 61.57%）和开发产品（占 34.42%）构成，期末计提跌价准备 5.59 亿元。非流动资产中投资性房地产和固定资产占比大，截至 2024 年末均较上年末变动不大，主要为房屋及建筑物和土地使用权。

图表 9 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**883.56**	**68.47%**	**815.89**	**66.10%**	**826.82**	**66.62%**
货币资金	138.27	10.71%	124.32	10.07%	122.53	9.87%
其他应收款	130.05	10.08%	133.24	10.79%	135.26	10.90%
存货	449.64	34.84%	410.70	33.27%	411.72	33.17%
非流动资产	**406.91**	**31.53%**	**418.53**	**33.90%**	**414.37**	**33.38%**
投资性房地产	117.62	9.11%	118.77	9.62%	119.73	9.65%
固定资产	125.14	9.70%	127.42	10.32%	124.30	10.01%
资产总额	**1290.47**	**100.00%**	**1234.42**	**100.00%**	**1241.19**	**100.00%**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月末，公司资产规模及结构较上年末变动不大。截至 2025 年 3 月底，公司受限资产规模较大，主要为用于抵押借款的存货、固定资产、投资性房地产及受限货币资金等。

图表 10 • 2025 年 3 月末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占相应资产比例	受限原因
货币资金	40.45	33.01%	保证金、担保、诉讼冻结等款项
应收票据	0.31	20.13%	借款抵押
存货	33.52	8.14%	借款抵押
固定资产	26.21	21.09%	借款抵押
无形资产	5.93	15.53%	借款抵押
投资性房地产	12.46	10.415	借款抵押
合计	**118.89**	**9.58%**	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司计入其他权益工具的永续信托到期使得所有者权益规模有所下降，公司所有者权益中少数股东权益占 68.71%，权益结构稳定性较弱。

截至 2024 年底，公司所有者权益 211.60 亿元，较上年底下降 12.46%，主要系计入其他权益工具的 30 亿元永续信托到期所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 31.29%，少数股东权益占比为 68.71%。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 10.89%、18.04%、2.10%和-4.91%。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 212.60 亿元，较上年底变化不大。

跟踪期内，公司有息债务保持增长，短期债务占比下降，财务杠杆水平高，公司债务负担重。

截至 2024 年底，公司负债总额为 1022.82 亿元，较上年底下降 2.47%，负债结构仍以流动负债为主（占 76.49%）。截至 2024 年底，公司短期借款较上年底下降 14.40%至 118.52 亿元，应付票据较上年底增长 22.14%至 96.49 亿元，其他应付款较上年底下降 12.74%至 207.98 亿元（占流动负债的 26.59%），主要系往来款和专用款下降所致；一年内到期的非流动负债较上年底下降 51.38%至 62.76 亿元，系一年内到期的长期借款及应付债券均减少所致；合同负债较上年底下降 16.17%至 161.13 亿元，主要系预收商品款减少所致；2024 年末长期借款和应付债券分别为 115.45 亿元和 64.81 亿元，较上年底分别增长 119.16%和 212.11%，公司加大长期债务融资。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额为 1028.60 亿元，较上年底增长 0.56%，长期借款和应付债券持续增长。

截至 2024 年底，公司全部债务为 500.69 亿元，较上年底增长 5.83%，主要来自长期借款和应付债券增长所致，短期债务占比 55.66%，较上年底减少 18.10 个百分点，债务期限结构有所改善；融资方式方面，银行借款约占 69.32%，发行债券约占 20.48%，其他融资约占 10.20%（主要包括融资租赁款、应付票据及租赁负债等）。从债务指标来看，截至 2024 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 82.86%、70.29%和 51.20%，较上年底分别提高 1.59 个百分点、提高 4.11 个百分点和提高 17.27 个百分点。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 521.89 亿元，较上年底增长 4.24%，短期债务占 52.57%，较 2024 年底继续下降；截至 2025 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 82.87%、71.06%和 53.79%，较上年底分别提高 0.01 个百分点、提高 0.76 个百分点和提高 2.59 个百分点。

