

信用等级公告

联合[2015] 268 号

联合资信评估有限公司通过对山东省商业集团有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况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⁺

山东省商业集团有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年三月十二日



山东省商业集团有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 5 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还金融机构借款

评级时间: 2015 年 3 月 12 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	343.31	399.64	530.56	557.30
所有者权益(亿元)	85.94	96.25	97.19	101.07
长期债务(亿元)	71.19	91.62	122.53	130.78
全部债务(亿元)	153.16	178.79	273.19	289.78
营业总收入(亿元)	265.79	329.47	365.71	295.68
利润总额(亿元)	11.38	13.52	11.21	7.12
EBITDA(亿元)	20.03	26.07	28.95	--
经营性净现金流(亿元)	4.20	2.60	3.67	1.82
营业利润率(%)	20.60	19.23	18.03	17.98
净资产收益率(%)	10.90	10.46	6.51	--
资产负债率(%)	74.97	75.92	81.68	81.87
全部债务资本化比率(%)	64.06	65.01	73.76	74.14
流动比率(%)	148.68	147.59	143.93	149.76
全部债务/EBITDA(倍)	7.65	6.86	9.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.41	1.19	0.90	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.00	2.61	2.90	--

注: 1. 2014 年 3 季度财务数据未经审计; 2. 指标计算时已将短期融资券和一年内到期非公开定向债务融资工具计入短期债务, 将计入长期应付款的有息债务计入长期债务; 3. 2012 年 EBITDA 计算时已包含现金流量表补充资料中计入“经营性应付项目的增加”科目的固定资产折旧金额。

分析师

景雪 王慧

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)

Http: //www.lhratings.com

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的国有独资企业, 目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育和传媒等在内的多元化业务格局。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对公司的评级反映了其在政府支持、商业零售品牌知名度、区域市场占有率等方面的综合优势。近年来, 随着零售业务规模持续扩大, 公司资产和收入规模较快增长。同时, 联合资信也注意到零售行业竞争激烈、公司营业利润率下滑、2013 年生物制药业务收入大幅下降并出现亏损、以房地产开发成本为主的存货规模大、债务负担重以及未来投资规模较大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

随着业务规模的持续扩张和投资规模的扩大, 公司未来债务规模仍有上升的压力, 但考虑到山东省经济的较快发展和居民消费能力增强以及公司在区域零售行业中突出的市场地位, 加之房地产、传媒、教育等业务板块的逐步发展, 公司收入规模有望继续保持稳定增长, 从而支撑公司信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据属债券创新品种, 具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 公司形成了包括商业零售、生物制药、房

地产、教育、传媒等产业在内的多元化业务格局,有助于分散单一业务的经营风险。

2. 公司是山东省零售行业的龙头企业,零售网点多,销售规模大,“银座”品牌知名度高,区域竞争优势明显。
3. 公司在生物医药领域具备技术优势,拥有全国最大的透明质酸生产基地。
4. 公司经营活动现金流入规模大,经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

关注

1. 电子商务的兴起、外资零售企业扩张以及国内企业网点拓展导致零售行业竞争日趋激烈。
2. 近年来,受房地产行业宏观政策调控、零售业人工成本、新开店费用增加及医药行业竞争加剧等因素影响,公司盈利能力有所下降;2013 年医药工业收入显著下滑,生物制药板块发生亏损。
3. 公司存货受房地产项目开发影响增长较快,在流动资产中占比高。
4. 公司债务规模快速扩大,债务负担重;未来随着投资规模的进一步扩大,存在较大对外融资压力。
5. 本期中期票据属债券创新品种,具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,且一旦出现递延,累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东省商业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东省商业集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山东省商业集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东省商业集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、山东省商业集团有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到发行人依据发行条款约定赎回时到期有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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年更为现名。2006~2008年间，山东省山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）、山东省财政厅多次批复对公司进行国有资本金转入和股权增资。2011年12月和2012年12月，根据《关于修改〈山东省商业集团有限公司章程〉的批复》（鲁国资规划函【2011】170号和鲁国资规划函【2011】180号）文件，山东省国资委以国有资本经营预算支出为公司增资合计4.20亿元。截至2014年9月底，公司注册资本为人民币12.20亿元。公司为山东省国资委全资控股的大型国有独资企业，山东省国资委为公司股东和实际控制人。

目前公司已形成以现代零售业为主业，以生化制药和房地产为重点行业的业务体系，产业布局涉及教育、传媒等众多行业。公司经营范围为：国内商业及工业生产物资；房地产开发；许可范围内的设备安装工程施工及建筑设计等。

截至2014年9月底，公司下设总经理办公室、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、风险防控中心共6个职能部门；纳入合并报表范围内全资二级子公司9家，控股二级子公司7家，事业单位9家。

截至2013年底，公司合并资产总额530.56亿元，所有者权益合计97.19亿元（含少数股东权益45.88亿元）；2013年公司实现营业总收入365.71亿元，利润总额11.21亿元。

截至2014年9月底，公司合并资产总额557.30亿元，所有者权益合计101.07亿元（含少数股东权益48.14亿元）；2014年1~9月，公司实现营业总收入295.68亿元，利润总额7.12亿元。

公司注册地址：山东省济南市山师东路4号；法定代表人：王仁泉。

二、本期中期票据概况

公司拟于2015年注册中期票据额度不超过20亿元，第一期中期票据计划发行10亿元（以下简称“本期中期票据”），募集资金全部用于偿还金融机构借款。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行第5年及之后的每年均具有可赎回权。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，在本期中期票据第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。本期中期票据采用固定利率计息，前5个计息年度利率保持不变，自第6个计息年度起，每5年重置一次票面利率。其中前5个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，如公司在第5年不行使赎回权，从第6~10个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加300个基点，此后每5年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。如因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其

¹ 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前 5 个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司向普通股股东分红（包括上交国有资本收益）或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红（包括上交国有资本收益）、减少注册资本或下属上市公司向普通股股东分红行为。如果发生强制付息事件时公司未付息且拖欠行为持续 5 个工作日以上，或公司违反利息递延下的限制事项，视为违约，本期中期票据的主承销商和联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除发生普通股份分

红（包括上交国有资本收益）、减少注册资本或下属上市公司向普通股股东分红事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从下属上市公司来看，公司合并范围内共有两家上市企业：银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”，证券代码 600858.SH，公司直接持股 24.49%，合并持股 32.00%）和鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”，股票代码 600223.SH，公司直接持股 52.62%）。银座股份自 2007 年起持续进行上年度利润分配，其中 2010～2014 年分别向普通股股东分红 2022.48 万元、1444.63 万元、866.78 万元、3640.47 万元和 3640.47 万元；鲁商置业曾于 2000～2004 年进行上年度利润分配，但近五年均未分红。从公司本部来看，山东省人民政府《关于试行国有资本经营预算的意见》（鲁政发[2008]49 号）、山东省人民政府办公厅于 2013 年 11 月 19 日下发《关于进一步完善省级国有资本经营预算有关事项的通知》（鲁政办发[2013]38 号）、山东省财政厅于 2013 年 12 月 5 日下发《山东省省属企业国有资本收益收取管理办法》（鲁财企[2013]61 号），根据上述文件，山东省省属国有独资企业上交的国有资本收益为按规定计算上交的利润收入，即根据经中国注册会计师审计的国有企业年度合并财务报表反映的归属于母公司所有者的净利润和规定的上交比例计算核定。对国有独资企业盈利水平不高的，年度应交利润不足 10 万元的（对于一般竞争性企业即税后利润不足 100 万元的），由省财政厅、归口管理省级预算单位审核后，可予以免交。目前山东省实行“一、二季度分季预缴，下半年汇算清缴”的缴纳方式，实际操作时结合文件规定的上交比例，按照公司和省内预算及决算实际情况进行综合考量，由山东省国资委向省属企业下发通知，后公司依照通知中列明的金额进行上交。公司自 2011 年以来连续三年在接到山东省国资委国有资本收益缴纳通知后按时上交国有资本收益，2011～2013 年上交金额分别为

2524.27 万元、2193.83 万元和 1419.11 万元(分别占当年公司合并财务报表反映的归属于母公司所有者的净利润的 7.55%、6.87%和 5.84%);截至 2014 年 9 月底,公司共预交 2014 年国有资本收益 976 万元。同时,山东省经济快速发展、居民消费能力增强,公司在山东省零售行业中市场的地位突出,随着地产、传媒、金融等业务板块的逐步发展,公司收入和利润水平有望继续提高,未来公司亏损可能性小,这为其持续上交国有资本收益提供了业绩基础。总体看,银座股份已连续多年分红,分红意愿明显,未来逐年持续分红可能性大;公司本部尽管每年上交国有资本金的比例有所波动,但按照山东省人民政府的文件要求,公司未来逐年持续上交国有资本收益可能性大。从利息支付角度分析,公司递延利息支付可能性小,本期中期票据与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析,本期中期票据属债券创新品种,具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年前三季度,中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值 419908 亿元,按可比价格计算,同比增长 7.4%。分季度看,一季度同比增长 7.4%,二季度增长 7.5%,三季度增长 7.3%。虽然 GDP 增速放缓,但结构调整稳步推进,主要表现为:①产业结构更趋优化:第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%,比上年同期提高 1.2 个百分点,高于第二产业 2.5 个百分点;②需求结构继续改善:最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%,比上年

同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看,2014 年前三季度,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元,同比名义增长 12.0% (扣除价格因素实际增长 10.8%),增速比上半年回落 0.1 个百分点;固定资产投资(不含农户)357787 亿元,同比名义增长 16.1% (扣除价格因素实际增长 15.3%),增速比上半年回落 1.2 个百分点;进出口总额 194223 亿元人民币,同比增长 3.3%,增速比上半年加快 2.1 个百分点。

2. 政策环境

2014 年前三季度,中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元,比去年同期增加 7973 亿元,增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元,同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元,比去年同期增加 12107 亿元,增长 13.2%,完成预算的 67.7%,比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,灵活开展公开市场操作,搭配使用短期流动性调节工具(SLO)、中期借贷便利(MLF)、常备借贷便利(SLF)等调节方式。9月末,广义货币(M_2)余额 120.21 万亿元,同比增长 12.9%,狭义货币(M_1)余额 32.72 万亿元,增长 4.8%,流通中货币(M_0)余额 5.88 万亿元,增长 4.2%。9月末,人民币贷款余额 79.58 万亿元,人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看,银行体系流动性充裕,货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,市场利率回落,金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看,前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势,但国内外环境仍然错综复杂,经济发展仍面临不少困难和挑战,特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出,2015

年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 商业零售业

(1) 行业现状

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

2009~2013年，全国社会消费品零售总额以年均16.71%的速度增长，2013年达到23.78万亿元，销售规模已跃居世界第二位。同时，中国零售业从业人数由2008年的4500万增加到2012年的6100万，经营单位数达到2300多万个。从增长变动趋势来看，近十年来零售行业整体销售增速与中国国内生产总值（GDP）增速变化基本一致，而社会消费品零售总额占GDP的比重保持平稳，说明零售业与中国经济整体发展的趋势是相符的。2008年美国金融危机及紧随其后的欧债危机波及世界各国，由于中国经济增长依然极大地依赖于世界经济特别是作为中国出口主要市场的美国和欧元区经济的表现，2008及2009年中国整体及城乡居民实际收入增长缓慢，当期社会消费品零售总额增速显著下降。2010年世界经济得到一定程度的复苏，而2011年以来中国宏观经济持续不振，2013年“国八条”限制过度消费，致使近年零售总额增速缓速下滑，但总体消费额仍在不断增长。

根据国家统计局统计，2014年前三季度，中国社会消费品零售总额189151亿元，同比名

义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上年回落0.1个百分点。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额163132亿元，同比增长11.9%，乡村消费品零售额26019亿元，增长13.0%。按消费形态分，餐饮收入19934亿元，同比增长9.7%，商品零售169217亿元，增长12.3%，其中限额以上单位商品零售88414亿元，增长10.1%。

根据中华全国商业信息中心的统计，2014年1~9月份，全国50家重点大型零售企业商品零售额同比下降0.8%，降幅与前六个月持平，与上年同期10.2%的增速相差11个百分点。分品类看，受反贪腐政策持续严厉和房地产市场不振的影响，前三季度食品和家电类商品零售额同比增速相比上半年分别下滑了1.4和2.3个百分点，下滑幅度相对较大；化妆品、金银珠宝和日用品前三季度增速与上半年相比变化不大，其中化妆品零售额增速相比上半年高0.5个百分点，日用品零售额增速相比上半年低0.6个百分点，金银珠宝零售额同比降幅相比上半年收窄0.5个百分点，变化幅度均比较小；而相比之下，前三季度服装类商品零售额增速则相比上半年增速高1.0个百分点，增速呈现回升态势。

2014年4月25日，中国连锁经营协会正式对外发布“2013年中国连锁百强”名单。统计结果显示，2013年连锁百强企业销售规模达到2.04万亿元，同比增长9.9%。2013年，销售增幅首次出现个位数，是百强统计以来销售增幅最低的一年，但与前两年相比，回落幅度缩小，行业进入整体放缓但相对稳定的发展阶段。连锁百强企业销售额占社会消费品零售总额的8.6%，较2012年下降0.7个百分点。连锁百强企业门店总数达到9.5万个，同比增长7.6%，是自连锁百强统计以来增速最低一年。

2013年连锁百强企业呈现以下特点：销售增速继续放缓的同时，成本持续攀升，百强企业房租支出增长11%、人工成本增长18%，两项成本快速的上涨迫使企业开店放缓，有21家

