

信用等级公告

联合[2015] 1359 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 年度第二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 年度第二期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。



山东省商业集团有限公司

2015 年度第二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: 9 亿元

本期中期票据期限: 不少于 5 年, 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: 偿还银行借款、补充营运资金

评级时间: 2015 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	399.64	530.56	632.26	658.93
所有者权益(亿元)	96.25	97.19	120.24	121.47
长期债务(亿元)	91.62	122.53	104.25	150.45
全部债务(亿元)	178.79	273.19	301.32	360.82
营业总收入(亿元)	329.47	365.71	351.40	98.68
利润总额(亿元)	13.52	11.21	10.13	2.51
EBITDA(亿元)	26.07	28.95	29.63	--
经营性净现金流(亿元)	2.60	3.67	0.30	-3.38
营业利润率(%)	19.23	18.03	18.02	17.36
净资产收益率(%)	9.90	6.48	4.85	--
资产负债率(%)	75.92	81.68	80.98	81.57
全部债务资本化比率(%)	65.01	73.76	71.48	74.81
流动比率(%)	147.59	143.93	128.23	143.34
全部债务/EBITDA(倍)	6.86	9.43	10.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.19	0.90	0.81	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.90	3.22	3.29	--

注: 1. 2015 年一季度财务数据未经审计; 2. 指标计算时已将一年内到期的应付债券计入短期债务, 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。

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。近年来, 公司资产总额快速增长, 营业收入保持较大规模。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商业零售品牌知名度、区域市场占有率、外部支持等方面的综合优势。同时, 联合资信也注意到公司零售业务受政策和行业因素影响有所下滑、生物制药业务亏损、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协同发展, 公司收入和利润规模有望获得增长, 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日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量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

关注

1. 零售行业竞争日趋激烈,限制“三公消费”等政策和电商兴起对公司零售业务带来冲击。
2. 受合并范围变化影响,公司生物制药收入利润规模下降,同期各项费用大幅增长,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 年度第二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2015年3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2015年3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2014年底，公司合并资产总额632.26亿元，所有者权益合计120.24亿元（含少数股东权益47.30亿元）；2014年公司实现营业总收入351.40亿元，利润总额10.13亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额658.93亿元，所有者权益合计121.47亿元（含少数股东权益47.73亿元）；2015年1~3月，公司实现营业总收入98.68亿元，利润总额2.51亿元。

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

公司于2015年注册中期票据额度19亿元，并已于2015年6月23日发行第一期中期票据“15鲁商MTN001”10亿元，计划发行第二期中期票据9亿元，（以下简称“本期中期票据”），募集资金中6亿元用于偿还银行贷款，3亿元用于补充营运资金。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。

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上公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为5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。

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。强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果公司向普通股股东分红（包括上交国有资本收益）、减少注册资本或公司下属上市公司向普通股股东分红，公司不得递延当期利息以及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 2012～2014 年分别向普通股股东分红 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 年以来连续多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，2012～2014 年上交金额分别为 2193.83 万元、1419.11 万元和 761.16 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 6.87%、5.84%和 2.02%）。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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%

左右,居民消费价格涨幅3%左右,城镇新增就业1000万人以上,城镇登记失业率4.5%以内,进出口增长6%左右。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. 行业现状

零售业在国民经济体系中占有相当重要的地位。根据《2014年国民经济和社会发展统计公报》,2014年社会消费品零售总额262394亿元,比上年增长12.0%,扣除价格因素,实际增长10.9%。按经营地统计,城镇消费品零售额226368亿元,增长11.8%;乡村消费品零售额36027亿元,增长12.9%。按消费类型统计,商品零售额234534亿元,增长12.2%;餐饮收入额27860亿元,增长9.7%。在限额以上企业商品零售额中,粮油、食品、饮料、烟酒类零售额比上年增长11.1%,服装、鞋帽、针纺织品类增长10.9%,化妆品类增长10.0%,金银珠宝类与上年持平,日用品类增长11.6%,家用电器和音像器材类增长9.1%,中西药品类增长15.0%,文化办公用品类增长11.6%,家具类增长13.9%,通讯器材类增长32.7%,石油及制品类增长6.6%,建筑及装潢材料类增长13.9%,汽车类增长7.7%。

根据中华全国商业信息中心的统计,2014年1~12月份,全国50家重点大型零售企业商品零售额累计同比下降0.7%,与上年全年的增速差距为10.2个百分点,全年12个月中有7个月的零售额同比呈现负增长,全年累计零售额同比下降的企业家数为38家,较上年增加了23家。1-12月份,全国50家重点大型零售企业主要商品中,食品、服装、化妆品和日用品类商品的零售额同比分别增长1.5%、0.9%、2.1%和3.6%,

相比2013年分别低了10.3、3.2、7.1和3.9个百分点,延续了增速放缓的趋势;金银珠宝类商品受上年增速较高以及其他因素的影响,零售额同比下降9.5%,与上年增速相差36.8个百分点;家用电器类商品销售受房地产市场低迷表现的影响,零售额同比仅增长0.4%,较上年增速大幅下滑13.6个百分点。

2010年以来,连锁百强销售增幅持续回落,2010~2014年销售增长分别为21%、12%、10.8%、9.9%和5.1%;2014年成为百强统计以来销售增幅最低的一年。2014年,百强企业门店数增长4.2%,其中23家企业关店数超过新开店数,7家企业店铺数与上年持平。2014年,百强企业正式用工人数比上一年下降0.3%,减少用工的企业数已超过增加用工的企业数。

2014年,47家以百货为主营业态的企业销售增长2.7%,在各业态中增速最低。以经营超市为主的快消品百强企业销售增长6.5%,门店增长5.0%,分别高于百强平均增幅1.4和0.8个百分点。便利店销售增幅较快,全国排名前55家的便利店门店数增长7.8%。从有可比数据的便利店企业来看,企业销售额增长17.7%,高于百强销售增长12.6个百分点,销售增幅在各业态中最高。百强企业中,外资企业销售额增长4.7%,门店增长13.9%(主要是快餐、便利店、专业店门店增长);内资企业销售额增长5.2%,门店增长2.9%。外资百货销售同比下降3.8%,门店数量同比下降1.0%。内资百货销售额增长3.0%,门店增长10.2%。快消品连锁百强企业中,外资企业销售增长为4.2%,门店增长为16.8%,内资企业销售增长为7.5%,门店增长为4.4%。

2014年,有30家百强企业的销售和23家企业的门店出现负增长。但同时,百强企业中还有31家企业的销售增幅和26家企业的门店增长达到两位数。企业通过调整发展策略,优化管理,加大创新力度,依然可以实现较好的经营业绩。经营效益方面,2014年百强企业平均毛利率为16.4%,略高于去年0.2个百分点。净

利率平均为2.08%，低于去年0.03个百分点。2014年，百强企业房租支出增长10.0%，人工成本增长9.2%，分别比2013年的11%和18%下降1.0和8.8个百分点。虽然增幅出现不同程度的下降，但房租和人工成本的上涨对企业的经营压力依然很大。

2014年，百强企业开展网络营销和多渠道建设的步伐进一步加快。在开展网络零售的75家百强企业中，超过半数的企业采用自建平台，而采用自建平台和入驻第三方平台相结合方式的企业与仅在第三方平台建店的企业数量基本相当。开展网络零售的百强企业线上销售增幅较大，同比增长近5倍，但占企业销售的比例依然很低。从有数据的百强企业来看，31.4%的企业网络销售不足1千万，31.4%的企业在1千到5千万之间，23.5%的企业在5千万到3个亿，三个亿以上的企业占13.7%。