2024 年，随着贸易业务规模拓展，公司营业总收入有所增长，但零售及地产业务盈利下滑，加之期间费用对利润侵蚀明显，经营性利润有所下降，利润总额对非经常性损益依赖程度高，盈利指标表现尚可。

2024 年，随着贸易业务规模的扩大，公司营业总收入同比增长 1.72%，同时零售及地产业务盈利下滑，公司经营性利润有所下降，期间费用高企对利润存在侵蚀。2024 年，合并口径利润总额 7.23 亿元，同比增长 7.01%，主要来自于投资收益的贡献。2024 年，公司投资收益为 7.31 亿元，同比增长 112.09%，主要因处置长期股权投资产生的投资收益明显增长所致，该类收益不具备可持续性；其他收益为 1.00 亿元，较上年基本持平，主要为政府补助；公允价值变动收益为 0.19 亿元，同比下降 72.24%，系投资性房地产公允价值变动收益减少所致；此外，2024 年，公司减值计提规模有所增长，主要来自坏账损失、存货跌价损失和商誉减值增加所致，2024 年，公司减值损失由资产减值损失（0.89 亿元）和信用减值损失（1.58 亿元）构成。

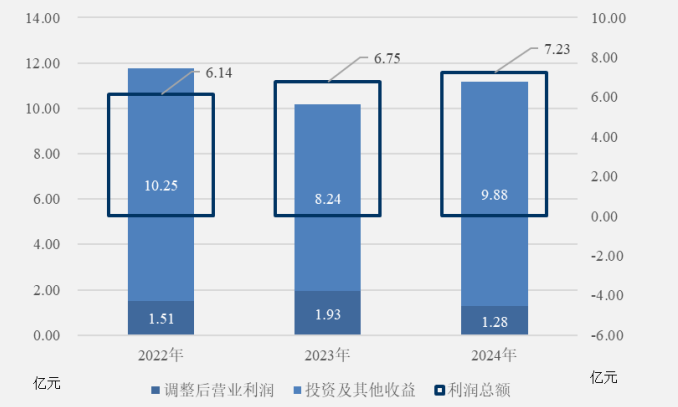
2025 年一季度，公司实现营业总收入 124.79 亿元，同比增长 5.61%，利润总额 2.42 亿元，同比下降 18.96%，主要系毛利率下降叠加非经常性收益减少所致。

图表11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	333.75	462.82	470.79
毛利润	93.28	92.72	83.37
期间费用	83.49	82.01	75.39
投资收益	4.90	3.45	7.31
营业外收入	1.12	1.56	0.74
利润总额	6.14	6.75	7.23
营业利润率	25.47%	18.14%	16.29%
总资本收益率	1.46%	1.14%	1.39%
净资产收益率	0.41%	0.47%	1.44%
减值损失（合计）	3.72	1.65	2.47

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表12 • 2022－2024年公司利润构成及变化趋势



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，公司经营活动及投资活动现金流均保持净流入状态，考虑在建地产项目尚需投入以及公司短期资金周转，公司存在外部筹资需求。

2024 年，公司经营活动现金流入及流出规模均同比有所减少，经营活动现金流量净额同比下降 1.63%，现金收入比为 100.39%，收入现金实现质量较上年有所削弱；2025 年 1－3 月，公司经营活动现金净流入规模同比小幅提升。2024 年，公司投资活动现金流量净额保持小额净流入，同时公司仍在固定资产、无形资产和其他长期资产投资方面保持较高规模的对外投资；公司筹资活动现金流量净额呈持续净流出，公司偿债支出增加。考虑到未来公司计划持续在主营业务持续拓展及债务接续，仍存在对外融资需求。2024 年及 2025 年一季度，现金及现金等价物净增加额有所消耗。

图表 13 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	410.81	504.43	485.22	206.07
经营活动现金流出小计	391.83	453.69	435.30	203.35
经营现金流量净额	**18.98**	**50.74**	**49.91**	**2.73**
投资活动现金流入小计	53.25	78.50	44.24	7.98