企业的店铺总数出现负增长，销售出现负增长的企业也明显增加，达到15家，为历年最多；百货超市增幅下降，便利店增长较快，50家以百货业务为主的百强企业和以经营超市为主的快消品百强企业销售增长低于百强平均增幅，而门店数量排名前45家的便利店企业门店增长9.5%，快于百强平均增幅1.9个百分点，按其中有可比销售的便利店企业计算，销售额同比增长16%，在各业态中增幅最大；积极开展网络零售，自建平台成为主流，2013年百强企业中共有67家开展了网络零售业务（2011年和2012年分别为41家和62家），其中有51家采用自建平台方式，开展网络零售的百强企业线上销售额占企业总销售的比例由2012年的2.9%上升到3.7%。总体看，受人口红利的消减、渠道分流、消费者消费习惯变化、“国八条”政策引导等多种因素影响，2013年连锁百强平均年销售额增速继续放缓，预计未来几年中国连锁企业将进入稳定发展期。

表1 2013年中国连锁企业前20强基本情况

（单位：亿元、家）

排序	企业名称	销售规模	店铺数
1	苏宁云商集团股份有限公司	* 1380.00	1626
2	国美电器有限公司	1333.40	1585
3	华润万家有限公司	1004.00	4637
4	康成投资（中国）有限公司（大润发）	807.20	264
5	沃尔玛（中国）投资有限公司	722.15	407
6	联华超市股份有限公司	688.18	4600
7	山东省商业集团股份有限公司	611.38	575
8	上海友谊集团股份有限公司	* 608.00	45
9	重庆商社（集团）有限公司	602.97	326
10	百胜餐饮集团中国事业部	502.00	6000
11	家乐福（中国）管理咨询服务有限公司	467.06	236
12	大商股份有限公司	* 394.84	200
13	永辉超市股份有限公司	350.60	292
14	物美控股集团有限公司	325.37	696
15	武汉武商集团股份有限公司	306.85	100
16	石家庄北国人百集团有限责任公司	301.68	239
17	农工商超市（集团）有限公司	300.01	2644
18	中百控股集团股份有限公司	293.19	1016
19	长春欧亚集团股份有限公司	282.78	75
20	宏图三胞高科技术有限公司	275.64	510

资料来源：中国连锁经营协会

注：数字前面带*为估计值；苏宁云商集团股份有限公司为苏宁

控股集团下属公司；沃尔玛（中国）投资有限公司销售包含沃尔玛和山姆会员店销售，不包含1号店销售；联华超市股份有限公司销售额中包含家乐福上海地区门店的销售金额，联华超市股份有限公司与上海友谊集团股份有限公司存在投资关系；重庆商社（集团）有限公司销售数据中包含重庆百货大楼股份有限公司的销售；大商股份有限公司（600694）2013年报数据显示，公司营业收入337.47亿元，表中数值为含税营业收入；物美控股集团有限公司包含北京物美商业集团股份有限公司、浙江供销超市有限公司和新华百货销售数据。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，使得传统商家只能在激烈的市场竞争中寻求自身的转型。

根据商务部《关于“十二五”时期促进零售业发展的指导意见》，十二五”时期将奔着“社会消费品零售总额年均增长15%、零售业增加值年均增长15%”的目标，保持商品零售规模的稳定较快增长；“以提升零售业整体发展水平为目标，以加快零售业发展方式转变、结构调整为主线，以扩大消费、增加就业、引导生产、改善民生、促进和谐为根本出发点和落脚点，深化流通体制改革，提高流通效率，降低流通成本。”从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的发展态势。

2. 房地产行业

房地产行业在国民经济中具有重要地位，其发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。继一系列房地产调控政策出台带来

房地产业景气度呈现持续震荡下滑之后,2012年10月份开始,中国房地产市场呈现明显翘尾行情,国房景气指数明显回升,其中,房地产信贷环境逐步放松、部分城市调控政策继续微调、市场预期发生实质性转变等是支撑房地产行业基本面好转的主要因素。为了防范房地产市场反弹,2013年2月20日,国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施。2013年3月1日,中国政府网发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》,要求人民银行当地分支机构根据价格控制目标和政策要求,进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率,进一步完善现行住房限购措施。2014年中国房地产市场持续低迷,2014年9月30日,央行、银监会联合发文《中国人民银行 中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》,其要点为对于购买首套房的家庭,贷款最低首付比例为30%,贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍;二套房认房不认贷;鼓励银行业金融机构通过发行MBS、发行期限较长的专项金融债券,定向投放房贷;支持符合条件的地方房企在银行间市场发行债务融资工具。9月以来,放松限购的城市继续增多,截至目前,全国仅有5个城市限购尚未放松,包括北京、上海、广州、深圳和三亚。

从房地产投资情况看,2013年,全国房地产开发投资86013亿元,比上年增长19.8%。其中,住宅投资58951亿元,增长19.4%,占房地产开发投资的比重为68.8%;办公楼投资4652亿元,增长38.2%;商业营业用房投资11945亿元,增长28.3%。

从成交情况看,2013年全国房地产市场规模迎来了新一轮的快速扩张,商品房销售面积130551万平方米,比上年增长17.3%,增速比2012年提高15.5个百分点;其中,住宅销售面积增长17.5%,办公楼销售面积增长27.9%,商业营业用房销售面积增长9.1%。商品房销售额81428亿元,增长26.3%,比2012年提

高16.3个百分点;其中,住宅销售额增长26.6%,办公楼销售额增长35.1%,商业营业用房销售额增长18.3%。

2013年,房地产开发企业土地购置面积38814.00万平方米,比上年增长8.80%,增速比1-11月份下降1.10个百分点;土地成交价款9918.00亿元,增长33.90%,增速提高2.40个百分点。

进入2014年,受到资金面偏紧,政策调控等多方面影响,全国地产投资有所放缓,到位资金、新开工面积、销售面积和销售额增速均有较大下滑。2014年1~9月,房地产开发投资68751亿元,占2013年全年投资额的79.93%,其中住宅投资46725亿元,占房地产开发投资的比重为68.0%。2014年1~9月,房地产开发企业到位资金89869亿元,同比增长2.3%,增速较1~8月份回落0.4个百分点。其中,国内贷款16288亿元,增长11.8%;利用外资430亿元,增长9.9%;自筹资金37535亿元,增长11.5%;其他资金35616亿元,下降9.1%。在其他资金中,定金及预收款21582亿元,下降11.1%;个人按揭贷款9794亿元。2014年1~9月,商品房新开工面积131410.97万平方米,同比下降9.3%;商品房施工面积673229.98万平方米,同比增长11.5%;商品房竣工面积累计56503.80万平方米,同比增长7.2%。2014年1~9月,商品房销售面积77132万平方米,同比下降8.6%,其中住宅销售面积下降10.3%,办公楼销售面积下降9.5%,商业营业用房销售面积增长7.0%;商品房销售额49227亿元,同比下降8.9%,其中住宅销售额同比下降10.8%,办公楼销售额同比下降19.7%,商业营业用房销售额同比增长6.8%。截至2014年9月底,商品房待售面积57148万平方米。

从房价来看,2013年,房地产行业投资增速维持高位,新开工面积创历史新高;全国商品房销售高位景气、量价齐升;土地市场整体成交回暖,热点城市地王纪录屡屡刷新;从市

场成交情况来看,2013年延续了2012年底的回升行情;全国百城价格指数从年初的9812元/平方米单边上涨至年末的10833元/平方米。2014年以来,房地产市场出现了明显的调整;需求不足带动了房价的下调,全国百城价格指数呈现出来冲高回落的态势,从1月的10901元/平方米冲高至4月的11013元/平方米后单边下行至2014年10月的10629元/平方米。

总体看,2013年房地产行业恢复较为明显,受到2012年10月份以来市场持续回暖影响,市场信心较强,房地产企业投资增长,全年住宅新开工等指标有明显提高,逐步转化为新建商品住宅供应以后,供需矛盾将出现一定的缓解。从房地产行业所处环境看,虽然政策调整较为频繁,但地方上既有收紧性调控出台,又有利于需求释放的政策放松。

2014年以来,由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响,部分地区房地产销售出现下滑,房地产市场较为疲软,而北上广深等一线城市,由于新增人口较多,房价相对平稳。由于不同区域房地产市场走势分化严重,针对不同城市,后续房地产市场可能呈现差异化分类调控趋势,对于房价涨幅大的一线和少数二线城市,调控仍从紧,并增加中小套型商品房和共有产权住房供应,抑制投机投资性需求,促进房地产市场持续健康发展;而对于房地产市场持续低迷的城市,在不突破调控底线的前提下,适当微调当地调控政策以促进需求释放。

3. 生物制药行业

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一,关系国计民生,具有刚性需求。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强,近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。2013年,中国医药制造业实现主营业务收入20592.93亿元,同比增长18.00%,利润总额2071.67亿元,同比增长17.76%,增长速度虽较前两年有所回落,但仍

保持较高水平。其中化学药品原药制造收入同比增长16.12%,利润同比增长17.17%;化学药品制剂制造收入同比增长14.08%,利润同比增长14.99%。2014年前三季度,中国医药制造业营业收入同比增长13.15%,利润总额同比增长12.50%,增速继续放缓。

从医药商业来看,中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入,释放了国内的医疗需求,并带动了药品需求的增长。2006年以来,中国药品流通行业销售额快速增长,其中2009至2011年增速均在20%以上。根据中国医药商业协会发布的《2013年药品流通行业运行统计分析报告》,2013年中国药品流通行业销售额13018亿元,同比增长16.50%,增速有所回落(增幅较2012年回落2.0个百分点),仍维持较快增长,其中药品零售市场销售总额2343亿元,同比增长12%,增幅回落4个百分点。

从药品流通行业运行效益来看,2013年,全国药品流通直报企业主营业务收入9873亿元,同比增长17%,增幅回落3个百分点;实现利润总额202亿元,同比增长16.0%,增幅回落0.5个百分点。行业平均毛利率6.7%,同比下降0.2个百分点。受药品降价(2012年国家发改委进行了两次较大规模的药品降价,平均降价幅度在17%左右)、各级医院承付药品货款时间的周期继续恶化(2013年药品批发企业对公立医疗机构全年应收账款周转天数为123天)、药品监管及招标采购政策调整等多重压力的影响,药品流通环节盈利空间受到压缩。

总体看,中国医药行业规模增长迅速,随着医疗改革体系逐渐成熟,中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。随着经济总量和消费水平的提升、人口总量的增长和社会老龄化程度的提高,导致药品需求呈上升趋势,市场不断扩容;中国作为全球最大的新兴医药市场,随着国家新医改的持续推进和行业管理后续政策及标准的出台,药品流通行业有望得到

快速有序的发展；行业经过近 20 年的扩容发展和内部激烈竞争，集中度有望提升，企业效率和竞争力将进一步增强。

4. 山东省经济发展概况

公司业务主要集中在山东省范围内，山东省经济发展对公司经营产生直接影响。跟踪期内，山东省经济保持平稳发展态势。据山东省统计局公布的《2013年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2013年全省实现生产总值(GDP)54684.3亿元，按可比价格计算，比上年增长9.6%。其中，第一产业增加值4742.6亿元，增长3.8%；第二产业增加值27422.5亿元，增长10.7%；第三产业增加值22519.2亿元，增长9.2%。产业结构调整稳步推进，三次产业比例由上年的8.6:51.4:40.0调整为8.7:50.1:41.2。人均生产总值56323元，增长9.0%。

居民人均收入稳步增长，消费能力进一步增强。2013年山东省城镇居民人均可支配收入28264元，比上年增长9.7%，扣除价格因素，实际增长7.4%。城镇居民人均消费性支出17112元，增长8.5%。其中，食品支出5626元，增长8.2%，城镇居民恩格尔系数为32.9%。农村居民人均纯收入10620元，比上年增长12.4%，扣除价格因素，实际增长9.7%。农村居民人均生活消费支出7393元，增长9.1%。其中，食品支出2554元，增长10.0%，农村居民恩格尔系数为34.5%。

零售业

山东经济的快速发展和居民消费能力增强促进了消费品市场的繁荣。2013年山东省消费品市场稳步增长。社会消费品零售总额21744.8亿元，比上年增长13.4%。其中，餐饮收入2238.2亿元，增长10.7%；商品零售19506.6亿元，增长13.7%。城镇消费品零售额17453.6亿元，增长13.3%；乡村消费品零售额4291.2亿元，增长13.8%。热点商品销售良好，在限额以上批发和零售企业中，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额1911.0亿元，比上年增长15.8%；

服装、鞋帽、针纺织品类零售额1055.9亿元，增长12.6%；日用品类零售额377.9亿元，增长14.5%；金银珠宝类零售额252.7亿元，增长32.3%；建筑及装潢材料类零售额339.2亿元，增长22.5%；家用电器和音像器材类零售额769.5亿元，增长17.5%；通讯器材类零售额140.0亿元，增长16.9%；汽车类零售额2478.2亿元，增长13.3%。

从山东省内零售市场竞争格局看，目前已有利群集团股份有限公司、山东家家悦集团有限公司、山东潍坊百货集团股份有限公司、山东新星集团有限公司等国内大型零售企业以及美国沃尔玛、法国家乐福、新加坡百盛等十多家外商零售企业存在，业态包括大型综合超市、购物中心、专业连锁店等多种形式。2013年公司下属的银座商城以133.28亿元的销售规模继续保持山东省内最大零售企业地位。

总体来看，平稳较快的经济发展形势使得居民消费能力稳步增强，为省内零售业提供了良好的发展环境，但也面临外资零售企业扩张和国内企业网点拓展造成的较大竞争压力。

房地产行业

2013年山东省房地产市场运行平稳，房地产开发投资5444.5亿元，比上年增长15.6%。从商品房建设用途看，住宅投资3976.6亿元，增长14.5%；商业营业用房投资701.7亿元，增长21.8%。房屋施工面积50549.2万平方米，增长17.7%；房屋竣工面积7508.5万平方米，增长2.5%。商品房销售面积10329.8万平方米，增长19.7%，其中住宅销售面积9300.3万平方米，增长20.1%。

保障性安居工程建设扎实推进。2013年新开工各类保障性安居工程28.3万套，开工任务完成率为120.1%，连同往年结转项目基本建成24.6万套，基本建成任务完成率为144.8%。