移动端在2014年受到广泛的重视和应用，移动销售占网上销售的比例迅速上升。在提供数据的百强企业中，移动端销售占比达到30%以上的为17%，介于10-30%的占50%，低于10%的占33%。为落实多渠道战略，一些企业还开通了门店自提业务，并在门店提供免费WIFI服务。从样本门店数据看，有23%的门店提供自提服务，40%的门店提供免费WiFi。

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。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. 行业关注

内外资零售企业各具优势，行业竞争加剧

外资企业具有管理资源、人力资源、资金资源诸多方面优势，但业态相对单一，主要集中在大型超市业态，且地域过于集中。2014年，随着网络零售的快速发展，外资传统大型超市增长势头渐渐减弱，内资企业发展多渠道销，2014年主要外资连锁企业实现销售规模4265.96亿元，同比下降3.8%；门店总数13854个，同比下降1.00%；相比，内资百货销售额增长3.00%，门店增长10.20%。

随着国内零售企业巨头的不断崛起也迫使外资零售商不断调整竞争策略，形成愈发激烈的市场份额争夺。可以预见，零售类企业为寻求适合的盈利模式必将历经优胜劣汰，内部整合、加快扩张步伐、优势内资零售企业和外资零售企业的并购扩张和多渠道销售趋势将日益明显。

渠道分流，探索多渠道经营

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。据中国电子商务研究中心监测数据显示，2014年中国网购用户规模3.80亿人，较2013年增长21.80%。2014年，中国网络零售市场交易规模达28211亿元，同比增长49.70%；网络零售市场交易规模占社会消费品零售总额的10.60%，同比上升2.60个百分点。其中，天猫总成交额为7630亿元，京东全年交易总额为2602亿元，苏宁线上平台实体商品交易总规模达为257.91亿元，唯品会净营收约为233.6亿元(折算成人民币)，国美在线交易额约在180-200亿之间，当当交易额为142.43亿元、聚美优品净交易总额约为66.34亿元(折算成人民币)。电子商务凭借低廉的价格，快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对消费的促进力度越来越强。

面对电商发展带来的压力，传统企业纷纷发力电商，利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势，开展线上与线下相结合（O2O）的多渠道经营探索。近年移动应用技术逐渐登上零售行业舞台并实现飞速发展。2014年底中国移动电子商务市场交易规模达到12.3万亿元，同比大幅增长21.30%。部分百强企业逐渐利用移动应用技术开发移动购物平台，提高顾客消费体验。

农村市场发展空间大，国内企业在农村市场竞争优势明显

据国家统计局数据显示，2014年农村人均纯收入9892元，比上年名义增长11.2%，扣除价格因素实际增长9.2%。在国内经济增速放缓背景下，农村市场消费需求依然保持稳定较快增长。2000年以来，为响应国务院号召，中国城镇化建设不断推进，2014年城市化率已提升至54.77%，但增速逐年放缓。

目前国内零售企业在农村市场开拓方面已经获得了一定的发展，占有一定的优势。外资零售企业则主要瞄准大中城市，并集中在连锁超市、大卖场、专卖店等主流业态，难以涉足中小城市和广大农村。加上政府对于有关项目以贴息、补助等形式予以扶持，以及国内零售企业的地缘优势，国内零售企业在农村市场竞争优势明显。

经营成本大幅上涨，门店扩张速度放缓

成本主要包括房租和人工成本两个方面，总体上升幅度较快，2014年，百强企业房租支出增长10.0%，人工成本增长9.2%，分别比2013年下降1.0和8.8个百分点，但明显高于销售增速。2014年，百强企业正式用工人数比上一年下降0.3%，减少用工的企业数已超过增加用工的企业数。十八大提出的“收入倍增计划”，以及国家《促进就业规划（2011~2015）》称，“十二五期间，最低工资标准将年均增长达13%以上”，为人工成本增长设定了下限。2014年，中国有19个省区市提高了最低工资标准，平均提高幅度为14%。在房租成本方面，2002~2005

年期间（零售全面开放初期）是企业开店最快的时期，有一部分门店的租期是10年，近期集中续租，租金将会成倍增长。迫于经营成本高企，2014年百强企业中，有23家企业门店总数有所减少，负增长企业数同比增加2家。

经营模式的转变促进行业升级不可逆转

市场竞争加剧的直接结果，是行业整合以及零售市场竞争模式的逐步升级。各连锁企业已经逐步脱离单纯依靠打价格战争取消消费者的竞争模式，竞争的焦点更多的转向售后服务、物流配送、电子商务及购物环境等配套服务，连锁超市被赋予了更多的文化和服务内涵，通过调整各自的经营模式实现差异化竞争，未来经营模式的竞争将成为市场竞争的核心内容，零售行业整体将得到升级。

政府抑制“三公消费”，高端消费比例下降

受“八项规定”、“六项禁令”等政策影响，与之相关的预付卡消费、高端消费（如烟、酒等）及奢侈品消费比例均出现下降，对于超市及定位高端的百货企业造成较大冲击，传统销售旺季“春节”、“黄金周”期间的销售热度也相应下降。2013年“黄金周”及2014年春节期间消费增速持续下降，2014年全国50家重点大型零售企业商品零售额累计同比下降0.7%，与上年全年的增速差距为10.2个百分点，全年12个月中有7个月的零售额同比呈现负增长，全年累计零售额同比下降的企业家数为38家，较上年增加了23家。2015年一季度全国50家重点大型零售企业主要商品销售增速相比上年同期有增有减，其中3月销售增长表现多数不及1-2月和上年同期水平。

3. 行业政策

政府出台零售业相关政策法规涉及到并购、促销、工商关系、食品安全、农村商业、特许经营、分等定级等内容，从规划、规章、规定等多个层面，坚持规范与促进并举，成为零售业和连锁经营健康快速发展的外部助推力。早年间，国家通过发布《外商投资商业领

域管理办法》、《支持流通业发展开发性金融合作协议》(以下简称“《协议》”)、《关于促进流通业发展的若干意见》、批准成立消费金融公司、试点省市实行家电以旧换新政策等措施促进零售行业快速发展。

2011年,国家首次出台国内贸易“十二五”发展规划,提出六项重点任务:一是要突出扩大消费的重要战略地位,努力扩大国内消费需求;二是要着力加强流通基础设施,重点加强农村和农产品流通基础设施建设;三是加强现代流通体系建设,完善分销体系,推动内贸领域改革与创新,全面提高国内贸易的服务水平;四是优化国内贸易布局,加强商业网点规划管理,满足多样化的生产生活服务需要;五是切实做好市场主体培育工作,积极扶持发展大型内贸企业,支持中小内贸企业创新发展;六是规范市场经济秩序,推进全国统一市场建设,创造公平竞争、安全规范的市场环境。总体目标截至十二五末期,实现社会零售总额较2010年底翻一番。

2012年1月,为贯彻国民经济和社会发展规划“十二五”规划和《国内贸易发展规划(2011-2015年)》,进一步促进零售业发展,商务部下发《关于“十二五”时期促进零售业发展的指导意见》,提出大力发展社区、农村连锁零售网点;支持中小企业发展直营连锁经营;加快完善促进中小零售企业发展的政策措施,破除投资障碍,降低经营负担,缓解融资困难。

2012年3月,国家邮政局和商务部近日联合发布《关于促进快递服务与网络零售协同发展的指导意见》,提出通过七项政策措施,统筹快递市场与网络零售市场长远发展要求,优化发展环境,健全产业联动政策,消除协同发展障碍,推动快递服务转型升级,促进网络零售健康发展。随着电商企业在零售行业的快速发展,指导意见的出台对于规范快递服务与网络零售、构建可持续发展的电商竞争格局具有促进与指导意义。