投资活动现金流出小计	51.27	75.67	40.33	10.95
投资活动现金流量净额	**1.98**	**2.83**	**3.91**	**-2.98**
筹资活动前现金流量净额	**20.96**	**53.57**	**53.82**	**-0.25**
筹资活动现金流入小计	448.42	464.74	491.60	145.18
筹资活动现金流出小计	503.76	488.70	550.71	147.15
筹资活动现金流量净额	**-55.34**	**-23.96**	**-59.11**	**-1.97**
现金收入比	**115.72%**	**104.41%**	**100.39%**	**151.10%**
现金及现金等价物净增加额	**-34.06**	**29.17**	**-6.00**	**-2.22**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱，EBITDA 对利息支出的覆盖程度尚可，公司融资渠道畅通。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	98.54%	97.02%	104.29%
	速动比率	44.20%	47.65%	51.79%
	经营现金流入/流动负债（倍）	0.44	0.55	0.62
	经营现金/短期债务（倍）	0.06	0.15	0.18
	现金类资产/短期债务（倍）	0.49	0.51	0.49
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	30.92	30.52	29.87
	全部债务/EBITDA（倍）	15.15	15.50	16.76
	经营现金/全部债务（倍）	0.04	0.11	0.10
	EBITDA/利息支出（倍）	1.27	1.25	1.28
	经营现金/利息支出（倍）	0.78	2.08	2.14

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从偿债指标看，公司流动资产对流动负债的保障程度一般，现金类资产对短期债务的保障程度弱，EBITDA 及经营活动现金流净额对利息的覆盖程度良好。

截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信总额 495.48 亿元，尚未使用额度 240.25 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。此外，截至 2025 年 3 月底，公司直接持有银座股份和福瑞达（未质押部分）股权市值合计 36.14 亿元，可为公司提供一定流动性支持。

截至 2025 年 3 月底，公司对外担保合计 0.49 亿元，为山东城发地产子公司对商品房承购人提供抵押贷款担保。

截至 2025 年 3 月底，公司存在 3 笔未决诉讼，涉诉金额 3.34 亿元。

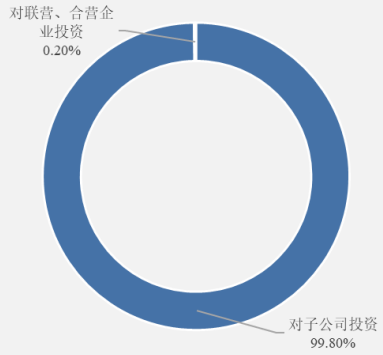
3 公司本部主要变化情况

公司本部主要承担融资及管理职能，受财务费用高企影响本部利润总额持续亏损；资产以其他应收款和长期股权投资为主；本部债务负担很重，由于持续亏损以及永续信托到期，2024 年末本部所有者权益转负。

公司本部主要承担管理、战略决策及部分融资职能。

截至 2024 年底，公司本部资产主要为货币资金、子公司及联营企业股权以及资金拆借。其中，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）18.20 亿元，长期股权投资 158.29 亿元，其他应收款 231.79 亿元（主要为对子公司的拆借款）。

图表15 • 2024年末公司本部长期股权投资构成



资料来源：Wind

图表16 • 2024年末公司本部其他应收款余额前五大情况

单位名称	账龄	金额（亿元）	占其他应收款余额比例
山东省鲁商置业有限公司	1 年以内、1-2 年、2-3 年、3 年以上	100.45	43.31%
山东银座汽车有限公司	同上	8.28	3.57%
山东省城乡发展集团有限公司	同上	5.92	2.55%
济南啤酒集团有限公司	3 年以上	5.20	2.24%
山东富源小额贷款有限公司	1 年以内、1-2 年、2-3 年	3.72	1.61%
合计	--	**123.58**	**53.28%**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司本部收入很小，2024 年投资收益为 3.12 亿元，财务费用 4.32 亿元，2024 年本部利润总额仍亏损。

图表 17 • 公司本部取得投资收益收到的现金情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
取得投资收益收到的现金	0.94	1.74	2.12