总体看，山东省经济发展形势良好，为公司经营提供了有利的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为山东省国资委全资控股的大型国有独资企业，公司实际控制人为山东省国资委。

2. 企业规模

公司是1992年底由山东省商业厅整体改制组建的大型企业集团，是山东省零售行业的龙头企业，现已形成以现代零售业为主，生物制药和房地产为辅，资产总额逾百亿元的大型企业集团。

零售业方面，公司目前是山东省最大的零售企业，以“银座”品牌为代表的现代零售业是公司的核心主业。截至2014年9月底，公司拥有125家百货及百货超市复合门店、186家便利店、9家家居专营店、3家购物中心、36家家电专营店、10家汽车专营店（7家4S店和3家城市展厅），经营面积合计424.78万平方米。在“2013年中国连锁百强”排名中，公司以611.38亿元的销售规模（含税）位居百强的第7位，较2012年上升2位。2013年公司下属的银座商城以133.28亿元的销售规模继续保持山东省内最大零售企业地位。公司控股的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，公司合并持股28.67%）为A股上市公司，为零售业筹集发展所需资金搭建了好的资本平台。

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，是以山东省药学科学院为技术依托，集科、工、贸于一体的大型医药企业集团。福瑞达医药涉及药品、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。福瑞达医药参股的合作医药生产商山东博士伦福瑞达制药有限公司为国内

最大的眼科药品生产基地，是中国制药工业企业100强；福瑞达医药骨科主导产品“施沛特”注射液在国内市场占有超过70%。福瑞达医药下属的山东福瑞达生物化工有限公司为全球最大的玻璃酸钠研发及生产基地，产品不仅在国内市场占据主导地位，还远销欧美、日本、韩国等国际市场。目前福瑞达医药拥有13家下属企业和四家省级科研院所、三个省级实验室。

公司房地产业务经营主体为A股上市公司鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”，公司直接持股56.21%）。公司的房地产业务与公司零售、酒店等其他板块的有机结合，综合开发城市广场（大型地标式商业综合体）、花园住宅、生态别墅。截至2013年底，鲁商置业累计开发规模达900万平方米。截至2013年底，鲁商置业资产总额272.99亿元，所有者权益20.24亿元；2013年实现营业收入52.93亿元，利润总额5.47亿元。

第三方支付业务方面，公司控股的山东（鲁商）一卡通科技有限公司（以下简称“一卡通公司”，公司持股比例41.67%）是经山东省人民政府鲁政字【2008】13号文件唯一特许经营授权在山东省范围内经营“山东一卡通”业务的企业，拥有中国人民银行签发的、山东省内首张《中华人民共和国支付业务许可证》，业务类型为：预付卡发行与受理、业务覆盖范围为山东省。《中华人民共和国支付业务许可证》又被业界称为“第三方支付牌照”。该牌照的获得是公司第三方支付业务发展的重要基础和保障。第三方支付业务的发展有助于公司规避单体企业市场经营风险，实现各业务板块资源共享，提高集约化程度和资源利用度。2013年山东一卡通实现销售80.17亿元，同比增长142.57%；2014年1~9月山东一卡通实现销售42.08亿元，截至2014年9月底下属签约商户2.49万家，刷卡POS机终端达到5.82万台。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员 10 名，其中总经理 1 名，副总经理 7 名，副总经理兼总会计师 1 名，工会主席 1 名。

山东省人民政府于 2013 年 3 月任命王仁泉先生为公司董事长（鲁政任【2013】20 号），公司原董事长季缙绮先生升任山东省副省长。根据《山东省商业集团有限公司关于凌沛学等同志职务任免的通知》（鲁商人任字【2013】23 号），公司聘任凌沛学先生为总经理。董事长和总经理变更未影响公司正常经营管理。

公司董事长王仁泉先生，56 岁，工商管理硕士，高级经济师，曾任山东省百货公司计划科科长、办公室主任、副总经理，山东省日用工业品公司总经理，山东世界贸易中心副总经理，山东银座商城股份有限公司总经理，公司总经理、董事、党委委员，2013 年 3 月起任公司董事长、党委书记。

公司总经理凌沛学先生，52 岁，硕士研究生，研究员，曾任山东省商业厅办公室副主任；山东省食品公司总经理；公司办公室主任、党委委员、工会主席、董事、副总经理等职；2013 年 3 月起任公司总经理。凌沛学先生致力于多糖类药物特别是玻璃酸钠（HA）研究，是玻璃酸钠国产化的领军人物，曾获国家科技进步二等奖两项、国家有突出贡献中青年专家、全国“杰出专业技术人才”、首批“泰山学者”特聘专家以及山东省最高科技奖等多项荣誉。

截至 2014 年 9 月底，公司共有职工 42720 人。从学历构成来看，硕士及以上学历的占 2.10%，大学及专科的占 62.90%，高中及以下学历占 35.00%。从年龄结构看，30 岁以下的占 60.28%；30~50 岁的占 36.21%；50 岁及以上的占 3.51%。从岗位结构来看，管理人员占 19.32%，生产人员占 8.72%，销售人员占 58.35%，研发人员占 5.27%，其他人员占 8.34%。

综合来看，公司高级管理人员大多具有多

年的商业企业运作经验，实践经验丰富；员工年龄和岗位结构合理，整体文化素质较高，能够满足公司发展要求。

4. 外部支持

近年来，在国家大力扶持服务业的带动下，山东省人民政府将公司作为重点培育的产业集团之一，作为全省商业零售业的资本整合平台，将省财政厅、省计委原供给公司的资金转为国有资本金，并协调将有关地市的地方商业企业国有资产划转到公司，支持公司把“银座”品牌做大做强。2011 年，山东省国资委以国有资本经营预算支出为公司增加注册资本 4.20 亿元。此外，隶属公司管理的科研院所和教育产业也得到了国家财政的资金支持。2011~2013 年，公司获得各项政府补助分别为 5334.00 万元、4253.61 万元和 7421.96 万元。

公司是由原山东省商业厅整体改制而来，省政府对公司也适时给予了一定的优惠政策。目前公司所有离退休老干部（500 人左右）的工资福利均有财政拨款解决，每年财政帮助公司负担近 3000 万元。

总体看，作为山东省政府商业整合的资本平台，公司在资本金注入、财政补贴等方面获得政府支持力度较大。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司为国有独资公司，山东省国资委是公司唯一的投资主体。公司按照《公司法》和公司章程不断完善公司法人治理结构。公司不设股东会，董事会是公司的最高权力机构和决策机构，并行使股东会的部分职权。公司章程规定董事会由 11 位董事组成，其中董事长 1 名，外部董事 6 名。董事长是公司的法定代表人。目前公司实有董事 4 名，与公司章程不符，但山东省国资委《关于省商业集团有限公司董事会、监事会配备情况的说明》中明确了目前公

司董事会组成人数不齐，外部董事待下一步条件成熟后配备到位。同时，目前除现任董事长外，其余3名董事任期都已届满，但山东省国资委暂未重新出具任命文件，目前3名董事仍然依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行董事职务。目前董事缺位未影响公司决策的法律效力，公司正常生产经营未受影响。

公司监事会由5名监事组成，设监事会主席1名，由监事会半数以上成员同意选举产生。监事会包括股东代表和适当比例的职工代表，职工代表的比例不低于三分之一（目前为2名）；其余监事由山东省国资委委派。公司监事会依照《公司法》、《国有企业监事会暂行条例》的有关规定，履行对公司国有资产保值增值状况实施监督的职责。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理负责公司的日常经营和管理工作。

总体看，公司治理结构有待完善。

2. 管理水平

在管控体系方面，公司按照“控制权上移、经营权下放”的原则，集团本部立足战略及投资控股复合型管理的基本定位，主要发挥战略规划、搭建投融资平台、资产管理、资源协同和风险控制作用，集中精力思考和处理影响公司长远发展的重大问题，做到“财务集中、投资拢住、审计加强、用人管好、考核到位”。从具体经营业务来讲，公司实行多元化投资、专业化运作，沿产业链将从事同类业务的子（分）公司组建为产业化集团，设立产业次集团总部，由公司总部授权对其所属单位进行管理；各产业次集团作为资产经营者，在接受公司本部战略管控的前提下，享有在授权范围内开展业务活动所需要的一切经营管理权。

在公司发展历程中，紧紧围绕商品经营和资本运营两条线，在资产管理、经营者管理、财务管理等方面进行了一系列制度改革，建立起了较为完善的内部管理体制。

资产管理方面，公司对子公司的资产实行

委托经营，并建立完善的目标考核体系。委托经营以资产经营责任书的形式确定，责任书由集团法定代表人与受托企业经营者签订。责任目标包括经营责任目标体系和管理目标体系两部分，重点考核利润总额、国有资产增值率、经营规模等指标。考核方面，公司制订了《直属企业分类定级管理办法》，以规模大小确定企业类别，以效益高低划分企业级别，建立以国际通用财务指标为主体的企业分类定级考核评价体系。根据企业类别和级别，年初公司制订总体预算目标，通过签订资产经营责任书，分解下达给各子公司，年终根据公司《直属企业资产经营责任目标管理考核办法》对企业经营者进行目标考核，并据此对经营者实施奖惩兑现。

经营者管理方面，公司对企业经营者实行任职目标责任考核。公司董事长每年年初与企业经营者签订年度资产经营责任书，依据经营标的、业绩分配、风险相配套的指标体系，每年考核一次，并据此由公司进行年薪兑现。考核确认亏损的，相应扣减个人缴纳和预留的风险抵押金。经营者一般每届任期为两年，完不成经营目标的不再聘用，公司先后有多名下属企业负责人因为未完成考核任务而调离原岗位。

财务管理方面，公司重点关注投资管理和资金管理。在投资管理上，公司明确：三级及三级以下子公司无权决定对外投资，所有投资项目必须由投资单位进行可行性研究，通过项目论证后提交公司投资管理部审核，审批项目需召开公司董事会进行审批。在资金管理上，公司制定《库存商品管理考核规定》和《应收款项管理考核办法》，加大清欠压库力度，对超期（三个月）库存、应收款项预计损失，并与企业经营者的收入挂钩，从而盘活了资金，提高了存货和应收款项的周转率；出台了公司内部拆借资金和担保管理规定等办法，完善了资金拆借和担保的审批手续、审批程序，降低了资金风险。公司于2012年4月28日挂牌成立

了财务公司，为进一步加强资金集中管理提供了条件。

总体看，公司管理体制合理，内部制度健全，运作较为规范，基础管理水平较高，管理风险较低。

七、经营分析

1. 经营现状

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。2011~2013年，在核心的商业零售板块的带动下，公司营业收入规模保持较高增速，年均增长17.30%，2013年公司实现营业总收入365.71亿元，同比增长11.00%。

从收入构成来看，2011~2013年，受益于经营网点的快速增加带动零售业销售收入规模增长，零售业对公司营业收入贡献率始终保持在80%以上，2013年为82.73%，是公司最主要的收入来源；生物制药业务由于三级子公司合并范围发生变化，收入同比大幅下降50.00%，对营业收入贡献率降至1.43%；随着在建项目竣工交房进度的加快，房地产业务收

入年均增长49.07%，2013年对营业收入的贡献率增至14.47%。近几年，随着公司对非主业资产的整合，其他业务收入规模不断缩小，2013年收入占比仅为1.37%。

从业务毛利率来看，2011~2013年，公司整体毛利率呈现小幅下降趋势。2013年公司整体业务毛利率为20.56%，同比下滑0.75个百分点。分板块来看，近三年零售业及房地产毛利率变动不大，2013年分别为18.21%和28.21%，其中零售业为公司毛利润的主要来源；生物医药方面，由于一方面医药改革深入加剧了行业竞争，产品价格受到一定影响；另一方面2013年药品招标制度和医药市场监管力度的日益严格，部分西药产品价格下降，医药工业收入下降、医药商业毛利率较低，导致2013年生物制药业务毛利率降至56.21%。

2014年1~9月，公司实现营业总收入295.68亿元，同比增长3.01%，房地产业务受交房进度影响收入确认可比性不强，其他各板块收入情况变化不大，但当期公司配合物业建设阶段性地进行了3.88亿元金属制品贸易（收入计入下表“其他”类），带来收入增加的同时拉低了“其他”业务综合毛利率。2014年1~9月，公司整体毛利率为19.88%，同比上升0.16个百分点。

表2 公司营业总收入构成和毛利率情况

业务板块	营业总收入（亿元）				毛利率（%）			
	2011年	2012年	2013年	14年1~9月	2011年	2012年	2013年	14年1~9月
零售业	218.93	273.70	302.54	245.77	18.64	17.90	18.21	18.01
生物制药业	10.35	10.46	5.23	4.77	63.19	66.73	56.21	55.97
房地产业	23.82	36.74	52.93	29.93	27.16	29.94	28.21	26.90
其他	12.69	8.58	5.01	15.21	41.13	37.92	44.51	24.85
合计	265.79	329.47	365.71	295.68	22.22	21.31	20.56	19.88

资料来源：公司提供

注：“其他”类收入主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务收入。

2. 零售业

零售业一直是公司重点发展的核心业务。2013年公司零售业实现收入302.54亿元，同比增长10.54%。2014年1~9月，公司零售业实现收入245.77亿元，占2013年全年的81.24%。

2011年公司新开百货及百货超市复合店13

家、连锁超市22家、家电和家居店15家、购物中心1家。2012年公司新开百货及百货超市复合店11家、连锁超市14家、家电店1家和家居店关闭3家。2013年公司新开百货及百货超市复合店16家、连锁超市7家、家电店2家。截至2014年9月底，公司拥有125家百货及百货超市复合门店

(包括123家百货超市复合店、2家百货店)、186家家电专营店、10家汽车专营店(7家4S店和3家城市展厅),经营面积合计424.78万平方米。

表3 2011~2014年9月公司零售业店面经营情况(单位:家、万平方米)