2015年初商务部起草了《无店铺零售业经

营管理办法(试行)(征求意见稿)》,向社会征求意见。意见稿表示,国家鼓励成立无店铺零售行业组织,与相关行业协会共同发挥行业自律、引导、服务作用。支持有形店铺与无形店铺融合与创新,向小城镇和农村市场延伸业务。支持无店铺零售业加强品牌建设。

4. 行业发展

受国内经济增速放缓、消费需求低迷、行业景气度下降及运营成本高企等综合因素影响,且外商活跃带来行业竞争加剧,网络零售快速发展带来渠道分流,传统零售业盈利能力有所弱化;近年政府抑制“三公消费”,高端消费比例下降,受此影响高端商品销售走低。2013年连锁企业经受了多方面的压力和挑战,不断探索多渠道经营以巩固市场份额,加强线上线下融合。

目前中国零售行业经济增加值占GDP的比重相比发达国家仍处于较低水平,大型零售企业的资产、收入、利润水平不到国外零售巨头平均水平的3%,零售行业对中国经济增长的贡献较为有限。长期来看,随着未来国内经济的持续发展、居民可支配收入的提高、城市化进程的推进和国际化经济的不断融合,传统零售和网络零售作为整体将会呈现良好的发展态势。在此过程中,随着市场壁垒的降低,行业竞争将日益激烈,通过自身优势实现差异化竞争是零售企业占领市场的关键。

5. 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。

据山东省统计局公布的《2014年山东省国民经济和社会发展统计公报》,2014年山东省经济保持平稳发展态势,全省实现生产总值(GDP)59426.6亿元,按可比价格计算,比上年增长8.7%。其中,第一产业增加值4798.4亿元,增长3.8%;第二产业增加值28788.1亿元,增长9.2%;第三产业增加值25840.1亿元,增长8.9%。

产业结构调整优化，三次产业比例由上年的8.3:49.7:42.0调整为8.1:48.4:43.5。人均生产总值60879元,增长8.1%，按年均汇率折算为9911美元。

居民人均收入稳步增长，消费能力进一步增强。2014 年全省居民人均可支配收入 20864 元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素实际增长 7.8%。城镇居民人均可支配收入 29222 元，增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%。城镇居民人均消费支出 18323 元，增长 10.1%。农村居民人均可支配收入 11882 元，增长 11.2%，扣除价格因素实际增长 9.6%。农村居民人均消费支出 7962 元，增长 15.8%。

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。2014年社会消费品零售总额24492.0亿元，比上年增长12.6%。其中，餐饮收入2499.3亿元，增长11.4%；商品零售21992.8亿元，增长12.8%。城镇消费品零售额19562.5亿元，增长12.1%；乡村消费品零售额4929.5亿元，增长14.9%。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2184.5亿元，比上年增长13.1%；服装、鞋帽、针纺织品类零售额1183.3亿元，增长12.5%；日用品类零售额432.7亿元，增长15.2%；建筑及装潢材料类零售额374.2亿元，增长11.5%；家用电器和音像器材类零售额909.9亿元，增长17.0%；通讯器材类零售额157.5亿元，增长9.2%；汽车类零售额2871.2亿元，增长10.8%。

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。

总体看，作为东部沿海地区的经济大省，山东省经济规模较大且发展形势良好，为公司经营提供了有利的外部环境；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规模化和国内企业网点拓展造成的较大竞争压力。

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2015年3月底，公司拥有132家百货及百货超市复合门店、190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440.73万平方米。在“2014年中国连锁百强”排名中，公司以639.23亿元的销售规模（含税）位居百强的第6位，较2012年上升1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，公司直接持股24.49%，公司及其一致行动人合计持股35.98%）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45%。福瑞达医药下属的山东福瑞达生物化工有限公司为全球最大的玻璃酸钠研发及生产基地，产品不仅在国内市场占据主导地位，远销欧美、日本、韩国等国际市场。目前福瑞达医药拥有13家下属企业和2家省级科研院所、3个省级实验室。

公司房地产业务经营主体为A股上市公司鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”，公司直接持股52.62%）。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2014年底，鲁商置业资产总额308.18亿元，所有者权益20.24亿元；2014年实现营业收入56.82亿元，利润总额3.70亿元。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员7名，其中总经理1名，副总经理5名，总会计师1名。

公司董事长王仁泉先生，1959年生人，毕业于南开大学，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、党委副书记，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，1963年生人，毕业于中国海洋大学，博士学历，曾任山东生化药品公司总经理，公司总工程师、副总经理、党委副书记，现任公司董事、总经理、党委副书记，福瑞达医药董事长、总经理，山东药学院院长，山东省生物药物研究院院长，山东博士伦福瑞达制药有限公司总经理、董事长。

截至2015年3月底，公司共有职工43028人。从学历构成来看，本科及以上学历的占17.06%，大专学历的占47.81%，高中及以下学历占35.12%。从年龄结构看，30岁以下的占60.21%；30~50岁的占36.12%；50岁及以上的占3.68%。从专业素质看来，具有初级职称的占65.33%，中级职称的占30.08%，高级职称的占4.59%。

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，整体专业素质较高，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。2012~2014年，公司获得各项政府补助分别为4253.61万元、7421.96万元和6334.74万元。

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（由单独账户核算，不入公司报表）。

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，并行使股东会的一部分职权。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。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。

目前，公司有 1 名董事、监事会主席和 2 名副总经理任期期限已到期，但山东省国资委暂未重新出具任命文件，仍然依照法律、行政法规和公司章程的规定履行相应职务。

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。2012~2014年，公司营业收入波动增长，年均增长3.27%，2014年公司实现营业总收入351.40亿元。

从收入构成来看，2012~2014年，受益于经营网点的增加和现有网点的培育，零售业收入保持较大规模，对公司营业收入贡献率始终

保持在80%左右；2014年由于政府限制“三公消费”以及电商冲击，公司零售业收入水平同比有所下降，占营业总收入的比重为79.85%，仍为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，2013年收入同比大幅下降50.00%，2014年生物制药业务对营业总收入贡献率为1.68%；随着开发投资和在建项目竣工交房进度的加快，房地产业务收入快速增长，2014年对营业收入的贡献率增至16.17%。公司其他收入主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务收入，2014年实现8.09亿元，收入占比仅为2.30%。

从业务毛利率来看，2012~2014年，公司整体毛利率呈现小幅下降趋势，主要为生物制药和房地产业务毛利率下降所致，2014年公司整体业务毛利率为20.40%。分板块来看，零售业为公司毛利润的主要来源，近三年毛利率不断上升，2014年为18.45%。生物医药方面，由于2013年合并范围发生变化，导致毛利率较高的医药工业收入占比下降，医药商业毛利率较低，导致当年生物制药业务毛利率明显下降，2014年回升至58.21%。房地产业务方面，近年市场增速放缓、库存攀升，2014年山东省17地市房价多为下降趋势，济南等少数地市基本稳定，受此影响公司房地产业务毛利率逐年下降，2014年将至22.35%。

2015年1~3月，公司实现营业总收入98.68亿元，同比下降5.90%，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；零售业毛利率由于季节性因素暂时偏低，公司整体毛利率为19.06%，下降0.82个百分点。