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 18 •公司本部投资收益表现（单位：元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
成本法核算的长期股权投资收益	93354461.16	120624495.12	222218571.06
权益法核算的长期股权投资收益	757688,35	923317.44	4336775.55
处置长期股权投资产生的投资收益	8849300.00	-73745591.25	59188329.84
持有交易性金融资产期间取得的投资收益	--	11440.00	220.00
处置交易性金融资产取得的投资收益	8.059.74	--	--
处置权益工具投资取得的投资收益	--	20324,257.51	--
债务重组产生的投资收益	--	-53265751.16	26067856.22
其他	-3653312.63	--	--
合计	**99316196.62**	**14872167.66**	**311811752.67**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年底，本部所有者权益为-4.92 亿元（上年末为 29.20 亿元），其中未分配利润持续为负（-48.17 亿元），2024 年末计入其他权益工具的 30 亿元永续信托到期使得本部权益规模明显收缩。截至 2024 年底，公司本部全部债务为 221.57 亿元，占合并口径全部债务的 44.25%。其中，短期债务为 129.37 亿元，占全部债务的 58.39%。期末本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 101.20%和 102.27%，债务负担很重。

偿债能力方面，2024 年，公司本部经营活动现金净流入 27.63 亿元，取得投资收益收到的现金 2.12 亿元，可以覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 20.31 亿元，考虑到公司本部净利息支出（利息费用-利息收入）规模不大（2024 年为 3.28 亿元），实际利息支付压力可控；截至 2025 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.12 倍，债务偿还依赖再融资。

（六）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司下属上市公司福瑞达 2024 年环保投入 764.94 万元，温室气体排放总量 28930.67 吨二氧化碳当量，温室气体排放强度 7.26 吨/万元营收，污染物检测合格率 100%，环保设施同步运转率 100%，建设项目环保“三同时”执行率 100%。公司下属上市公司银座股份在 2024 年完善了 ESG 治理架构，开展碳排放核算、气候风险的识别与应对工作，2024 年环保投入 760 万元，无突发重大环境事件和环境违法违规事件；同时在新开及调优门店中推行绿色施工理念，强化“三废”管理等。

社会责任方面，子公司福瑞达 2024 年纳税总额 3.00 亿元，安全生产总投入 239.08 万元，职业健康体检覆盖率 100%，社会保险覆盖率 100%，员工培训场次 1384 场次。子公司银座股份 2024 年公益捐赠金额 33.69 万元，安置残疾人 73 人，员工志愿者活动参与 2339 人次，员工志愿者活动 1170 小时，员工志愿活动 390 场次。

治理方面，公司未设置 ESG 部门，产业战略规划清晰，法人治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度较为健全。

七、外部支持

1 支持能力

山东省经济平稳发展，政府支持能力强。

2024 年，山东省实现地区生产总值 98565.8 亿元，比上年增长 5.7%。其中，第一产业增加值 6616.9 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 39608.6 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 52340.3 亿元，增长 5.4%。全年全省一般公共预算收入 7711.5 亿元，比上年增长 3.3%。其中，税收收入 5039.6 亿元，下降 3.6%。一般公共预算支出 13077.2 亿元，增长 3.9%。其中，民生支出 10368 亿元，占财政支出的比重为 79.3%。交通运输、城乡社区、农林水等支出增长较快。山东省经济发展平稳。

2 支持可能性

公司持续收到政府资本金注入支持。

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，持续获得政府资金支持。2024 年，公司以政府补贴为主的其他收益及营业外收入合计为 1.74 亿元。2022 年和 2023 年，公司分别收到股东同比例增资合计 0.70 亿元和 1.50 亿元，公司资本实力进一步增强。