店面种类	2011年底		2012年底		2013年底		2014年9月底	
	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积
百货及百货超市复合店	93	228.99	104	260.38	120	290.66	125	298.32
便利店	164	6.62	178	6.80	185	6.98	186	7.03
家居店	12	72.00	9	73.70	9	73.70	9	73.7
家电店	33	5.75	34	6.30	36	6.50	36	6.5
购物中心	3	36.10	3	36.10	3	36.10	3	36.1
汽车	7	2.13	10	3.13	10	3.13	10	3.13
合 计	312	351.59	338	386.41	363	417.07	369	424.78

资料来源:公司提供

在网点拓展方面,公司大力实施立体化发展战略,深耕山东市场,在山东省内努力构筑“连片开发,密集渗透”的发展格局。目前,公司零售业已覆盖山东省大部分地区,在部分地区同时设有多家分店。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。另外,2007年7月,公司河北邢台店开业,实现了在山东省外市场的突破,截至2014年9月底,公司已在河北邢台、河北石家庄、河南濮阳江

苏徐州等地拥有12家省外百货超市复合店。

表4 2014年9月底公司零售业网点区域分布情况
(单位:家)

店面种类	山东	河北	河南	江苏
百货及百货超市复合店	111	3	8	1
便利店	186	0	0	0
家居店	9	0	0	0
家电店	36	0	0	0
购物中心	3	0	0	0
汽车4S店	10	0	0	0

资料来源:公司提供

表5 公司零售业主要经营网点销售情况(单位:万平方米、万元)

商城名称	经营面积	开店时间	物业权属	经营方式	销售额	
					2013年	2014年1~9月
山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	329926.91	226734.96
济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	90002.30	62371.81
济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	41027.78	26064.30
东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	71737.34	51333.40
泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	66317.82	45715.80
淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	89598.97	60939.82
济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	46056.06	32454.17
滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	42586.02	28550.42
滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	32385.42	19220.41
临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	79844.02	44079.08
日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	53811.21	28338.42
淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	26272.81	19060.52
潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	49845.07	36010.41
菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	63198.59	44967.29
新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	23346.64	12960.97
泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	11463.88	7353.52
济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	74836.58	30356.54
邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	20520.62	10951.40
济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	24987.63	18356.37
莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	32122.53	23000.34
济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	34397.30	27704.12
石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	64431.60	40566.99
博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	21972.82	13580.04
长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	13351.45	7373.29
章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	22589.64	17225.69
济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	29899.18	19367.85
莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	13468.15	10284.85

滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	29851.46	22471.53
银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	34560.35	27571.34
濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	42934.94	17032.23
洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	5021.06	4015.40
鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	7363.70	5769.06
烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	27422.44	12384.32
信阳银座商城	3.01	2011	租赁	百货+超市	5584.90	1681.23
济南和谐广场	10.25	2011	自有	百货+超市	41170.27	42843.95
临沂和谐广场	7.40	2012	自有	百货+超市	16460.33	19017.41
安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	5263.68	4200.36
威海银座商城	3.41	2012	自有	百货+超市	14981.23	8968.68
聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	15063.02	11214.67
保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	13737.37	8729.26
徐州银座商城	7.20	2013	自有	百货+超市	2647.69	9530.78
银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	30276.17	30265.46
张家口银座商城	2.02	2014	租赁	百货+超市	--	956.03
泰安肥城店	1.01	2014	租赁	百货+超市	--	4549.64
滨州华星店	1.21	2014	租赁	百货+超市	--	2116.44
合 计	101.52	--	--	--	1762336.95	1198240.57

资料来源：公司提供

目前公司零售业店面均处于所在地的商业中心区域，为公司零售业盈利打下了良好基础。在经营规模上，公司零售业经营设施与所在地同行业其他企业相比，规模优势明显，同时公司在部分地区同时开设几家分店，整体规模优势凸现。在经营方式上，公司零售业采取百货、超市、购物中心等多种业态相结合的方式，综合优势较强。商业物业基本为租赁和自建半对半，租赁合同多为20年的长期租约，租金每5年一调整。

经营模式

公司零售业的经营模式仍采用联营、代销、经销、租赁等方式，2013年四种模式占营业收入的比重分别约为61%、5.5%、30.5%和3%。联营是最主要的经营模式，针对季节性强、市场变化大的商品，公司与厂家联合经营，共同负责品牌质量管理、售后服务，公司对厂家产品的适销率进行控制，从销售收入中抽取一定的比例作为回报，这样可有效地将经营风险转移到生产商，一般合同一年一签；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，包括手表、黄金等，公司在前期进行市场

调研的前提下，选择适销对路的产品进行采购，再由公司的营业员进行销售；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，并且有效的降低了经营风险，保证了公司的收益。

经营业态

公司“银座”零售业经营业态方面，公司实施多业态并举、立体式发展的战略，目前涉及有百货及百货超市复合店、超市、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。其中百货超市复合店、购物中心和家居专卖店为三种主力业态。

百货超市复合店业态突出“高档为主、中档为辅”的市场定位和“主题化、特色化、品牌化、系列化”的经营特色，满足了消费者的需求。截至2014年9月底，公司拥有123家百货超市复合店、2家百货店，经营面积合计达298.32万平方米。

购物中心业态是公司近年来重点拓展新型的业态形式，采用“品牌专柜+大型超市”的经营方式，适应了不同层次消费需求，为企业经营锻造了独特的竞争优势。目前公司拥有3家已开业的购物中心：临沂和谐广场、济南银座和谐广场和2015年1月新开业的青岛李沧银

座广场。

家居专卖店业态经营主体为山东银座家居有限公司，以“银座家居广场”为统一商号。目前银座家居广场已在济南、淄博、威海、东营、临沂、滨州、青岛、潍坊、济宁等城市拥有9家家居广场门店，经营面积合计达73.70万平方米。银座家居广场经营范围涉及建材、家具、家装、家饰等一切与居住有关的商品和服务，是山东省内目前唯一的大型家居连锁企业，在山东省建材家居行业中处于领先地位。借鉴百货店的管理模式，采取“商场化管理，市场化经营”的方式。

家电专业店业态以“银座电器”为统一商号。公司引入三联电器管理团队，旨将做大做强“银座电器”连锁家电零售业务，使之成为银座零售业的重要组成部分。目前，公司已在山东省内多个城市开设了36家家电专业店，经营面积6.50万平方米。

便利店业态全部以“统一银座”作为商号，经营主体为公司下属的银座股份与台湾统一超商股份有限公司（以下简称“统一超商”）合资组建的山东统一银座商业有限公司（以下简称“统一银座商业”，银座股份持股49%）。统一超商是世界便利店第一品牌“7-Eleven”的永久经营权获得者，是台湾地区最大的零售企业。统一银座便利店单店经营面积300-2500平方米，各个门店秉承商品齐全、品质新鲜、服务亲切、环境舒适的经营理念，打造离消费者最近、经营时间最长、结算时间最短的统一银座经营特色。借助统一超商在城市便利店运营方面的丰富经验，统一银座便利店自2006年以来发展迅速，目前已在山东省内拥有186家门店，经营面积7.03万平方米，占据山东便民连锁超市第一位的位置。

汽车4S店业态的经营主体为山东银座汽车有限公司。公司汽车销售明确定位于中高档主流汽车品牌4S店经营，目前在济南市内拥有7家汽车4S店和3家城市展厅（城市展厅只做汽车展销，不提供售后服务），经营品牌有奥迪、一

汽大众、上海大众、长安福特、上海通用、斯柯达、马自达、菲亚特等。公司采取“订货-采购-销售”的运作模式，保持相对较少的库存，通过进销差价获得利润。

表6 2014年9月底公司汽车4S店情况

4S店名称	经销品牌	开业时间
山东银座天尊汽车有限公司	奥迪	2007.01.08
山东银座汽车贸易有限公司	一汽大众	1999.05.21
山东银座大众汽车有限公司	上海大众	2002.01.29
山东银座天福汽车有限公司	长安福特	2004.08.12
山东银座天通汽车有限公司	上海通用	2007.09.05
山东银座天锐汽车有限公司	斯柯达	2007.04.18
山东银座天祥汽车有限公司	长安马自达	2009.07.15

资料来源：公司提供

第三方支付业务主要由公司控股的一卡通公司制作、发行和推广应用“山东一卡通”，该公司拥有由中国人民银行签发的山东省内首张《中华人民共和国支付业务许可证》。2013年山东一卡通实现销售收入80.17亿元，同比增长142.57%；2014年1~9月山东一卡通实现销售42.08亿元，截至2014年9月底下属签约商户2.49万家，刷卡POS机终端达到5.82万台。

电子商务方面，公司通过银座网上商城为用户提供“24小时免费送货上门、货到满意付款、7日内无条件退换货、免费上门服务、支持上门刷卡”等全方位的贵宾式服务。近年来，银座网上商城在进一步完善母婴产品的基础上，将产品线逐渐扩展到日用百货、3G数码、精品家居、化妆品、食品等诸多品类，成为公司拓展零售业经营的重要渠道。2013年，银座网实现销售收入1.80亿元，同比增长65.14%；2014年1~9月，银座网实现销售收入1.21亿元，截至2014年9月底签约商户达到732家。

商品采购

采购是零售业经营的重要环节，对企业的运营成本有较大的影响。目前公司采取统一采购与分散采购相结合的方式。对超市，因为商品大众化，价格差异小，采取统一采购的方式。统一采购具有以下优势：一是通过招标方式，可以低价采购，降低成本；二是采购量比较大，在与供应商的谈判中，议价能力较强；三是新

开门店在经营初期，可以比较容易获得现有供应商的支持，为新开门店实现盈利目标打下好的基础。对于百货，采购体现个性化、区域化特点。对大件商品，公司统一招标，统一签订合同；对于地方独有品牌，分店可以自行采购，如销售状况良好，即可纳入总部的采购体系。这样既发挥了统一采购的优势，又可以体现各地的特色优势。在生鲜品采购方面，为保证蔬果质优价廉，公司采用产地直采的采购方式；对超市内贩卖的所有商品，坚持要求供货商提供“三证”、“三书”、“二照”、“一票”的同时，还专门请品保专员、卫生部门、质检局部门采取不定期抽检的方式，严把商品的上市关。

公司与主要供货商保持了良好的关系，货源供应稳定，并且进价较低，结算方式为一月一结。目前公司零售业前五大供应商为古驰（中国）贸易有限公司、雅诗兰黛（上海）商贸有限公司、瑞韵达贸易（上海）有限公司、普拉达时装商业（上海）有限公司、百利建科技开发（宁波）有限公司，2013年前五大供应商采购额占采购成本的5.32%，集中度低，符合零售业的经营特点。

物流配送

物流是批发、零售业务的重要环节，对企业的运营成本和整体竞争实力有较大影响。近年来，公司在物流体系建设方面持续投入，目前已拥有三个物流配送中心在运营，其中山东银座配送中心、曲阜银座配送中心为公司“银座”系统零售业提供物流配送服务；统一银座物流配货中心则为“统一银座”商号便利店提供物流配送，省内门店全部由自有车队配送。三个配送中心的库区占地面积分别为32.24万平方米、12.45万平方米、1.48万平方米，其中包括仓库，面包及熟食加工区等。公司对物流中心的操作系统、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。

此外，公司有潍坊配送中心在建。该配送中心位于潍坊市潍城区，一期主要建设常温配

送中心仓库，总建筑面积约2.60万平方米，计划总投资约2.20亿元。计划配送辐射区域为潍坊、淄博、滨州、东营、烟台、威海、青岛、日照等八个区域，潍坊常温配送中心项目建成后可减少配送半径，降低配送成本。该项目现已进入线路及管线布控及安装阶段，预计2015年5月投入使用。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约各占50%，公司的自有物流配送系统为业务连锁经营模式扩张提供了强有力的支持。

经营优势

规模优势：2010~2011年公司零售业主要运营平台银座商城销售规模连续位居中国连锁百强第12位；2012年公司（合并范围）首次参评即入榜位居第9位，2013年升至第7位。公司零售业经营网点覆盖山东省大部分地区，并实现了省外门店的布局，通过采取“总部—中心店—分店”式的连锁经营体制改革，坚持公司采购本部、营运本部、财务本部、人力资源本部、企业发展本部和物业管理中心六大本部运营模式。总部将采购、财务、物流、人事权统一上收，内部实行统一采购、统一配送、统一结算，店铺只负责日常的营运销售，充分发挥银座的规模优势，有利于实现规模效益。

管理优势：公司零售业在管理上拥有比较成熟的制度和执行机制，特别是在存货和应收账款的管理上，制定了《库存商品管理考核规定》和《应收款项管理考核办法》，并根据执行结果对经营者进行考核，有效提高了公司零售业存货和应收款项的周转率。对于不同业态，公司采用事业部形式进行管理，分别对百货、超市、购物中心等事业部单独考核和管理，有利于发挥专业优势和统筹安排。

融资优势：在融资上，公司一方面依靠企业积累、迅速扩张规模；另一方面利用证券市场，加快发展步伐。目前公司控股的银座股份已成为沪深两市商业板块中的绩优企业，为零售业筹集发展所需资金搭建了好的资本平台。

品牌优势：“银座”品牌经营设施齐备，产品质量有保障，服务质量良好，得到了消费者的认可，在山东市场具备显著的品牌优势。

发展规划

公司未来在零售业的总体发展规划是：以规模扩张为主线，实施差异化经营战略，做到“因地制宜”，通过自建、租赁、兼并、联合等多种手段，多业态并举，在形成山东市场绝对竞争优势的基础上，开拓全国市场，使“银座”成为全国零售商业的强势品牌。

在业态选择上，公司将以百货、大卖场和购物中心为主力业态，并拓展家居等专业店和汽车、家电等专卖店，实现错位发展、优势互补、协调联动，提升“银座”的竞争优势。同时，结合公司房地产业务，加快“SHOPPING MALL”的筹建和开业。