表1 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（%）			
	2012年	2013年	2014年	15年1~3月	2012年	2013年	2014年	15年1~3月
零售业	273.70	302.54	280.58	86.04	17.90	18.21	18.45	17.10
生物制药业	10.46	5.23	5.91	1.45	66.73	56.21	58.21	58.62
房地产业	36.74	52.93	56.82	7.80	29.94	28.21	22.35	26.41
其他	8.58	5.01	8.09	3.39	37.92	44.51	46.60	35.10
合计	329.47	365.71	351.40	98.68	21.31	20.56	20.40	19.06

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，近三年受限制“三公消费”以及电商冲击影响，销售收入有所波动，但保持了整体规模，且毛利率不断上升。2014年公司零售业实现收入280.58亿元，毛利率18.45%。

2012~2014年，公司平均每年新开店20家，

新增店面主要为百货及百货超市复合店和便利店，经营面积年均增长6.07%。截至2015年3月底，公司拥有132家百货及百货超市复合店、190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440.73万平方米。

表2 2012~2015年3月公司零售业店面经营情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2012年底		2013年底		2014年底		2015年3月底	
	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积	店面数	经营面积
百货及百货超市复合店	104	260.38	120	290.66	129	308.14	132	314.11
便利店	178	6.80	185	6.98	189	7.14	190	7.19
家居店	9	73.70	9	73.70	9	73.70	9	73.70
家电店	34	6.30	36	6.50	36	6.50	36	6.50
购物中心	3	36.10	3	36.10	3	36.10	3	36.10
汽车	10	3.13	10	3.13	10	3.13	10	3.13
合 计	338	386.41	363	417.07	376	434.71	380	440.73

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，截至2015年3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13家省外百货超市复合店。

表3 2015年3月底公司零售业网点区域分布情况

（单位：家）

店面类型	山东	河北	河南	江苏	合计
百货及百货超市复合店	119	4	8	1	132
便利店	190	0	0	0	190
家居店	9	0	0	0	9
家电店	36	0	0	0	36
购物中心	3	0	0	0	3
汽车4S店	10	0	0	0	10

资料来源：公司提供

表4 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	
					2014年	2015年1~3月
山东银座商城	4.2	1996	自有	百货	303566.00	82883.57
济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	82769.31	23362.97
济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	39974.52	9554.00
东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	67150.81	17835.13
泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	61004.98	16036.42
淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	80409.49	22363.68
济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	42336.14	12196.30
滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	37531.15	11769.30
滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	25594.39	7778.43
临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	61018.73	17190.10
日照银座商城	1.9	2006	租赁	百货+超市	37419.66	11736.75
淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	24492.09	7403.95
潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	49394.50	13597.41
菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	60788.28	17450.71
新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	17274.21	5053.34
泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	9557.77	2616.16
济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	39102.10	9664.70
邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	14061.21	3107.06
济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	23886.57	7620.40

莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	31148.29	9392.32
济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	19397.83	5202.45
石家庄东方购物广场	5.5	2009	自有	百货+超市	53354.29	13752.06
博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	17627.39	5397.52
长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	9405.33	2929.15
章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	22011.25	6270.94
济宁银座购物广场	2.3	2008	自有	百货+超市	25164.88	6043.29
莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	13462.04	4105.69
滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	28814.09	8144.07
银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	36139.65	10252.33
濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	41153.93	11928.18
洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	5427.38	1640.08
鹤壁银座商城	1.8	2010	自有	百货+超市	7594.47	2572.76
烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	24606.67	4809.63
信阳银座商城	3.01	2011	租赁	百货+超市	1741.76	14.45
济南和谐广场	10.25	2011	自有	百货+超市	62168.18	17133.20
临沂和谐广场	7.4	2012	自有	百货+超市	29839.66	7748.64
安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	5793.05	1685.79
威海银座商城	3.41	2012	自有	百货+超市	11638.45	3587.52
聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	14933.62	4240.65
保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	11258.90	2662.47
徐州银座商城	7.2	2013	自有	百货+超市	11905.93	2377.31
银座商城七里山店	1.3	2013	租赁	百货+超市	40997.54	11836.63
张家口银座商城	2.02	2014	租赁	百货+超市	3623.00	4204.40
泰安肥城店	1.01	2014	租赁	百货+超市	5801.13	1778.32
滨州华星店	1.21	2014	租赁	百货+超市	3077.63	1303.40
青岛和谐广场	7.8	2015	自有	百货+超市	--	3472.28
合 计	132.51	--	--	--	1615418.25	453705.91

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各占一半；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、经销、代销、租赁等方式，2014年四种模式占营业收入的比重分别约为62%、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。

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2015年3月底，公司拥有百货及百货超市复合店132家，经营面积合计达308.14万平方米。

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月新开业的青岛和谐广场，经营面积合计36.10万平方米。

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。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，近三年无新开店。

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，截至2015年3月底已在山东省内拥有190家门店，经营面积7.19万平方米，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5 2015年3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》。2014年山东一卡通实现销售166.30亿元，同比增长107.43%；截至2015年3月底山东一卡通签约商户2.72万家，刷卡POS机终端达到6.04万台。

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。2014年，银座网实现销售收入1.62亿元，同比下降9.71%；截至2015年3月底签约商户达到918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，2014年前五大供应商采购额占采购成本的5.27%，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，目前已拥有四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。四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、11.00万平方米和1.48万平方米，包括仓库和面包及熟食加工区等。公司对物流中心的系统、业务流程、制度体系等进行持续更新，配送准确率接近100%，订单处理满足程度达到95%以上。公司物流中心主要为超市业态提供仓储和配送服务，自主配送和供应商配送的商品分别占约38%和62%，其中自主配送的主要为生鲜等类商品。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：2012~2014年公司（合并范围）销售规模连续跻身中国连锁百强前十，分别位居第9、第7和第6位，名次不断攀升。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、拟建项目

截至2015年3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32.32亿元，截至2015年3月底已完成投资22.60亿元，预计2015年底前仍需投入9.72亿元。

表6 截至2015年3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	8.50	开发贷6亿元，其他自筹
济南经一路项目	3.23	2012.02-2015.04	7.56	7.36	开发贷4亿元，其他自筹
北京六里桥项目	4.50	2011.04-2015.10	12.76	6.74	自有资金，银行贷款
合 计	--	--	32.32	22.60	--

资料来源：公司提供；

注：济南经一路项目已于2015年4月完工，超市部分预计2015年7月开业。

为配合发展规划的实施，公司以统计口径为基础，制定了未来三年零售业务的投入规划。从项目类别来看，主要是零售业展店和自建商场、物流配送、汽车MALL项目，规划建设总投资为30.49亿元。除了固定资产的资本性投入，拟建项目未来运营还需要经销、

代销等方式的铺货营运资金的投入和联营、租赁等模式下以供应商为主体的铺货资金的投入。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2015年3月底公司零售业主要拟建项目（单位：万平方米、亿元）

主业类型	项目名称	规划总投资	投资进度安排	未来三年投资计划			资金筹措方式	项目目前进度
				2015.4-2015.12	2016	2017		
零售业展店自建商场项目	枣庄薛城项目	3.50	2015年-2017年	1.00	1.10	0.70	自筹	办理审批手续中
	淄博银座中心店二期	3.39	2015年-2016年	1.60	1.40	-	自筹30%，银行融资70%	办理审批手续中
	东营银座中心店扩建	3.50	2015年-2016年	1.60	1.90	-	自筹40%，银行融资60%	待拆迁
	新泰百货大楼项目	1.40	2015年-2016年	1.40	-	-	自筹	正在购置谈判中
	菏泽新天地项目	7.50	2015年-2016年	4.80	2.70	-	自筹40%，银行融资60%	正在购置谈判中
物流配送项目	潍坊配送中心项目二期	4.20	2015年-2017年	1.80	2.00	0.40	自筹60%，银	办理审批手续中

