跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1092 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东省商业集团有限公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“12鲁商MTN1”、“13鲁商MTN001”、“14鲁商MTN001”、“14鲁商MTN002”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月三十日

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)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

山东省商业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 鲁商 MTN1	15 亿元	2012/11/21-2017/11/21	AA^+	AA^+
13 鲁商 MTN001	8 亿元	2013/11/20-2018/11/20	AA^+	AA^+
14 鲁商 MTN001	10 亿元	2014/12/11-2017/12/11	AA^+	AA^+
14 鲁商 MTN002	7 亿元	2014/12/25-2019/12/25	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2015 年 6 月 30 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
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
所有者权益合计(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	--
经营现金流动负债比(%)	1.32	1.36	0.09	--

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。

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。跟踪期内，公司资产总额快速增长，营业收入保持较大规模。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注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。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“12 鲁商MTN1”、“13鲁商MTN001”、“14鲁商MTN001”、“14鲁商MTN002”的信用等级为AA^+。

优势

1．公司是山东省零售行业的龙头企业，零售网点不断增加、销售规模持续扩大，“银座”品牌知名度高，区域竞争优势得到保持。

2．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。

3．跟踪期内，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续期内中期票据保障能力强。

关注

1．各项成本和费用不断上升，公司生物制药

板块持续亏损。

2．跟踪期内，公司存货规模受房地产项目开发影响增长较快，在流动资产中占比较高。

3．跟踪期内，公司有息债务快速增加，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。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山东省商业集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 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

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铺数，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. 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. 公司规模

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，是以山东省药学科学院为技术

依托，集科、工、贸于一体的大型医药企业集团公司。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，公司开发项目土地总面积约586万平方米，房产总面积（含地下）约1378万平方米。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。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、管理制度、管理体制无重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务结构仍为商业零售、生物制药、房地产、传媒、教育等板块在内的多元化的业务格局，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，2014年公司实现营业总收入351.40亿元，同比下降3.91%。

从收入构成来看，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2014年对营业总收入贡献率为1.68%，同比变动不大；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，2014年公司整体毛利率为20.40%，同比下降0.16个百分点，主要为生物制药和房地产业毛利率下降所致。分板块来看，零售业为公司毛利润的主要来源，2014年毛利率为18.45%，同比上升0.24个百分点。生物制药方面，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继续下降，2014年降至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

2. 零售业

经营概况

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。

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

目前，公司零售业已覆盖山东省大部分地区，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。

在业态结构方面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。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%。

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，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。公司对物流中心的管理系统、业务流程、制度体系等进行持续更新，配送准确率接近100%，订单处理满足程度达到95%以上。公司物流中心主要为超市业态提供仓储和配送服务，自主配送和供应商配送的商品分别占约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。

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。

未来发展

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 4　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。

除在建工程外，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。

3.　生物制药

自2013年起，因公司对原子公司山东博士伦福瑞达制药有限公司无法实质控制，不再将其纳入合并范围起，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山东博士伦福瑞达制药有限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%。

表 5　公司生物制药业营业收入构成（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

公司历来重视新产品和新技术的开发工作， 2014年生物制药板块的研发费用为1.13亿元，约占当期生物制药板块收入的19.12%。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。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，2014 年房地产开工面积、竣工面积分别为 160.00 万平方米和 137.98 万平方米，签约销售收入和面积分别为 111.47 亿元和 123.87 万平方米，同比均有不同程度的增长；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，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 6　公司房地产业务经营情况

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
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

截至 2015 年 3 月底，三大系列产品在建、在售项目合计 13 个，规划建筑面积 866.76 万平方米，计划投资总额 572.49 亿元，已完成投资 343.14 亿元，至 2017 年底前仍需投资 164.62 亿元。此外公司拥有土地储备 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。

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。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.　经营效率

从经营效率指标来看，2014 年，公司销售债权周转次数随应收账款的增长而下降，存货周转次数受房地产业务开发项目增长较快影响有所下降，总资产周转次数随着资产规模的快速扩大而小幅下降，2014 年以上三项指标分别为 58.95 次、1.03 次和 0.60 次。