在管理上，为更好的支持规模扩张，配送系统、信息系统和连锁体制等配套建设也将尽快建立完善。物流配送体系的建设，将结合区域扩张的特点和要求，着力构建通畅、高效的

物流配送体系。信息系统建设将尽快建立以计算机管理为导向的流程管理模式，强化“进、销、存”系统的实时掌控和数据分析能力，做到及时、全面提供经营需要的各项数据分析，用信息化手段提高经营管理效率。连锁体制建设是零售业实施扩张发展战略的根本，公司将进一步完善“总部—中心店—分店”的组织体制，为进一步做大做强零售业奠定体制基础。

主要在建项目

截至2014年9月底，公司零售业主要在建工程为青岛银座中心、青岛李沧银座广场、北京六里桥项目等5个项目，涵盖了高档百货店、超市、步行街、真冰溜冰场、影院、酒店式公寓、住宅等多种物业形态。上述项目总投资57.60亿元，截至2014年9月底已完成投资38.70亿元，预计2015年底前仍需投入18.90亿元。

总体看，未来公司将通过进一步开拓门店、扩大经营规模的方式保持零售业快速发展，存在一定资本支出压力。

表7 截至2014年9月底公司零售业主要在建工程（单位：万平方米、亿元）

项 目	占地面积	建设期间	总投资	累计完成投资	资金来源
青岛银座中心	1.53	2011.03-2015.07	12.00	7.00	开发贷6亿元，其他自筹
青岛李沧银座广场	2.69	2011.01-2014.12	21.00	17.58	开发贷9亿元，其他自筹
济南经一路项目	3.23	2012.02-2015.04	7.56	5.59	开发贷4亿元，其他自筹
德州银座项目	1.82	2009.03-2015.02	4.28	3.63	自有资金
北京六里桥项目	4.50	2011.04-2015.10	12.76	4.90	自有资金，银行贷款
合 计	--	--	57.60	38.70	--

资料来源：公司提供；

注：青岛李沧银座广场已于2015年1月正式营业，德州银座项目已于2015年2月竣工。

3. 生物制药

目前公司生物制药的生产经营主要由山东福瑞达医药集团公司负责，其下属有山东福瑞达生物工程有限公司、山东福瑞达生物化工有限公司、山东明仁福瑞达制药有限公司等13家子公司、4家省级科研院所和3个省级实验室。主要产品是眼科、骨科中西药品、消毒与卫生

护理用品、保健食品、医疗器械、医药与化工原料及化妆品等，拥有“颈痛颗粒”等多个自有品牌，并为“施沛特”等知名品牌的主要销售渠道。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。

表8 公司所售主要医药商品情况

药品名称	产能	2013年销量	技术水平	主要针对市场及疗效	销售渠道
颈痛颗粒	100万盒	75万盒	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	130万盒	90万盒	国家二级中药保护品种和	主要针对颈椎病患者，解决了神经根型颈	经销，各药店

			专利产品,有效率达92%	椎病的颈部僵硬、疼痛、麻木等症状	
四季感冒胶囊	80万盒	60万盒	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、头痛、咽喉疼痛、咳嗽口干等症状	经销,各医院、药店
小儿解感颗粒	95万盒	75万盒	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
玻璃酸钠	20万吨	15万吨	透明质酸的产量和分子量达到国际先进水平	开发了一系列用于滴眼、关节腔、美容化妆等方面的产品	大中型制药厂商
施沛特	--	250万盒	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	目前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

资料来源:公司提供;

注:施沛特为医药商业商品,由公司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。

近年来,在眼科产品及骨科新产品大力推广的基础上,公司生物制药板块呈现快速发展趋势,但2013年公司生物制药业务完成收入5.23亿元,收入同比下降50.00%,主要由于福瑞达医药对其子公司山东博士伦福瑞达制药有限公司(以下简称“博士伦公司”,福瑞达持股30%)因对其无法实质控制故不再纳入合并范围,因此2013年公司医药工业收入较2012年大幅下降(见表9),生物制药收入转为以医药商业收入为主,但福瑞达医药依然作为博士伦公司主要下游渠道销售其所产的药品“施沛特”。

由于公司医药商业所售药品主要直接从参股的生产商博士伦公司采购,采购成本相对较低,同时销售渠道较为成熟,主要客户医院和药店直接对接终端消费者,因而公司医药商业利润空间较大;但随着制药原材料价格普遍上涨、人工成本和生产管理成本等支出增加等因素导致营业成本快速增长,同时博士伦公司不再并表,公司生物制药业务中毛利率较高的医药生产收入占比大幅下降,因而生物制药综合毛利率水平下滑至56.21%,同比下降10.52个百分点。2013年,由于广告等销售费用的增加和转让长期股权投资等发生的投资损失2404.01万元,2013年福瑞达医药发生亏损,全年营业总收入52297.77万元,利润总额-8962.69万元。2014年1~9月,福瑞达医药实现收入47715.79万元,利润总额-597.55万元。

表9 公司生物制药业务收入主要构成(单位:万元)

类别	2011年	2012年	2013年	2014年1~9月
1. 医药工业	70106	71261	13864	7657
润洁	21034	23768	--	--
润舒	16359	18322	--	--

施沛特	6709	7581	--	--
颈痛片	3060	3458	4285	4186
颈痛颗粒	2608	2846	3865	3264
玻璃酸钠	3842	3435	2665	1933
四季感冒胶囊	1026	1168	1208	1198
小儿解感颗粒	1120	1025	1159	1020
阿昔洛韦片	1011	981	1002	924
雪莲归芪口服液	736	798	868	749
通宣理肺胶囊	986	825	839	864
2. 医药商业	33400	33376	38436	24797
施沛特	--	--	33658	32185

资料来源:公司提供

原材料采购

目前公司医药工业主要产品为中药类,因此中药材是公司原材料采购的主要品种,约占原材料采购量的50%以上。公司在原材料采购上严格控制质量,采取措施如下:一是坚持正规渠道进货,只从符合国家管理规定、具备生产资质的厂家采购。二是采购前对原材料进行认真检验,以确保质量。三是在生产前,公司内部对采购原料再次进行检查,确保原材料质量。公司目前与主要供应商保持了良好的关系。通过采取这些措施,有力的保证了原材料质量和成本最低。2011~2013年,由于中药材市场价格普遍上涨(见表10),导致公司制药成本有所上升。

表10 2011~2013年公司主要中药原材料采购情况
(单位:元/千克、千克)

原材料	采购均价			采购数量		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
三七	620	624	630	2280	2400	2500
羌活	68	69.5	71.8	1020	1100	1200
川芎	19	20	22	2200	2500	2800
连翘	45	46	50	3500	3800	3900
白芍	20	21	24	2400	2600	2800
桔梗	35	35	39	1900	2200	2300
甘草	21	22	23.5	3600	3900	4000
柴胡	75	76	79.5	4000	4500	4800

资料来源:公司提供

公司主要中药产品为颈痛片、颈痛颗粒、四季感冒胶囊、小儿解或颗粒和雪莲归芪口服液，2013年上述五种产品原材料的最主要供应商分别为亳州市祥和药业有限公司、辽宁宏宇生物科技有限公司（威灵仙）、文山州金福三七销售有限公司（三七）、安国市广兴昌中药材有限公司、安国市广兴昌中药材有限公司、安徽济人药业有限公司，对其采购额均占该产品采购成本的50%以上，模式均为询价采购，采用压批的方式结算。

药品产销

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

除自产医药产品销售外，公司也是“施沛特”的主要销售渠道。福瑞达医药合作医药生产商山东博士伦福瑞达制药有限公司为国内最大的眼科药品生产基地，是中国制药工业企业 100 强，其眼科主导产品“润洁”、“润舒”滴眼液在国内的市场占有率保持在 20% 以上。公司医药商业所售福瑞达医药骨科主导产品“施沛特”在全国骨科药物市场上具有主导地位，市场占有率达到 45%，由公司销往全国各大中城市，2013 年销量为 250 万盒。

目前，公司拥有众多有专业知识、有营销技能、素质水平高的生物制药产品营销人员，以国内大城市为中心设立了 30 多个业务办事处，营销网络覆盖全国。公司采取公司—承销商—分销商—零售终端—消费者的销售模式，将商品直接销售给承销商，零售终端包括药店、医院和社区店。2013 年公司主要合作经销商包括国药乐仁堂医药有限公司、浙江嘉信医药股份有限公司、南京医药合肥天星有限公司、浙江省医药工业有限公司、河南省医药有限公司等，前五大销售额占 2013 年福瑞达医药营业收入的 25.90%，集中度一般。货款回收主要采取

两种方式，其中 30% 客户的为现款销售（先款后货），70% 的客户（一般为合作两年以上，销售额 500 万以上的客户）可享受账期一个月的赊销期。

研发实力

公司历来重视新产品和新技术的开发工作，2011~2014 年前三季度，生物制药板块的研发费用分别为 1.10 亿元、1.20 亿元、1.00 亿元和 0.70 亿元，约占当期生物制药板块收入的 10.63%、11.47%、19.12% 和 14.68%。

公司拥有山东省生物药物研究院、医药工业研究所、医疗器械研究所、医药工业设计院 4 个省级科研院所，山东省生物药物重点实验室、山东省化学药物重点实验室、山东省高分子材料重点实验室 3 个省级实验室，以及国家糖工程技术研究中心、海洋药物工程技术研究中心 2 个国家级合作单位，科研面积近三万平方米。福瑞达医药下属的山东福瑞达生物化工有限公司为全球最大的玻璃酸钠研发及生产基地，产品不仅在国内市场占据主导地位，还远销欧美、日本、韩国等国际市场。公司与山东大学、中国海洋大学等单位共同组建了“山东省重大新药创制中心”，成功申报了国家重大新药创制综合平台；2011 年公司新成立了包括两院院士在内的 23 位专家组成的山东省药学院首届专家委员会，进一步提升了公司科研实力。

截至 2014 年 9 月底，公司开展的各类在研课题项目 132 项，已完成 121 项。近 3 年来申请国家专利 108 项，获得发明专利授权 52 项。完成山东省重点科技攻关项目 64 个，荣获山东省科技进步二等奖 30 项、三等奖 3 项。至今为止，公司研发的产品获得 54 新药证书，19 个临床批件。公司下属的药学院申请省级以上科研平台 21 项，获批 18 项；申报国家“十二五”科研规划中的重大新药创制课题 3 项；申报国家 863 科技攻关项目 2 项；申报山东省各类科技项目 2 项。2011~2013 年，福瑞达医药分别实现技术转让收益 1143 万元、2355 万元和 3176 万元。

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

发展规划

目前公司以福瑞达医药子公司山东明仁福瑞达有限公司现有厂区为依托，拟搬迁新建其他六家子公司，逐步打造山东福瑞达生物医药产业园。产业园面积833.85亩，位于济南市高新区两河片区，总投资45.23亿元，建设内容为品管研发中试车间项目、保健食品生产项目、综合制剂生产车间项目、朝能生物科技的谷物饮料项目等，并拟引进鲁商集团所属的银座购物中心、佳驿商务酒店等搭建配套设施。截至2014年9月底已投资额1.90亿，完成品管研发中试车间、制剂车间、立体仓库等中药品生产仓储设施建设工程。剩余部分建设期较长，部分建设内容尚在规划中；预计全区整体建成后，医药生产和销售以及酒店、商业综合体多样产业协同获利，可为公司合并口径带来年收入约50亿元。

公司医药产业未来发展思路是：进一步加强资源整合力度，以新组建的山东省药学院为主体，对集团制药业各科研院所进行有效整合，加大高端人才引进力度，组建具有较强自主科研实力的集团制药业研发中心；争取收购1~2家药厂，打造具有相当规模的集团制药业生产基地；对现有负责不同药品、化妆品和器械的几支销售队伍进行整合，调整优化销售激励机制，构建涵盖全国市场的集团制药业销售网络；最终打造出一条“研发中心、生产基地、销售网络”一体化的集团制药业产业链；并以此为平台，形成一条拥有眼科药品、骨科药品、皮肤科药品、中药、化妆品、医疗器械等多个利润增长点的集团制药业产品链。

总体看来，公司在生物医药领域具备技术优势，所售部分商品市场占有率较高，但2013年博士伦公司的出表短期内对公司生物制药板块收入和利润影响显著，收入结构转为以医药商业为主，且各项成本和费用的大幅上升导致

公司生物制药板块出现亏损。考虑到生物制药行业药品开发前期投入较大，科研时间长的特性，另一方面医药改革深入加剧了行业竞争，公司推广的新产品利润相对较低，公司生物制药板块利润空间有所收窄。

4. 房地产

公司的房地产项目主要由下属的鲁商置业（证券代码为 600232.SH，公司持股 56.21%）负责运营。鲁商置业所开发项目业态涵盖了大型购物广场、住宅、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。2011~2013 年公司房地产开工面积有所下降、竣工面积波动增长，2013 年分别为 126.04 万平方米和 103.08 万平方米。同时，签约销售收入和面积小幅波动，2013 年分别为 91.00 亿元和 96.94 万平方米；由于项目工期较长，每年确认销售收入和面积较签约销售收入和面积相对偏小，但逐年增加，2013 年分别为 52.93 亿元和 47.64 万平方米。2014 年 1~9 月，公司房地产开发动工规模继续加大，但由于每年年底会按照协议大量交房，因而前三季度当期确认收入暂时偏少。

表 11 公司房地产开发及销售情况

（单位：万平方米、亿元）

项 目	2011年	2012年	2013年	2014年 1~9月
开工面积	177.00	148.00	126.04	129.00
竣工面积	69.90	119.00	103.08	84.00
签约销售面积	87.80	109.00	96.94	57.17
签约销售收入	91.00	105.00	91.00	53.14
确认销售面积	28.59	37.00	47.64	31.09
确认销售收入	23.82	36.74	52.93	28.27

资料来源：公司提供

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，在建、在售的为济南鲁商国奥城项目、东营银座城市广场以

及青岛鲁商中心燕儿岛和临沂鲁商中心。上述在建、在售项目规划建筑面积 200.10 万平方米，总投资额 142.80 亿元；截至 2014 年 9 月底已完成投资 84.71 亿元，未来三年计划投资 42.09 亿元。