汽车 MALL 项目	汽车 AOTO MALL 项目（一期）	7.00	2014 年-2016 年	2.80	3.30	-	行融资 40% 自筹 60%，银行贷款 40%	已缴纳部分土地款，审批手续中
合计		30.49	--	15.00	12.40	1.10	--	--

资料来源：公司提供；

注：汽车 AOTO MALL 项目（一期）于 2014 年取得项目用地，但目前尚未动工。

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、2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	80 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	108 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，各药店
四季感冒胶囊	80 万盒	66 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	80 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	14 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	--	265 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	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。

前些年，公司生物制药板块在眼科产品及骨科新产品大力推广的基础上呈现快速发展趋势，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，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”。2014年，公司生物制药板块实现收入5.91亿元，同比增长13.00%。

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，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2013年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，2014年小幅回升至58.21%。2013年以来，由于人工成本和生产管理成本等支出增加，以广告等销售费用为主的期间费用大幅增长，2013及2014年福瑞达医药发生亏损，分别实现净利润-9640.73万元和-299.17万元。

表 9 公司生物制药业务收入主要构成（单位：万元）

类别	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
1. 医药工业	71261	13864	16139	4234
润洁	23768	--	--	--
润舒	18322	--	--	--
施沛特	7581	--	--	--
颈痛片	3458	3726	4726	1312

颈痛颗粒	2846	3102	3833	911
玻璃酸钠	3435	2090	2118	485
四季感冒胶囊	1168	1198	1234	395
小儿解感颗粒	1025	1089	1192	314
阿昔洛韦片	981	1002	1086	278
雪莲归芪口服液	798	818	962	302
通宣理肺胶囊	825	839	988	237
2. 医药商业	33376	38436	42980	10282
施沛特	--	33658	42980	10282

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。2012~2014年，由于中药材料市场价普遍上涨（见表10），导致公司制药成本有所上升。

表10 2012~2014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		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
三七	624	630	629	2400	2500	2600
羌活	69.5	71.8	75	1100	1200	1250
川芎	20	22	22.8	2500	2800	3000
连翘	46	50	49.5	3800	3900	4000
白芍	21	24	25	2600	2800	3050
桔梗	35	39	37.6	2200	2300	2350
甘草	22	23.5	25	3900	4000	4050
柴胡	76	79.5	79.5	4500	4800	4900

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、小儿解感颗粒和雪莲归芪口服液，2014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%左右，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，2014年销量为265万盒。

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。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，2014年前五大销售额占福瑞达医药营业收入的26.18%，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，销货额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，2012~2014年，生物制药板块的研发费用分别为1.20亿元、1.00亿元和1.13亿元，约占当期生物制药板块收入的11.47%、19.12%和

19.12%。

公司拥有山东省药学科学院和医药工业设计院 2 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，进一步提升了公司科研实力。

截至2015年3月底，公司开展的各类在研课题项目134项，已完成122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。公司下属的药学科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。2012~2014年，福瑞达医药分别实现技术转让收益2355万元、3176万元和2718万元。

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。项目第一阶段为6家医药子公司搬迁，计划投资2.10亿元，已于2013年10月开工。截至2015年3月底已完成投资1.80亿元，园区建设已完成85%，预计2015年10月完工。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科学院为主体，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，公司在医药领域具备技术优势，所售部分商品市场占有率较高。2013年博士伦公司出表后，生物制药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、销售费用高的特性，另一方面医药改革深入加剧了行业竞争，公司生物制药板块利润空间具有不确定性。

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。2012~2014 年公司房地产

开工面积有所下降、竣工面积波动增长，2014年分别为160.00万平方米和137.98万平方米。同时，签约销售收入和面积同步波动，2014年分别为111.47亿元和123.87万平方米；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，2014年分别为56.82亿元和60.61万平方米。2015年1~3月，受季节等因素影响公司房地产开发动工规模暂时偏小，且由于每年年底会按照协议大量交房，前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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
开工面积	148.00	126.04	160.00	16.00
竣工面积	119.00	103.08	137.98	53.00
签约销售面积	109.00	96.94	123.87	12.49
签约销售收入	105.00	91.00	111.47	9.24

表 12 截至 2015 年 3 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	22.17	6.83	2008.07-2016.12	1#楼竣工, 销售 100% (五证齐全); 2#6#3#竣工已交付; 4#5#正在施工, 其中 4#主体封顶 (五证齐全) 已售 28%, 5#主体封顶 (四证齐全)。
东营银座城市广场	商业	19.20	6.80	4.09	1.74	2004.11-2016.12	一、二期竣工, 销售 95% (五证齐全); 三期办公楼竣工, 销售 90%, 电影院竣工, 销售 100%, 公寓在建, 预售 90% (五证齐全)。
青岛鲁商中心燕儿岛	住宅 + 商业	74.50	75.00	55.60	19.40	2010.04-2016.06	一期 A 区全部竣工交房, 销售 100% (五证齐全); 一期 B 区全部竣工交房, 销售 100% (五证齐全); 二期待建
临沂鲁商中心	办公 + 商业	65.00	32.00	9.50	19.00	2013.06-2019.12	一期项目五证已全部取得; 二期项目 B01、B02 公寓五证已全部取得
合 计	--	200.10	142.80	91.36	46.97	--	--

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

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
确认销售面积	37.00	47.64	60.61	4.33
确认销售收入	36.74	52.93	56.82	7.94

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、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 2015 年 3 月底已完成投资 91.36 亿元, 至 2017 年底前计划投资 46.97 亿元。

城、菏泽鲁商凤凰城和午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 410.90 亿元, 截至 2015 年 3 月底已完成投资 237.07 亿元, 至 2017 年底前计划投入 113.57 亿元。

表13 截至2015年3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	45.00	37.32	7.68	2007.03-2017	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 87%；65-74 正在进行主体施工，销售 80%。
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	28.40	--	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 98%；别墅销售率 100%；三期已竣工交房，高层预售 100%；别墅销售率 100%（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	19.35	2.49	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 92%（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	90.00	43.00	2011-2019	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	24.46	14.00	10.40	2011.12-2017.6	一期 6 栋高层竣工交房。销售 51%（五证齐全）；二期 4 栋高层已经封顶（五证齐全）；商业南区封顶，酒店封顶，进行幕墙施工。
午山社区旧村改造项目	住宅	97.00	95.00	31.77	50.00	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 80%；a13-1（五证齐全）主体精装修
合 计	--	644.69	410.90	237.07	113.57	--	--

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，均在尾房销售中；目前在建项目为济南鲁商御龙湾和泰安鲁商国际社区·红郡项目，规划建筑面积21.97万平方米、计划投资总额18.79亿元；截至2015年3月底已完成投资14.71亿元，仍需投资4.08亿元。

表14 截至2015年3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	12.05	2.48	2009.2-2016	一、二期已交房（五证齐全）；三期销售 85%，已交房；四期销售 51%，正在进行主体施工。
泰安鲁商国际社区·红郡	别墅	5.79	4.26	2.66	1.60	2014.6-2016.6	一组团一标段别墅完成 36 栋，二标段 18 栋，三标段 14 栋；二组团土方施工。
合 计	--	21.97	18.79	14.71	4.08	--	--

资料来源：公司提供

未来，公司地产业重点面向具有一定品牌影响力的区域市场，开发刚性需求和商业、养老综合体项目，进一步优化产品结构。在项目拓展方式上，尝试参股、合作等方式减少自有资金占压。养老地产业务全面进入实施阶段，整合集团相关资源，“医养护”结合打造“鲁