总体看，跟踪期内公司经营效率有所下降，但仍处于正常水平。

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、募集资金使用情况

公司在 2012～2014 年底间依次发行了“12 鲁商 MTN1”、“13 鲁商 MTN001”、“14 鲁商 MTN001”、“14 鲁商 MTN002”四期中期票据，目前以上债项募集资金均已按计划使用完毕，并均已按时足额支付利息。

十、财务分析

公司提供的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，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、山东省药学科学院），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。

1. 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加，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。

2. 现金流及保障

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。

3. 资本及债务结构

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。

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进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。

4. 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%，公司经营活动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。

5. 存续期内债券偿还能力分析

截至2014年3月底，公司存续期内中期票据分别为15亿元的“12鲁商MTN1”、8亿元的“13鲁商MTN001”、10亿元的“14鲁商MTN001”和7亿元的“14鲁商MTN002”，合计40亿元，到期时间为：2017年25亿元、2018年8亿元、2019年7亿元，年度最高偿付额为25亿元。

2014年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为存续期内中期票据合计额度的11.38倍、0.01倍和0.74倍，分别为年度最高偿付额的18.20倍、0.01倍和1.19倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对存续期内中期票据的保障能力强。

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5月27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

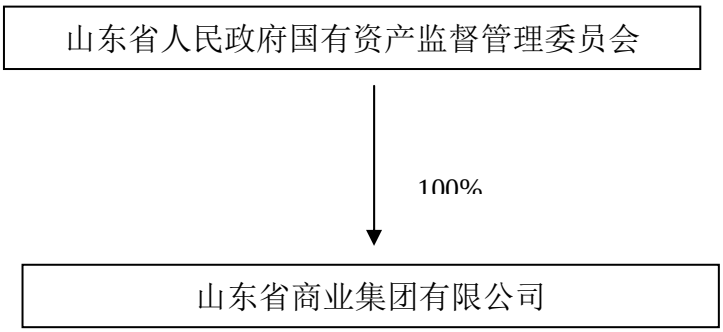
产总额较快增长。未来随着各版块的协同发展，公司收入和利润水平有望获得提高。

综合来看，公司抗风险能力很强。

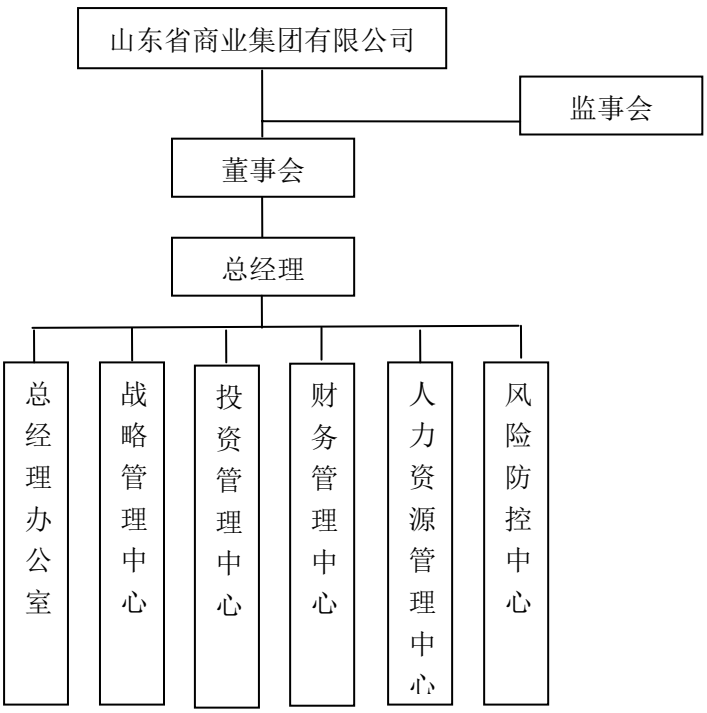
十一、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“12鲁商MTN1”、“13鲁商MTN001”、“14鲁商MTN001”、“14鲁商MTN002”的信用等级为AA^+。

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	--

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

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
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%

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　主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。