表12 截至2014年9月底鲁商城市广场在建、在售主要项目情况（单位：亿元、万平方米）

名称	类别	规划建筑面积	总投资	累计完成投资	未来三年拟投资	建设期间	进度（批文情况）
济南鲁商国奥城项目	办公+商业+公寓	41.40	29.00	19.91	9.09	2008.07-2016.12	1#楼竣工，销售 100%（五证齐全）；2#、6#楼竣工交付已售 99.7%（五证齐全）；3#竣工完成，已交付使用，4#、5#楼开始施工，其中 4#主体已封顶（五证齐全）已售 27%、5#主体施工 32 层（四证齐全）。
东营银座城市广场	商业	19.20	6.80	4.70	2.10	2004.11-2015.12	一、二期竣工，销售 95%（五证齐全）；三期办公部分已经封顶、酒店电影院部分正负零，销售 90%（五证齐全）。
青岛鲁商中心燕儿岛	住宅+商业	74.50	75.00	52.60	22.40	2010.04-2016.06	一期（住宅）完工，基本完成交付（五证齐全）；二期已完工，基本完成交付（五证齐全）；三期进行土方施工。
临沂鲁商中心	办公+商业	65.00	32.00	7.50	8.50	2013.06-2019.12	一期项目办公楼 A1-A6 主体封顶，A7、A8 主体施工销售率 56%；商业街 S03、S06 完成综合验收并交付使用，S01、S02、S04 正在准备竣工验收手续，销售率 88%；购物中心主体封顶；二期公寓 B01B02 主体施工。
合 计	--	200.10	142.80	84.71	42.09	--	--

资料来源：公司提供

鲁商花园住宅是城市核心居住区的花园住宅，依托完备的城市服务配套，秉承地域人文脉络，融和自然景观资源，打造城市生活中的怡居空间。目前在建、在售的主要有济南鲁商常春藤、青岛即墨动感世代、青岛鲁商蓝岸国际、临沂鲁商凤凰城项目、济宁鲁商南池公馆、

哈尔滨鲁商松江新城、菏泽鲁商凤凰城和牛山社区旧村改造项目。上述项目规划建筑面积 644.69 万平方米，计划总投资 416.24 亿元，截至 2014 年 9 月底已完成投资 222.94 亿元，2016 年底前仍需投入 140.86 亿元。

表13 截至2014年9月底鲁商花园住宅在建、在售项目情况（单位：亿元、万平方米）

名称	类别	规划建筑面积	总投资	累计完成投资	未来三年拟投资	建设期间	进度（批文情况）
鲁商常春藤	住宅	103.07	34.80	34.00	0.80	2007.03-2014	1-41#楼已交房；50-57 楼主体验收完毕，销售 90%（五证齐全）58-64 楼主体封顶，销售 84%；65-74 正在进行主体施工，销售 78%。
青岛鲁商蓝岸国际	住宅	35.00	16.20	16.20	--	2008.09-2014.05	一期竣工交房，销售 100%（五证齐全）；二期竣工交房，销售 99%（五证齐全）；三期工程完工团购 100%（五证齐全）。
临沂鲁商凤凰城项目	住宅+商业	60.00	28.40	27.50	0.90	2007.08-2014.12	一期竣工交房，销售 100%（五证齐全）；二期竣工交房，高层预售率为 100%（五证齐全）；商业销售率 65%；别墅销售率 92%；三期已竣工交房，高层预售 100%；别墅销售率 98%（五证齐全）。铂尔曼酒店已正式营业。
济宁鲁商南池公馆	住宅+商业	43.62	21.84	16.05	5.79	2011-2015	一期洋房 8-15#楼竣工交房，销售 100%（五证齐全）；一期高层 1-7#楼竣工交房，销售 100%（五证齐全）；二期洋房 23-30#楼竣工交房，销售 100%（五证齐全）；二期高层 16-22#楼竣工交房，销售 88%（五证齐全）；酒店已经封顶。
哈尔滨鲁商松江新城	住宅+商业	215.00	180.00	82.01	50.37	2011-2017	五地块五证齐全，已交房；七地块已取得用地规划、工程规划、土地证，2014 年实现交房；其余地块只取得用地规划，其余证件正在办理中。

菏泽鲁商凤凰城	住宅+商业	91.00	40.00	15.41	20.00	2011.12-2017.6	一期6栋高层竣工交房。销售42%（五证齐全）。二期4栋高层已经封顶（五证齐全）。
午山社区旧村改造项目	住宅	97.00	95.00	31.77	63.00	2013.9-2018.12	b-7（五证齐全）主体精装修，销售90%；b6（五证齐全）主体施工，销售56%；a13-1（三证齐全）目前2、3号楼进行土方施工，1、4、5、6、7号楼进行主体结构施工。
合 计	--	644.69	416.24	222.94	140.86	--	--

资料来源：公司提供

鲁商生态别墅为城市自然风景区的高尚居所，倡导与自然山水的相融相生，将“生态”理念引入规划开发中，以富有建筑张力的独栋、双拼、联排、花园洋房等高端产品形成独具意境的低密度高尚社区。公司已完工项目包括青岛即墨一山一墅、北京顺义蓝岸丽舍项目

和重庆云山原筑项目，均在销售中；目前在建项目为济南鲁商御龙湾项目，规划建筑面积16.18万平方米、计划投资总额14.53亿元；截至2014年9月底已完成投资12.00亿元，仍需投资2.53亿元。

表 14 截至 2014 年 9 月底鲁商生态别墅在建项目情况（单位：亿元、万平方米）

名称	类别	规划建筑面积	总投资	累计完成投资	未来三年拟投资	建设期间	进度（批文情况）
济南鲁商御龙湾	别墅	16.18	14.53	12.00	2.53	2009.2-2016	一、二期已交房（五证齐全）；三期销售72%，已交房；四期销售30%，正在进行主体施工。

资料来源：公司提供

未来，公司地产业务的投资方向转为重点开发与集团现有产业有协同的项目，投资方式由房产经营转为房产经营和地产经营并重。公司将推进内部资源的整合，充分发挥自身在资金、管理、品牌等方面的优势，运作好现有项目，实施精品工程，不断提高知名度和美誉度。以城市综合体与精品住宅为主的开发战略，集中精力做精品、做大盘；扩大省外项目储备，

不断提高项目储备含金量和分布合理性，向全国性房地产开发企业迈进。

截至2014年底，公司拥有土地储备251.23万平方米，其中商业地产占地面积57.21万平方米，项目主要集中在山东省内、哈尔滨和锦州，包括住宅、商业、别墅、酒店等综合类开发用地，预计开发投资总额达400亿元以上。

表 15 截至 2014 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

土地储备项目	开发类型	土地面积	其中：商业地产	拟开发建筑面积	取得方式	取得时间	取得成本	后续出让金来源
青岛燕儿岛	城市综合体	12.22	5.50	56.30	挂牌	2009.03	50.85	销售资金返投、资金统一调度及银行借款
青岛午山项目	住宅+商业	48.00	8.90	71.20	挂牌	2011.01	50.00	销售资金返投、资金统一调度及银行借款
哈尔滨项目	住宅+商业	86.38	21.6	215.00	挂牌	2010.11	45.67	已交齐
锦州·鲁商锦麟湾	住宅	10.00	--	10.00	挂牌	2010.12	1.12	已交齐
菏泽鲁商凤凰城	三期住宅	5.39	--	20.16	挂牌	2011.07	1.45	已交齐
泰安鲁商国际社区	城市综合体	26.27	7.48	28.19	挂牌	2014.03	4.47	已交齐
青岛惜福镇	住宅	12.01	0.07	25.39	挂牌	2014.03	3.04	已交齐
临沂知春湖	别墅、住宅、酒店、	26.67	6.40	25.00	挂牌	2014.01	1.72	已交齐
青岛鲁商蓝岸新城	商住	24.29	7.26	73.00	挂牌	2014.06	6.40	已交齐
合 计	--	251.23	57.21	524.24	--	--	164.72	--

资料来源：公司提供

总体来看,公司储备项目较为充足,未来3年地产业务板块仍将保持较快发展,三大系列产品2016年底前仍需投资185.48亿元,同时考虑公司土地储备出让金支付和后期开发投资、零售业扩张门店的投入,未来公司整体投资规模较大,在一定程度上加大公司对外筹资压力。同时,联合资信注意到,近年来国家不断出台相关调控政策,各省市也在不断调整具体房地产相关规定,近期公司房地产开发受到一定影响;但考虑到公司房地产项目中,综合类地产开发较多,主要是配合零售业进行展店,且“银座”品牌在山东市场有很好的品牌优势,公司地产业务相比单纯的住宅地产开发企业所受影响相对较小。

5. 其他产业

教育产业

在原商业厅所属商业学校基础上,公司先后成功创办了山东商业职业技术学院、青岛酒店管理职业技术学院、山东烹饪高级技工学校等大专院校。山东商业职业技术学院现已成为山东省唯一一所全国示范性职业学院建设单位和全国重点职业技术学院;青岛酒店管理职业技术学院是全国第一家独立设置的酒店管理职业技术学院;山东烹饪高级技工学校在鲁菜的研发和制作方面享有盛誉。2013年度教育业实现营业收入6.31亿元,实现净利润1.39亿元。

公司高度重视院校的发展,先后投资4亿多元用于扩大办学规模和改善办学条件。2003年兴建的山东商业职业技术学院和青岛酒店管理职业技术学院两校的新校区共计占地2000余亩,建筑面积30多万平方米,可容纳在校生2万人。山东烹饪高级技工学校的400亩新校区正在建设之中。

公司还不断拓展办学空间,从2001年开始进入幼教领域,山东银座英才幼儿园是公司直属的新型股份制、现代化幼教集团。独创的“方鼎式管理”模式、幼儿园之“十度”管理、创

造性思维发展整合课程模式及在此模式下的浸透式双语教育模式、市场化运作、幼儿园全方位管理制度链融合独特教育理念的人文外观环境设计,形成了“小班化、双语化、艺术化、信息化、主题化、多元化、一体化、人文化”办园特色,现拥有11所分园,成为全国一流的智能化幼儿园。

传媒产业

传媒业是近年来公司着力打造的重要产业,其主体业务《山东商报》是山东省内主流强势媒体之一,是集新闻性、娱乐性、可读性、服务性为一体的综合类报纸,创刊于1993年,2001年改版为全国发行的都市类报纸,目前日均读者群超过30万人。

近年来,山东商报社在做精、做强、做稳、做大《山东商报》的基础上,开始涉足网络、杂志、电子音像出版、户外广告、动漫、手机报、DM直投、广告代理、媒体直销、会展、票务、呼叫中心增值服务等传媒相关业务领域。2010年公司收购了济南新三友广告有限公司、济南都市精品文化传播有限公司、青岛都市精品文化传播有限公司各70%的股权,公司旗下鲁商传媒集团有限公司与合作方共同出资设立上优文化传播(上海)有限公司。公司在传媒业方面的扩张进一步加大。利用合作控股方式,拥有了《精品》、《都市精品》、《山东新闻网》等,初步构建了“报、刊、网”为一体的传媒产品线,为全媒体发展搭建好了平台。2013年山东商报社营业收入1.64亿元,净利润0.24亿元;2014年1-9月,山东商报社营业收入0.78亿元,净利润0.14亿元。

2013年度公司传媒业实现营业收入3.97亿元,净利润-0.19亿元;2014年1-9月实现营业收入2.39亿元,净利润-0.47亿元。亏损主要由于公司新承揽的户外广告牌业务,前期收入尚少,但固定资产折旧计提较多所致。

6. 经营效率

从经营效率指标来看,2011~2013年,公

司销售债权周转次数持续下降,但仍保持较高水平,分别为 178.52 次、152.63 次和 115.62 次;受房地产业务开发项目增长较快影响,公司存货周转次数有所下降,2013 年为 1.29 次;随着资产规模的快速扩大,总资产周转次数呈小幅下降趋势,2013 年为 0.79 次。

总体看,公司经营效率正常。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011~2012年财务报表已经山东天恒信有限责任会计师事务所审计、2013年财务报表已经中天运会计师事务所有限公司审计,并均已出具了标准无保留意见的审计结论。公司2014年三季度财务数据未经审计。

从合并范围来看,2012年,公司新增一家通过投资设立的易通支付有限公司。截至2013年底,纳入公司合并报表范围内的二级子公司15家、事业单位9家,合并范围较2012年底新增一家通过投资设立的银座云生活电子商务有限公司。2013年,公司全资子公司福瑞达医药对其原控股子公司博士伦公司(福瑞达持股30%)因对其实际控制能力下降导致丧失控制权,不再将博士伦公司纳入合并报表。2014年9月底公司合并范围较2013年底无变化。总体看,近年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2013年底,公司合并资产总额530.56亿元,所有者权益合计97.19亿元(含少数股东权益45.88亿元);2013年公司实现营业总收入365.71亿元,利润总额11.21亿元。

截至2014年9月底,公司合并资产总额557.30亿元,所有者权益合计101.07亿元(含少数股东权益48.14亿元);2014年1~9月,公司实现营业总收入295.68亿元,利润总额7.12亿元。

2. 资产质量

2011~2013年,公司资产总额保持快速增长态势,年均复合增长24.32%。截至2013年底,公司资产总额530.56亿元,同比增长32.76%,主要来源于货币资金、存货等的增加。资产构成中流动资产占73.17%,同比上升0.53个百分点;非流动资产占26.83%。公司资产以流动资产为主,符合公司所处行业特点。

流动资产

2011~2013年,公司流动资产年均复合增长率为23.53%。截至2013年底,公司流动资产合计388.19亿元,同比增长33.72%,主要来自货币资金增加及地产项目开发导致的存货快速增长。流动资产构成主要以存货(占71.52%)、货币资金(占19.38%)和预付账款(占5.52%)为主。