商·福瑞达”健康品牌，既可以在普通地产项目中植入养老养生概念或医疗康复功能，增加房地产溢价能力，同时可将集团闲置物业资源改造为日间护理中心或社区养老机构，提高资产使用效率。

截至 2015 年 3 月底，公司拥有土地储备

254.78 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,开发投资规模较大。

表 15 截至 2015 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	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	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	5.10	--	20.89	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	6.4	已交齐
重庆云山雅筑项目	别墅	3.84	--	3.84	出让	2015.02	0.8	已交齐
合 计	--	254.78	57.21	528.81	--	--	165.52	--

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年房地产业务板块仍将保持较快发展。至2017年底,三大系列产品仍需投资164.62亿元,同时考虑公司土地储备出让金支付和后期开发投资、零售业在建和拟建工程预计投资38.22亿元,未来三年内公司整体投资规模大,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房地产相关调控政策,各省市也在不断调整具体房地产相关规定,公司房地产销售受到一定影响;但考虑到公司房地产项目中,综合类地产开发较多,且“银座”品牌在山东市场有很好的品牌优势,公司房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鲁菜的研发和制作方面享有盛誉。2014年度教育实现营业收入 6.62 亿元,实现净利润 1.64 亿元。

公司高度重视院校的发展,先后投资 4 亿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,其中一期 350 亩已完工,目前已全部搬迁完毕;二期 50 亩土地征地款已支付,尚未开工。

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，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。2014年山东商报社营业收入1.21亿元，净利润0.12亿元。

2014年度公司传媒业实现营业收入1.67亿元，净利润-713万元；2015年1-3月实现营业收入0.60亿元，净利润-0.18亿元。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，2012~2014年，公司销售债权周转次数随应收账款的快速增长而持续下降，分别为152.63次、115.62次和58.95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，2014年为1.03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，2014年为0.60次。

总体看，公司经营效率正常。

八、重大事项

银座股份增发并募集配套资金

2015年4月29日，银座股份发布公告，董事会通过《关于发行股份购买资产并募集配套资金方案的议案》。根据银座股份同日披露的《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，银座股份拟向其法人股东银座商城、山东世贸中心及关联方鲁商集团发行股份购买其持有的零售业务相关股权和资产，同时发行股份募集配套资金。

银座股份拟发行股份购买零售业务相关股权和资产包括：向其法人股东山东银座商城股份有限公司（公司控股子公司，持股比例37.74%，以下简称“银座商城”）发行股份购买其持有的银座商城总部零售业务资产；向银座商城、山东世贸中心以及公司发行股份购买其所持有的银座商城19家子公司股权；向山东世贸中心购买位于济南市泺源大街66号房屋及坐落土地的使用权和全部物业设备。上述股权和资产预估作价为42.02亿元，全部以发行股份形式支付。同时，银座股份拟向特定对象非公开发行股份募集配套资金，拟募集配套资金总额不超过15.70亿元，发行股份数不超过17983.96万股，预计不超过拟购买资产交易价格的38%。募集配套资金以发行股份购买资产为前提条件，但募集配套资金的成功与否并不影响本次发行股份购买资产的实施。

本次重组完成后，银座股份控股股东将由公司变更为公司控股子公司银座商城，银座股份由公司二级子公司变更为三级子公司。联合资信认为，银座股份增发购买的主要为公司合并范围内其他零售相关资产和业务，与银座股份主营业务相通，有利于规避同业竞争，并增强内部整合效应，提供公司零售业务的整体实力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的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年和2014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2015年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，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（福瑞达医药持股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年公司新纳入合并范围子公司2家（北京天创伟业投资管理有限公司、山东省药科学院），不再纳入合并范围子公司3家（山东省生物药物研究院、山东省医药工业研究所、山东省医疗器械研究所）。公司2015年一季度合并范围较2014年无变化。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2014年底，公司合并资产总额632.26亿元，所有者权益合计120.24亿元（含少数股东权益47.30亿元）；2014年公司实现营业总收入351.40亿元，利润总额10.13亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额658.93亿元，所有者权益合计121.47亿元（含少数股东权益47.73亿元）；2015年1~3月，公司实现营业总收入98.68亿元，利润总额2.51亿元。

2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额保持快速增长态势，年均复合增长25.78%。截至2014年底，公司资产总额632.26亿元。资产构成中流动资产占70.30%，非流动资产占29.70%。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

2012~2014年，公司流动资产年均复合增长率为23.74%。截至2014年底，公司流动资产合计444.47亿元。流动资产构成主要以存货（占67.26%）和货币资金（占21.24%）为主。

2012~2014年，公司货币资金年均复合增长29.55%。截至2014年底为94.42亿元，主要是银行存款（占88.40%）；使用受限制的货币资金5.23亿元（占5.54%），主要是保证金存款和受监管的拆迁补偿款等。

2012~2014年，公司应收账款年均增长157.72%，截至2014年底为7.63亿元，同比增长161.57%，主要系应收制药及传媒业下游客户的款项、政府回迁补偿款有所增加所致。按单项金额重大计提坏账准备的应收账款余额为2.98亿元；按账龄组合计提坏账准备的应收账款余额5.23亿元，其中1年以内的占87.80%，1~3年占5.49%，3年以上的占6.71%，整体账龄较短；2014年公司计提坏账准备0.43亿元，计提比例为8.19%，公司对3年以上的应收账款全部计提坏账准备，整体计提较为充分。前五大欠款单位欠款金额占应收账款余额的40.81%，集中度偏高；其中第一名2.98亿元，为青岛市南区政府应付公司的回迁房差价补偿款，按1年内账龄计提坏账准备。

2012~2014年，公司其他应收款年均增长60.09%，截至2014年底为19.02亿元，同比增长99.59%，主要系公司对托管单位增加资金支持，往来款增加所致。按单项金额重大计提坏账准备的其他应收款余额为4.77亿元；按账龄组合计提坏账准备的其他应收款余额17.54亿元，其中1年以内的占71.79%，1~3年占18.71%，3年以上的占9.50%，整体账龄较短；2014年公司计提坏账准备3.19亿元，计提比例为18.17%，公司对3年以上的其他应收款计提比例为75.99%，整体计提较为充分。前五大欠款单位欠款金额占应收账款余额的26.08%，集中度一般。

2012~2014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 20.00%，在流动资产中占比较高。截至 2014 年底，公司存货 298.96 亿元。存货构成主要为库存商品（占 6.47%）、开发成本（占 57.61%）和开发产品（占 34.48%），开发成本和开发产品主要是房地产项目开发所形成。2014 年底公司共计提了 5.69 万元的跌价准备。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 31.05%。截至 2014 年底，非流动资产 187.79 亿元，构成主要以固定资产（占 39.32%）、在建工程（占 11.76%）、无形资产（占 13.33%）和投资性房地产（占 14.40%）为主。

由于会计政策变更，公司将不具有控制、共同控制和重大影响的对其他企业投资调整至可供出售金融资产核算。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 2.03 亿元。

2012~2014 年，公司长期股权投资年均增长 6.32%。截至 2014 年底为 5.26 亿元，主要是对金平福源矿业有限公司、临沂尚城置业有限公司和山东博士伦福瑞达制药有限公司等的投资。2014 年底，公司对长期股权投资提取减值准备 6794.28 万元。

2012~2014 年，公司投资性房地产年均增长 48.05%，截至 2014 年底为 27.05 亿元，同比增长 124.44%，主要由于部分房产建成出租后转入投资性房地产所致。公司投资性房地产为房屋、建筑物（占 83.70%）和土地使用权（占 16.21%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 6.43 亿元；2014 年底，公司累计摊销 4.05 亿元。