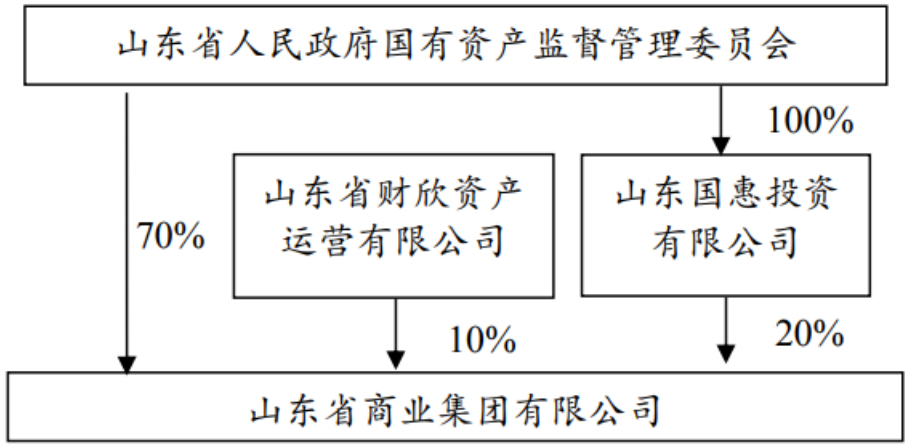
八、债券偿还能力分析

截至 2025 年 5 月底，公司存续债券“24 鲁商 MTN004”由山东信用增进提供全额不可撤销的连带责任保证担保。山东信用增进成立于 2021 年 12 月，控股股东为山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“鲁信集团”），实际控制人为山东省财政厅。作为山东省内唯一一家信用增进机构，山东信用增进在山东省内具有很重要的战略地位，区域竞争力很强。综合评估，山东信用增进个体信用等级为 aa^-，考虑其控股股东鲁信集团是山东省财政厅所属的国有金融投资运营平台，综合实力很强，可为山东信用增进资金补充、业务资源等方面提供很大支持，外部支持提升 3 个子级，确定山东信用增进主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。截至 2024 年底，山东信用增进资产总额 57.51 亿元，所有者权益 44.23 亿元，2024 年营业收入 3.43 亿元，利润总额 2.75 亿元。“24 鲁商 MTN004”债券余额为 6.00 亿元，占 2024 年末山东信用增进净资产的 13.57%。整体看，山东信用增进的担保实力极强，其担保有效提升了“24 鲁商 MTN004”本息偿付的安全性。