2011~2013年,公司货币资金年均复合增长48.75%。截至2013年底,公司货币资金111.31亿元,同比大幅增长97.86%,其中银行存款占92.03%;其中使用受限制的货币资金占7.33%,主要是保证金存款和受监管的拆迁补偿款等。

2011~2013年,公司应收票据分别为0.63亿元、1.66亿元和0.60亿元,其中,2012年底应收票据同比增长163.23%,主要是由于生物医药业务量增长导致票据结算款增加;2013年底应收票据同比大幅下降,主要系公司不再将博士伦公司纳入合并范围导致医药生产收入大幅下降所致。

2011~2013年,公司应收账款年均增长81.72%。截至2013年底,公司应收账款账面余额3.60亿元,同比增长116.26%,增加主要来自应收拆迁补偿款。从账龄看,1年以内的占89.17%,1~3年占1.66%,3年以上的占9.17%,整体账龄较短;公司应收账款坏账准备余额为0.69亿元,计提比例为19.08%,公司对3年以上的应收账款全部计提,整体计提较为充分;前五大欠款单位欠款金额占应收账款账面价值的84.06%,集中度高,其中额度最

大的一笔为 2.70 亿元，系午山社区旧村改造项目中应收青岛市市南区政府拆迁补偿款，账龄为 1 年内。截至 2013 年底，公司应收账款价值 2.92 亿元。公司零售业主要采用现金结算，应收账款较少；除上述应收拆迁补偿款外，主要是生物制药业板块应收下游客户的货款，其在公司资产中占比较小，提取坏账准备高，其发生坏账损失对公司资产影响小。

2011~2013 年，公司其他应收款分别为 7.97 亿元、7.42 亿元和 9.53 亿元。截至 2013 年底，公司其他应收款账面余额 11.92 亿元，同比增长 14.69%，主要构成为应收地方房地产行业协会及其他单位的房产预售保证金和土地竞拍保证金等。在按组合计提坏账准备的 8.60 亿元其他应收款中，1 年以内的占 71.03%，1~3 年的占 14.73%，3 年以上的占 14.24%，公司对 3 年以上的其他应收款建立了考核制度，强化内控，明确责任，加大清收力度；公司对其他应收款计提了 2.38 亿元的坏账准备，计提比例为 27.73%，计提充分。公司其他应收款前五名单位欠款金额合计 5.29 亿元，占公司其他应收款总额的 44.46%，集中度偏高。截至 2013 年底，公司其他应收款净值 9.53 亿元。

表 16 2013 年底公司其他应收款前五名客户情况
(单位：万元、%)

欠款客户	金额	占比
济南市房地产业协会	41648.95	34.98
青岛恒达信投资管理公司	4549.60	3.86
济南市财政局	2780.60	2.35
北京东方航华投资有限公司	2421.88	2.01
济南市城乡建设委员会	1534.48	1.26
合 计	52935.51	44.46

资料来源：公司审计报告

注：上述欠款客户与公司无关联关系。

2011~2013 年，公司预付账款波动上升，年均复合变动率为 5.53%。公司预付账款主要由预付在建基本建设项目的地价款、设备和工程价款以及预付材料或商品采购货款等构成。截至 2013 年底，公司预付款项 19.56 亿元，同比增长 22.08%，主要为未结算的土地款和土地竞标保证金等，随公司房地产开发的持续进展

而有所增加。从账龄来看，1 年以内的占 47.42%，1~3 年占 23.56%，3 年以上的占 29.02%，账龄偏长；前五大欠款单位欠款金额占预付款项总额的 53.06%，集中度较高，主要为预付财政局和政府的土地拆迁款、土地款和土地竞标保证金。

2011~2013 年，由于房地产项目开发投入增长较快，公司存货年均复合增长率为 17.42%，在流动资产中占比较高。截至 2013 年底，公司存货 244.06 亿元，同比增长 17.56%，存货构成主要为库存商品（占 7.39%）、开发成本（占 67.44%）和开发产品（占 24.61%），开发成本和开发产品主要是房地产项目开发所形成。2013 年底公司共计提了 35.83 万元的跌价准备。

表 17 2013 年底公司存货中开发成本明细情况

(单位：万元、%)

项目名称	开工日期	余额	占比
鲁商常春藤项目	2007.03	100063.20	6.08
鲁商御龙湾项目	2008.06	47347.90	2.88
青岛蓝岸国际项目	2007.09	48579.23	2.95
青岛银座项目	2008.09	387.07	0.02
东营银座城市广场	2004.11	26639.88	1.62
鲁商国奥城项目	2008.07	92272.01	5.61
北京蓝岸丽舍项目	2008.08	11022.61	0.67
临沂鲁商·鲁商中心	2013.07	35195.33	2.14
青岛鲁商·首府项目	2010.03	138861.32	8.44
济宁南池公馆项目	2011.07	45315.53	2.75
哈尔滨松江新城项目	2011.05	638677.44	38.81
青岛蓝岸丽舍项目	2013.05	106643.91	6.48
临沂鲁商置业	2013.05	8593.05	0.52
菏泽鲁商凤凰城项目	2011.12	128582.54	7.81
合 计	--	1428181.02	86.77

资料来源：公司提供

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 26.53%。截至 2013 年底，非流动资产 142.37 亿元，同比增长 30.20%，主要来自固定资产、在建工程和商誉的增加；构成主要以固定资产（占 43.52%）、在建工程（占 12.55%）、无形资产（占 13.27%）和商誉（占 11.69%）为主。

2011~2013 年，公司长期股权投资年均复合增长 11.26%。截至 2013 年底，公司长期股

权投资原值 6.23 亿元，同比增长 16.52%，主要来自新增对山东黄河三角洲产业投资基金合伙企业和北京六里桥项目的股权投资。2013 年底，公司对长期股权投资提取减值准备 7064.28 万元。

表 18 2013 年底公司主要长期股权投资明细

(单位: 万元)

被投资单位名称	2013 年底
国泰君安证券股份有限公司	5474.51
长城齐鲁酒店投资管理公司	5006.17
海南任发公司	3490.00
泰山财产保险股份有限公司	3000.00
山东渤海大酒店有限公司	1192.24
中国光大银行股份有限公司	1072.50
鲁信银座文化事业发展有限公司	835.66
山东万方科技有限公司	925.81
山东省投资担保有限公司	3814.08
山东东方糖业有限公司	318.23
法国 BENOITMEYER 葡萄种植园农业开发民事公司	6120.25
吉林省吴太医药经销有限责任公司	3000.00
山东省文化产业投资基金(有限公司)	2000.00
山东黄河三角洲产业投资基金合伙企业	5000.00
北京六里桥项目	3833.31
合 计	45082.75

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司固定资产年均复合增长 18.91%。截至 2012 年底，公司固定资产原值 71.80 亿元，同比增长 16.67%，主要来自下属的临沂鲁商地产有限公司（以下简称“临沂鲁商”）开发建设的铂尔曼大酒店竣工投入使用；聊城宏图、威海宏图以及德州乐陵自建零售门店建成投入使用。截至 2013 年底，公司固定资产原值 85.31 亿元，同比增长 18.81%，主要来自自建零售门店建成投入使用等房屋建筑物的增加。截至 2013 年底，公司累计计提固定资产折旧 23.35 亿元，提取减值准备 2.76 万元；固定资产净额 61.96 亿元，构成主要为房屋建筑物（占 86.17%）、机械设备（占 7.20%）、电子设备（占 3.02%）和其他设备（占 3.09%）等。

2011~2013 年，公司投资性房地产分别为 1.66 亿元、12.34 亿元和 12.05 亿元，年均增长 169.14%，其中 2012 年底大幅增长主要来自济南和谐广场和济南银座佳悦酒店部分物业因

使用用途转变为出租，对应的土地使用权和房屋建筑物由无形资产和固定资产转入。公司投资性房地产全部采用成本法计量，2013 年底累计摊销 1.40 亿元。

2011~2013 年，公司在建工程分别为 6.54 亿元、5.15 亿元和 17.86 亿元，构成主要是商业零售门店的基础建设项目。其中，2013 年底同比大幅增长 246.66%，主要由于零售业在建项目投资增加所致。截至 2013 年底，公司在建工程主要包括青岛银座中心项目（3.01 亿元）、青岛李沧银座广场项目（4.27 亿元）、威海宏图项目（4.87 亿元）和济南经一路项目（3.92 亿元）等。2013 年底公司未计提在建工程减值准备。

2011~2013 年，公司无形资产相对保持稳定，年均小幅增长 1.58%。截至 2013 年底，公司无形资产 18.89 亿元，同比增长 3.03%，主要为土地使用权（占比 93.86%）。截至 2013 年底，公司的无形资产未计提减值准备。

2011~2013 年，公司商誉分别为 7.80 亿元、7.84 亿元和 16.64 亿元。其中，2013 年底同比大幅增长 112.38%，主要来自公司二级子公司收购山东海佑福瑞达制药有限公司、青岛瑞兰特制药有限公司、临沭福瑞达康妆大道科技有限公司等三级子公司所形成。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 557.30 亿元，较 2013 年底增长 5.04%，其中流动资产占 72.86%，非流动资产占 27.14%，资产构成变化不大。

总体看，公司资产构成合理，以流动资产为主；存货规模受房地产项目开发影响增速较快，在流动资产中占比较高，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益年均复合增长 6.34%。截至 2013 年底，公司所有者权益合计 97.19 亿元(含少数股东权益 45.88 亿元)，

同比增长 0.98%，主要来自未分配利润和实收资本的增加。归属于母公司所有者权益 51.31 亿元，其中实收资本占 43.89%，资本公积占 19.60%，盈余公积占 12.85%，未分配利润占 23.75%。

2013 年，公司合并范围内的 9 家事业单位固定基金转增实收资本合计 0.93 亿元，公司实收资本增至 22.52 亿元。2013 年底，公司资本公积 10.06 亿元，同比减少 1.24 亿元；年内公司通过二级市场收购银座股份少数股权，收购价格溢价部分冲减资本公积 1.26 亿元，另以低于净资产价格收购银座商城少数股权带来资本公积增加 0.02 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益合计为 101.07 亿元（含少数股东权益 48.14 亿元），较 2013 年底增长 3.99%，主要来自未分配利润的增加，构成变动不大。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2011~2013 年，随着公司业务规模扩大，公司负债保持较快增长态势，年均复合增长 29.76%。截至 2013 年底，公司负债合计 433.37 亿元，同比增长 42.84%，主要来自长短期借款、预收款项、其他应付款和应付债券的增加。负债构成中，流动负债合计占 62.24%，非流动负债占 37.76%，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2013 年底，公司流动负债 269.71 亿元，同比增长 37.12%，构成主要以短期借款（占 34.49%）、应付账款（占 18.93%）、预收款项（占 28.94%）和其他应付款（占 10.45%）为主。

2011~2013 年，公司短期借款分别为 56.69 亿元、58.15 亿元和 93.02 亿元，其中，2013 年底同比大幅增长 59.96%，主要由于经营规模增长导致流动资金需求扩大，相应增加短期借款。

2011~2013 年，公司应付账款分别为 42.40 亿元、51.45 亿元和 51.05 亿元，其中 2012 年底同比增长 21.35%，主要由于新开门店数及工程项目的增加导致商品采购量和工程款结

算量加大所致。

近三年，预收款项分别为 54.83 亿元、58.96 亿元和 78.06 亿元，其中 2013 年底同比增长 32.40%，主要由于房地产项目预售量增长带来的商品房预售款较大幅度增加。

2011~2013 年，公司其他应付款快速增长，分别为 5.49 亿元、9.73 亿元和 28.19 亿元，主要是第三方支付业务规模扩张导致预售购物卡和购物券款项增加。

2011~2013 年，一年内到期的非流动负债年均增长 22.26%，主要是一年内到期的长期借款增加，截至 2013 年底为 14.23 亿元。

2011~2013 年，公司非流动负债年均增长 37.74%，截至 2013 年底为 163.66 亿元，同比增长 53.38%，主要来自应付债券和长期借款的增加。

2011~2013 年，公司长期借款年均增长 15.19%，截至 2013 年底为 66.33 亿元，同比增长 31.54%。

2011~2013 年，公司应付债券逐年上升，年均增长 74.16%，其中 2012 年底应付债券 50 亿元，同比增长 66.67%，主要来自 2012 年公司发行合计 20 亿元的非公开定向债务融资工具“12 鲁商 PPN001”（已于 2013 年 6 月到期兑付）和“12 鲁商 PPN002”以及 15 亿元的中期票据“12 鲁商 MTN1”；2013 年底应付债券 91.00 亿元，同比大幅增长 82.00%，增加主要来自 2013 年公司发行的合计 23 亿元的短期融资券“13 鲁商 CP001”和“13 鲁商 CP002”、合计 20 亿元的非公开定向债务融资工具“13 鲁商 PPN001”和“13 鲁商 PPN002”以及 8 亿元的中期票据“13 鲁商 MTN1”。

截至 2013 年底，公司长期应付款 6.20 亿元，全部是省级调控资金，根据山东省发展和改革委员会和山东省财政厅《关于下达 2009 年第二批省调控资金使用计划（省级项目）的通知》（鲁发改投资【2009】336 号，该资金期限 8 年，第 1-5 年只偿还利息，第 6 年起均衡还本付息；建设项目为济南全民健身广场、德

州国贸广场（银座商城）项目、济南振兴街项目（银座购物中心）。

截至 2014 年 9 月底，公司负债总额 456.23 亿元，较 2013 年底增长 5.28%，增加主要来自应付债券；非流动负债占比小幅上升至 40.57%，负债构成较 2013 年底变化不大。

2011~2013 年，公司全部有息债务年均复合增长 33.56%。截至 2013 年底，公司全部债务 273.19 亿元，同比增长 52.79%，主要来自短期债券和长期借款的增加；其中长、短期债务占比分别为 44.85%和 55.15%。截至 2014 年 9 月底，公司全部债务为 289.78 亿元，较 2013 年底增长 6.07%，短期债务占比小幅下降至 54.87%。