2012~2014 年，公司固定资产年均复合增长 18.94%。截至 2014 年底为 73.84 亿元，主要是房屋建筑物（占 84.99%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 11.13 亿元；2014 年底，公司累计计提折旧 28.51 亿元。

2012~2014 年，公司在建工程分别为 5.15 亿元、17.86 亿元和 22.09 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；2014 年底同比增长主要是新增对北京六里桥项目的投资 5.74 亿元。

2012~2014 年，公司无形资产年均增长 16.86%。截至 2014 年底为 25.04 亿元，主要为土地使用权（占比 90.91%）。

2012~2014 年，公司商誉分别为 7.84 亿元、16.64 亿元和 17.45 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 2015 年 3 月底，公司资产总额 658.93 亿元，较 2014 年底增长 4.22%，资产构成变化不大。

总体看，近年来公司资产规模快速扩大，构成以流动资产为主；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. 负债及股东权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益年均复合增长 11.77%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 120.24 亿元（含少数股东权益 47.30 亿元）。归属于母公司所有者权益中，以实收资本（占 31.03%）、资本公积（占 15.08%）、未分配利润（占 20.64%）和其他权益工具（占 23.25%，为公司于 2014 年发行的两期永续中期票据）。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计为 121.47 亿元（含少数股东权益 47.73 亿元），较 2014 年底增长 4.22%，构成变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2012~2014 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 29.91%。截至 2014 年底，公司负债合计 512.02

亿元。负债构成中，流动负债合计占67.70%，非流动负债占32.30%，公司负债以流动负债为主。

2012~2014年，公司流动负债年均增长32.75%，截至2014年底为346.61亿元，以短期借款（占29.94%）、应付账款（占24.84%）、预收款项（占25.76%）为主。

2012~2014年，公司短期借款年均增长33.60%，主要是公司的流动资金需求随着经营规模增长而逐年扩大，公司为保证运营的正常运行而增加对外短期借款。截至2014年底，公司短期借款为103.79亿元。

2012~2014年，公司应付票据年均增长177.31%，截至2014年底为13.89亿元，同比增长474.83%，主要是子公司采用票据结算的工程款及材料款增加所致。

2012~2014年，公司应付账款年均增长29.35%，截至2014年底为86.09亿元，同比增长68.62%，主要系随着新开门店数的增长及工程项目的增加，商品采购量和工程款结算量加大所致。

2012~2014年，预收款项年均增长23.06%，主要原因是近年来公司进入预售的房地产项目较多，使得商品房预售款较保持较为快速的增长。截至2014年底，公司预收款项为89.29亿元。

2012~2014年，公司其他应付款快速增长，分别为9.73亿元、28.19亿元和33.80亿元，主要是一卡通预存卡金额不断增长所致。

2012~2014年，一年内到期的非流动负债快速增长，主要是公司2010至2012年办理的长期贷款陆续进入还款期所致，截至2014年底为19.00亿元。

2012~2014年，公司非流动负债年均增长24.50%，截至2014年底为165.40亿元，以长期借款（占35.76%）和应付债券（60.46%）为主。

近年公司为满足业务规模的外延式扩张所带来的日益增长的中长期资金需求，增加对

外长期借款。2012~2014年，公司长期借款和应付债券年均分别增长8.30%和41.42%，截至2014年底，分别为59.15亿元和100.00亿元，应付债券中60.00亿元为一年内到期的债券。

截至2014年底，公司长期应付款5.10亿元，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），该资金本金为6.20亿元，期限8年，第1-5年只偿还利息，第6年（2014年）起还本付息；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2015年3月底，公司负债总额537.46亿元，较2014年底增长4.97%，主要来自应付债券的增加；从负债构成来看，流动负债和非流动负债分别占比61.48%和38.52%。

2012~2014年，公司有息债务年均复合增长29.82%。截至2014年底，公司全部债务301.32亿元，其中长、短期债务占比分别为65.40%和34.60%。截至2015年3月底，公司全部债务为360.82亿元，较2014年底增长19.74%，主要系应付债券增加所致。2014年公司发行了两期永续中票“14鲁商MTN001”和“14鲁商MTN002”，本金合计17亿元，扣除各项费用后实际募集金额16.96亿元计入公司财务报表所有者权益科目。考虑到上述两期中期票据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，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑上述两期永续中票待偿还本金后，截至2014年底和2015年3月底，公司全部债务分别为318.32亿元和377.82亿元，其中长期债务占比分别为38.09%和44.32%。

从债务指标来看，近三年，公司资产负债率、全部债务资本化比率呈波动增长态势，

2014 年底分别为 80.98%、71.48%；同期，长期债务资本化比率波动下降，2014 年底为 46.44%。截至 2015 年 3 月底，三项指标均有所上升，分别为 81.57%、74.81%和 55.33%，均较 2014 年底有所上升。考虑两期永续中票后，2014 年底三项指标分别约为 83.66%、75.50%和 53.99%，2015 年 3 月分别约为 84.14%、78.33%和 61.56%。

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。

3. 盈利能力

2012~2014年，公司营业总收入基本保持稳定，年均增长3.27%，2014年为351.40亿元；同期，营业总成本（包含营业成本、利息支出、手续费及佣金支出）与营业总收入变动趋势保持一致，年均增长3.87%。经过多年的发展，公司各项主营业务的盈利模式均较为成熟，但受宏观经济放缓和各行业因素影响，近年公司营业利润率小幅下降，由2012年的19.23%下降至2014年的18.02%。

2012~2014年，公司期间费用占营业总收入的比重保持相对稳定。公司期间费用中，销售费用占比较大，主要是新开门店和促销活动的费用。2014年，公司期间费用54.87亿元，占营业总收入比重为15.61%；其中财务费用2.99亿元，同比下降32.46%，主要由于当年公司利用短期借款和直接融资工具替代长期借款，资金成本有所下降。

随着公司所投资参股企业利润的不断增长，投资净收益呈逐年增长趋势，近三年年均复合增长57.67%，2014年为1.06亿元。

2012~2014年，公司实现营业外收入分别为1.06亿元、1.03亿元和1.04亿元，主要由财政扶持资金等政府补助构成。2012~2014年，公司利润总额逐年下降，分别为13.52亿元、11.21亿元和10.13亿元。

2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 98.68 亿元，同比下降 5.89%；营业利润率为

17.36%。实现利润总额 2.51 亿元，同比下降 16.33%，主要由于营业外收入暂时较少。

从盈利指标来看，近三年公司总资本收益率和净资产收益率均逐年下滑，三年均值分别为 4.52%和 6.35%，2014 年分别为 3.55%和 4.85%。2014 年底剔除所有者权益中的永续中票后，公司净资产收益率升至 5.65%。

总体看，近年来公司收入规模基本稳定，零售业收入受消费政策和行业影响有所波动；房地产行业受宏观政策影响利润空间受到挤压，生物制药业因合并范围的变化和各项费用的增加影响发生亏损，上述多种因素导致公司整体盈利能力有所下滑，但目前整体盈利能力仍处于较好水平。

4. 现金流

经营活动现金流方面，2012~2014 年，公司经营活动现金流入量主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，年均复合增长率为 7.36%，2014 年为 455.12 亿元；2012~2014 年，经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，年均增长 7.68%，2014 年为 454.82 亿元。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额波动下降，分别为 2.60 亿元、3.67 亿元和 0.30 亿元。从收入实现质量看，2012~2014 年公司现金收入比分别为 119.37%、124.83%和 123.40%，收入实现质量好。