九、跟踪评级结论

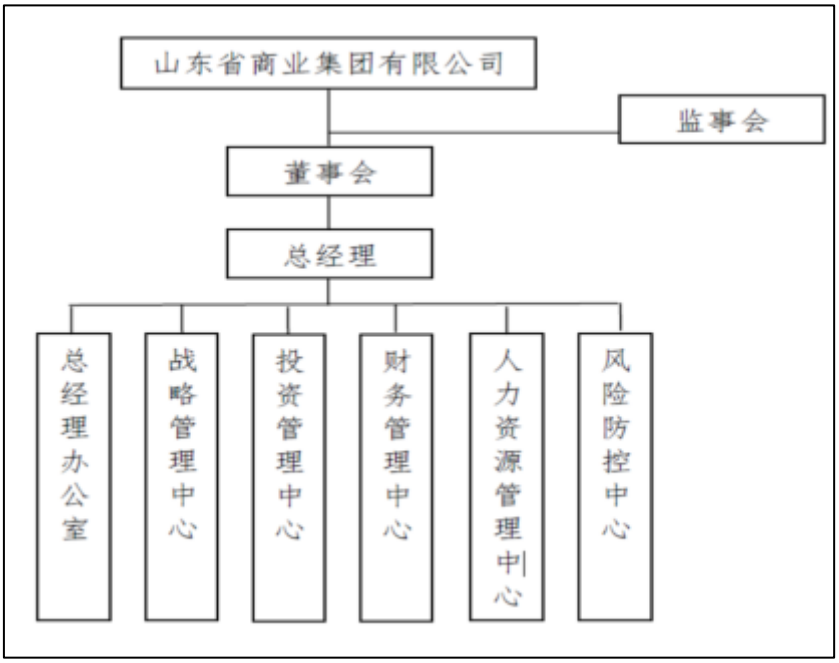
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“24 鲁商 MTN004”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2　公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	161.22	179.23	136.17	133.51
应收账款（亿元）	15.66	13.42	17.71	19.70
其他应收款（合计）（亿元）	119.44	130.27	133.55	135.26
存货（亿元）	503.79	449.64	410.70	411.72
长期股权投资（亿元）	19.08	14.88	12.62	12.74
固定资产（亿元）	125.39	125.29	127.42	124.30
在建工程（亿元）	6.36	5.43	9.45	9.68
资产总额（亿元）	1331.11	1290.47	1234.42	1241.19
实收资本（亿元）	21.54	23.04	23.04	23.04
少数股东权益（亿元）	137.74	144.02	145.39	145.87
所有者权益（亿元）	253.70	241.73	211.60	212.60
短期债务（亿元）	330.76	348.97	278.68	274.38
长期债务（亿元）	137.61	124.15	222.01	247.51
全部债务（亿元）	468.37	473.12	500.69	521.89
营业总收入（亿元）	333.75	462.82	470.79	124.79
营业成本（亿元）	240.47	370.10	387.42	104.92
其他收益（亿元）	1.15	1.06	1.00	0.22
利润总额（亿元）	6.14	6.75	7.23	2.42
EBITDA（亿元）	30.92	30.52	29.87	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	386.21	483.24	472.60	188.56
经营活动现金流入小计（亿元）	410.81	504.43	485.22	206.07
经营活动现金流量净额（亿元）	18.98	50.74	49.91	2.73
投资活动现金流量净额（亿元）	1.98	2.83	3.91	-2.98
筹资活动现金流量净额（亿元）	-55.34	-23.96	-59.11	-1.97
财务指标				
销售债权周转次数（次）	21.16	26.61	25.37	--
存货周转次数（次）	0.47	0.78	0.90	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.35	0.37	--
现金收入比（%）	115.72	104.41	100.39	151.10
营业利润率（%）	25.47	18.14	16.29	14.95
总资本收益率（%）	1.46	1.14	1.39	--
净资产收益率（%）	0.41	0.47	1.44	--
长期债务资本化比率（%）	35.17	33.93	51.20	53.79
全部债务资本化比率（%）	64.86	66.18	70.29	71.06
资产负债率（%）	80.94	81.27	82.86	82.87
流动比率（%）	98.54	97.02	104.29	108.34
速动比率（%）	44.20	47.65	51.79	54.39
经营现金流动负债比（%）	2.05	5.57	6.38	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.51	0.49	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	1.25	1.28	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.15	15.50	16.76	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	23.53	32.49	18.20	15.57
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	254.59	247.91	231.79	250.07
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	116.65	145.34	158.29	158.28
固定资产（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.01
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	398.14	429.49	411.64	427.27
实收资本（亿元）	12.90	14.40	14.40	14.40
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	46.70	29.20	-4.92	-5.34
短期债务（亿元）	161.74	181.50	129.37	128.44
长期债务（亿元）	9.66	4.83	92.20	105.63
全部债务（亿元）	171.40	186.33	221.57	234.08
营业总收入（亿元）	0.53	0.71	1.08	0.22
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.04	0.01	0.02	0.00
利润总额（亿元）	-4.35	-3.82	-1.46	-0.33
EBITDA（亿元）	14.26	14.97	17.63	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.02	0.05	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	146.36	140.61	183.36	34.90
经营活动现金流量净额（亿元）	22.59	51.41	27.63	-10.43
投资活动现金流量净额（亿元）	0.96	-32.53	-11.52	0.01
筹资活动现金流量净额（亿元）	-27.74	-11.43	-24.38	9.79
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）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	2.89	7.09	0.00	0.00
营业利润率（%）	94.33	97.52	98.65	97.37
总资本收益率（%）	6.54	6.95	8.14	--
净资产收益率（%）	-9.32	-13.08	29.60	--
长期债务资本化比率（%）	17.14	14.20	105.64	105.33
全部债务资本化比率（%）	78.59	86.45	102.27	102.34
资产负债率（%）	88.27	93.20	101.20	101.25
流动比率（%）	82.38	71.96	77.67	81.72
速动比率（%）	82.38	71.96	77.67	81.72
经营现金流动负债比（%）	6.69	13.19	8.58	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.18	0.14	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	0.80	0.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.02	12.45	12.57	--

注：公司 2025 年一季度财务报表未经审计
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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	（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 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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