2011~2013 年，公司债务负担持续上升，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率加权平均值分别为 78.61%、69.19%和 51.58%。截至 2013 年底，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 81.68 %、73.76%和 55.77%，分别同比上升 5.76、8.75 和 7.00 个百分点。截至 2014 年 9 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 81.87%、74.14%和 56.41%，债务负担与 2013 年底基本持平。

总体看，近年来，公司业务扩张迅速，债务规模增长快，债务负担重。

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业总收入年复合增长 17.30%，主要来自商业零售收入和房地产业务的增长。2013 年公司实现营业总收入 365.71 亿元，同比增长 11.00%；2011~2013 年，公司营业成本上升较快，年均复合增长 18.54%，增幅略高于营业收入增幅 1.24 个百分点，2013 年为 290.52 亿元，同比增长 12.05%。2011~2013 年，一方面零售业店面扩张以及人员工资上升等因素导致营业成本增长较快，另一方面医药行业竞争加剧以及产品结构调整等因素影响，

利润空间受到挤压，上述原因影响公司营业利润率呈下降趋势，2013 年为 18.03%，同比下滑 1.20 个百分点。

2011~2013 年，公司期间费用占营业收入的比重呈下降趋势，2013 年为 15.10%；且管理费用同比增幅（13.31%）较大，主要由于新开门店增多导致折旧及人工成本较高。总体看，公司期间费用控制能力一般。

2011~2013 年，公司实现投资收益年均复合增长 30.89%，主要由于对联营企业和合营企业的投资收益增加所致。2013 年公司实现投资收益 0.55 亿元，同比增长 29.50%。

2011~2013 年，公司实现营业外收入分别为 1.49 亿元、1.06 亿元和 1.03 亿元，主要由财政扶持资金等政府补助构成。2013 年公司营业税金及附加和所得税费用同比分别增长 34.70%和 23.11%，明显高于营业收入增速（11.00%）和利润总额增速（-17.07%），主要系房地产业务收入大幅增长、土地增值带来的营业税、土地增值税和所得税的增加。

2011~2013 年，公司利润总额年均下降 0.76%，2013 年由于营业利润率的下滑和各项税费的增加，公司实现利润总额 11.21 亿元，其中投资收益和营业外收入合计占 14.10%；实现净利润 6.29 亿元，同比下降 33.92%。2013 年公司净资产收益率和总资本收益率分别为 6.48%和 4.88%，同比分别下降 3.42 和 1.54 个百分点。

2014 年 1~9 月，公司实现营业总收入 295.68 亿元，同比增长 3.01%，利润总额 7.12 亿元，同比下降 2.51%。2014 年 1~9 月，营业利润率 17.98%，同比下降 0.07 个百分点。

总体看，随着公司经营规模的不断扩大，公司收入规模不断增长；零售业店面扩张以及人员工资上升等因素导致营业成本增长较快；房地产和生物制药业务受宏观政策调控、医药行业竞争加剧以及博士伦公司出表等因素影响，利润空间受到挤压，公司营业利润率有所下滑，但整体盈利能力仍处于较好水平。

5. 现金流

2011~2013 年,随着业务规模不断扩大,公司销售商品、提供劳务收到的现金持续增长,年均复合增长率为 16.74%,2013 年为 456.51 亿元;2011~2013 年,公司经营活动现金流出量年均下降 18.77%,2013 年为 490.77 亿元。公司零售业店面扩张以及房地产项目开发规模增长较快导致每年有大量的保证金缴付和收回,相应的其他与经营活动有关的现金流入和流出金额较大。2013 年公司客户存款和同业存款项净增加额 34.79 亿元,为公司 2012 年成立的全资子公司山东省商业集团财务有限公司的吸收成员单位存款存放同业款项,而公司集团总部及其他单位向山东省商业集团财务有限公司存款计入支付其他与经营活动有关的现金,根据公司出具的说明,由于 2013 年度以上流入和流出的现金流在合并时未充分抵消,导致上述两个科目金额大幅增加。2013 年公司经营活动产生的现金流量净额为 3.67 亿元,同比增长 40.89%。从收入实现质量看,2011~2013 年公司现金收入比率分别为 126.04%、119.37%和 124.83%,收入实现质量较好。

投资活动现金流方面,随着零售门店数量和规模不断扩张,公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大,近三年分别为 11.41 亿元、14.78 亿元和 27.68 亿元;公司支付其他与投资活动有关的现金分别为 17.51 亿元、0.02 亿元和 11.18 亿元,其中,2011 年公司支付其他与投资活动有关的现金主要是对下属子公司增资款项未合并抵消;2013 年支付其他与投资活动有关的现金中,7.53 亿元为当期或预付股权收购款。2011~2013 年,公司投资活动现金流入量分别为 24.24 亿元、6.14 亿元和 1.49 亿元,其中,2011 年主要是收到其他与投资活动有关的现金(主要是对下属子公司增资款项未合并抵消)金额较大。近三年投资活动产生的现金保持净流出状态,分别为-6.95 亿元、-14.79 亿元和-39.21 亿元。

2011~2013 年公司筹资活动前现金流量净额分别为-2.75 亿元、-12.19 亿元和-35.55 亿元,经营活动产生的现金流量净额不能满足投资支出,对外筹资规模显著上升。2013 年公司筹资活动产生的现金流入量净额为 251.76 亿元,主要来自银行借款和发行短期融资券、中期票据等债务融资工具。2013 年公司筹资活动流出主要是偿还债务及分配股利或偿付利息,筹资活动现金流净额为 93.75 亿元。

2014 年 1~9 月,公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.82 亿元、-14.06 亿元和 4.07 亿元;公司现金收入比为 121.53%。

总体看,随着公司经营规模扩大,公司销售商品、提供劳务收到的现金规模扩大,经营活动获现能力较好,但公司零售业拓展店面以及房地产项目的投资规模较大,公司对外部融资依赖性较大。

6. 偿债能力

2011~2013 年,由于短期负债的快速增加,公司流动比率持续下降,2013 年底为 143.93%;速动比率呈波动上升趋势,其中 2013 年底受货币资金大幅增加的影响,存货占比下降,速动比率同比上升 11.40 个百分点,为 53.44%。2014 年 9 月底,两项指标分别为 149.76%和 48.23%。2011~2013 年,公司经营现金流动负债比有所下降,三年平均值为 1.57%,2013 年为 1.36%。考虑到公司现金类资产以及经营活动现金流入量规模较大,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看,2011~2013 年,公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.41 倍、1.19 倍和 0.90 倍,三年加权平均值为 1.09 倍;全部债务/EBITDA 分别为 7.65 倍、6.86 倍和 9.43 倍,公司 EBITDA 对全部债务保障能力呈波动下降趋势。目前公司对全部债务保障能力一般。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至2014年9月底，公司在各商业银行获得总授信额度为326.64亿元，其中尚未使用额度161.24亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有银座股份、鲁商置业两家上市公司，直接融资渠道通畅。总体看，公司在资本市场具有较强的融资能力。

截至2014年9月底，公司对外担保额1.09亿元，全部为下属子公司鲁商置业的下属地产子公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，此外公司合并范围无其他对外担保，或有风险不大。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G1037010200628970F），截至2015年2月6日，公司无不良未结清信贷信息记录，已结清信贷信息中有32笔不良及关注类贷款，主要系公司2005年承接几家传统批发流通类原子公司的早期贷款，且目前已全部清偿。总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒在内的多元化业务格局，核心的商业零售业务在山东及周边市场已具备了显著的品牌优势和规模优势，整体竞争实力强。近年来，公司整体业务规模持续扩大，资产和收入规模较快增长。未来随着地产、传媒等业务板块的逐步发展，公司收入和利润水平有望继续提高。

综合来看，公司抗风险能力很强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为10亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具

特征接近，故联合资信将其全部作为有息债务进行分析，发行后将在现有全部债务的基础上增加10亿元有息债务，占2014年9月底全部债务的3.45%，对公司现有债务影响小。

截至2014年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为81.87%和74.14%，以公司2014年9月底报表财务数据为基础，考虑到公司于2014年12月10日发行了10亿元中期票据“14鲁商MTN001”、于2014年12月23日发行了7亿元中期票据“14鲁商MTN002”，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率为82.70%和75.81%，整体债务负担有所加重。考虑到上述中期票据募集资金中，部分用于偿还金融机构借款，本期中期票据发行并使用后公司实际债务指标将小于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据的74.79倍、39.48倍和49.44倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据的0.42倍、0.26倍和0.37倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖程度高；公司EBITDA/本期中期票据分别为2.00倍、2.61倍和2.90倍，公司EBITDA对本期中期票据保障程度高。总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据的覆盖程度高。

通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十、结论

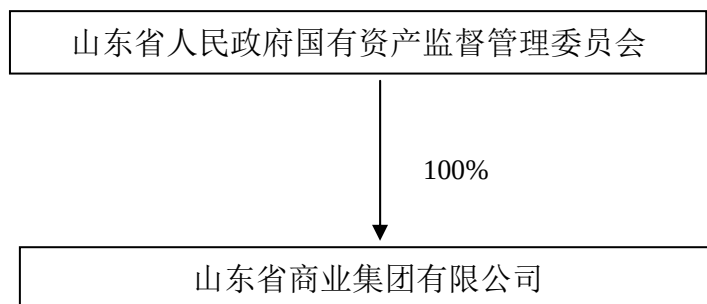
公司是山东省国资委全资直属的大型企业集团，目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒在内的多元化业务格局，核心的商业零售业务在山东及周边市场已具备了显著的品牌优势和规模优势，整体竞争实力强。

近年来，公司业务规模持续扩大，资产和收入规模较快增长。受房地产行业宏观政策调控、零售业新开店费用增加及生物制药板块亏损等因素影响，公司盈利能力有所下滑。公司直接和间接融资渠道畅通，但有息债务快速增加，目前债务负担重，未来随着投资规模的进一步扩大，对外融资压力将持续存在。考虑到山东省经济快速发展、居民消费能力增强，公司在山东省零售行业中突出的市场地位，以及随着地产、医药、教育、传媒等业务板块的逐步发展，公司收入和利润水平有望继续提高。

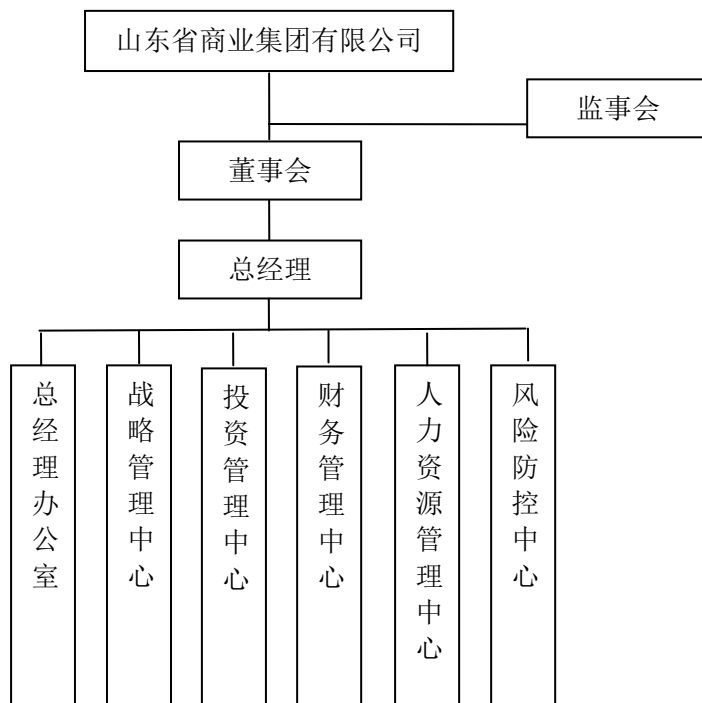
本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司经营活动现金流入规模大，经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	50.95	58.09	112.08	96.09
资产总额(亿元)	343.31	399.64	530.56	557.30
所有者权益(亿元)	85.94	96.25	97.19	101.07
短期债务(亿元)	81.97	87.17	142.66	159.00
长期债务(亿元)	71.19	91.62	122.53	130.78
全部债务(亿元)	153.16	178.79	273.19	289.78
营业总收入(亿元)	265.79	329.47	365.71	295.68
利润总额(亿元)	11.38	13.52	11.21	7.12
EBITDA(亿元)	20.03	26.07	28.95	--
经营性净现金流(亿元)	4.20	2.60	3.67	1.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	178.52	152.63	115.62	--
存货周转次数(次)	1.55	1.35	1.29	--
总资产周转次数(次)	0.90	0.89	0.79	--
现金收入比(%)	126.04	119.37	124.83	121.53
营业利润率(%)	20.60	19.23	18.03	17.98
总资本收益率(%)	11.17	12.49	12.19	--
净资产收益率(%)	10.90	10.46	6.51	--
长期债务资本化比率(%)	45.31	48.77	55.77	56.41
全部债务资本化比率(%)	64.06	65.01	73.76	74.14
资产负债率(%)	74.97	75.92	81.68	81.87
流动比率(%)	148.68	147.59	143.93	149.76
速动比率(%)	45.22	42.04	53.44	48.23
经营现金流动负债比(%)	2.45	1.32	1.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.41	1.19	0.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.65	6.86	9.43	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	74.79	39.48	49.44	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.42	0.26	0.37	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.00	2.61	2.90	--

注：1. 2014 年 3 季度财务数据未经审计；

2. 指标计算时已将短期融资券和一年内到期非公开定向债务融资工具计入短期债务，将计入长期应付款的有息债务计入长期债务；

3. 2012 年 EBITDA 计算时已包含现金流量表补充资料中计入“经营性应付项目的增加”科目的固定资产折旧金额。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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

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

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 山东省商业集团有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山东省商业集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。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，山东省商业集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山东省商业集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现山东省商业集团有限公司出现重大变化，或发现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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如山东省商业集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山东省商业集团有限公司、主管部门、交易机构等。