投资活动现金流方面，近年随着零售门店的拓展和生物制药产能的扩张，公司每年用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大，同时由于投资活动现金流入量规模相对较小，因此，近三年公司投资活动产生的现金流量净额均表现为净流出，分别为 -14.79 亿元、-39.21 亿元和 -10.89 亿元。

2012~2014 年公司筹资活动前现金流量净额分别为 -12.19 亿元、-35.55 亿元和 -10.59 亿元，经营活动产生的现金流量净额不能满足投资支出，公司存在对外融资需求。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动现金

流入主要来自取得借款和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要用于偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为6.84亿元、93.75亿元和-3.37亿元。

2015年1~3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-3.38亿元、-4.49亿元和0.83亿元；公司现金收入比为121.34%。

总体看，公司经营活动现金流入量规模较大，经营活动获现能力强，但公司业务扩张所需投入的资金量大，对外部融资依赖性较大。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. 偿债能力

2012~2014年，公司流动比率持续下降，2014年底为128.23%，速动比率波动下降，2014年底为41.98%。2015年3月底，两项指标分别上升至143.34%和44.07%。2012~2014年，公司经营现金流动负债比分别为1.32%、1.36%和0.09%，公司经营现金净流量对流动负债的保障能力较低。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，但流动资产中房产存货占比大，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2012~2014年，公司EBITDA分别为26.07亿元、28.95亿元和29.63亿元，EBITDA利息倍数分别为1.19倍、0.90倍和0.81倍。同期，全部债务/EBITDA分别为6.86倍、9.43倍和10.17倍；考虑永续中票后2014年全部债务/EBITDA约为10.74倍。总体看，公司长期偿债能力偏弱。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至2015年3月底，公司在各商业银行获得总授信额度为352.64亿元，其中尚未使用额度165.17亿元，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2015年3月底，公司对外担保额1.80亿元，全部为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。

6. 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7月17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。

7. 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，资产总额较快增长。未来随着各板块的协同发展，公司收入和利润水平有望获得提高。

综合来看，公司抗风险能力很强。

十、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9亿元，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9亿元有息债务，占2015年3月底全部债务的2.49%，对公司现有债务影响小。

截至2015年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为81.57%和74.81%，以公司2015年3月底报表财务数据

为基础，暂不考虑将本期中期票据计入权益及其他因素，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 81.81%和 75.27%，整体债务负担有所加重。考虑到上述中期票据募集资金中，部分用于偿还银行贷款，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

2012~2014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43.87倍、54.94倍和50.57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0.29倍、0.41倍和0.03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2.90倍、3.22倍和3.29倍，公司EBITDA对本期中期票据保障程度高。

考虑公司于2015年6月发行的10亿元中期票据“15鲁商MTN001”（期限不少于5年，公司赎回前长期存续），2014年公司经营活动产生的现金流入量和EBITDA分别为“15鲁商MTN001”和本期中期票据合计额度19亿元的23.95倍和1.56倍，对合计额度的保障能力较强。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。

十一、 结论

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

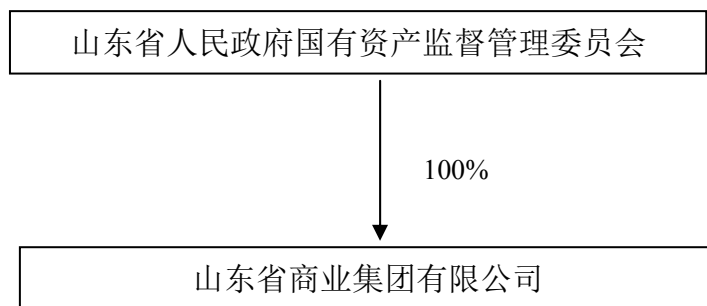
近年来，公司业务规模持续扩大，资产规模较快增长。零售业收入受消费政策和行业影

响有所波动；房地产行业受宏观政策影响利润空间受到挤压，生物制药业因合并范围的变化和各项费用的增加影响发生亏损，上述多种因素导致公司整体盈利能力有所下滑，但目前整体盈利能力仍处于较好水平。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，整体偿债能力一般。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协同发展，公司收入和利润水平有望获得提高。

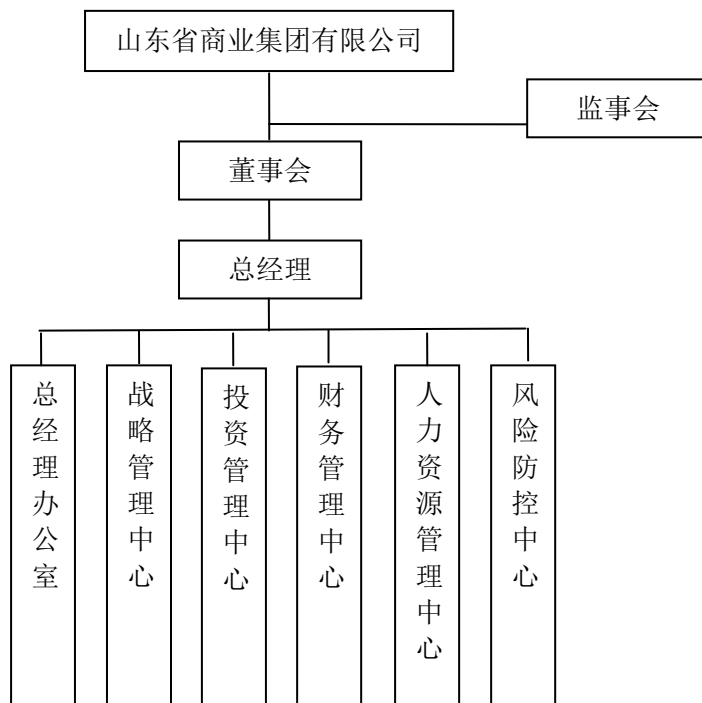
本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司经营活动现金流入规模大，经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	58.09	112.08	96.27	93.46
资产总额(亿元)	399.64	530.56	632.26	658.93
所有者权益(亿元)	96.25	97.19	120.24	121.47
短期债务(亿元)	87.17	150.66	197.08	210.37
长期债务(亿元)	91.62	122.53	104.25	150.45
全部债务(亿元)	178.79	273.19	301.32	360.82
营业总收入(亿元)	329.47	365.71	351.40	98.68
利润总额(亿元)	13.52	11.21	10.13	2.51
EBITDA(亿元)	26.07	28.95	29.63	--
经营性净现金流(亿元)	2.60	3.67	0.30	-3.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	152.63	115.62	58.95	--
存货周转次数(次)	1.35	1.29	1.03	--
总资产周转次数(次)	0.89	0.79	0.60	--
现金收入比(%)	119.37	124.83	123.40	121.34
营业利润率(%)	19.23	18.03	18.02	17.36
总资本收益率(%)	6.42	4.88	3.55	--
净资产收益率(%)	9.90	6.48	4.85	--
长期债务资本化比率(%)	48.77	55.77	46.44	55.33
全部债务资本化比率(%)	65.01	73.76	71.48	74.81
资产负债率(%)	75.92	81.68	80.98	81.57
流动比率(%)	147.59	143.93	128.23	143.34
速动比率(%)	42.04	53.44	41.98	44.07
经营现金流动负债比(%)	1.32	1.36	0.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.19	0.90	0.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.86	9.43	10.17	--
经营活动现金流入量偿债倍数	43.87	54.94	50.57	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.29	0.41	0.03	--
EBITDA/本期发债额度	2.90	3.22	3.29	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；

2. 指标计算时已将一年内到期的应付债券计入短期债务，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 年度第二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。

