跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 803 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”、“15鲁商MTN001”和“15鲁商MTN002”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月十九日

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^+
15 鲁商 MTN001	10 亿元	2015/06/25-2020/06/25	AA^+	AA^+
15 鲁商 MTN002	9 亿元	2015/08/12-2020/08/12	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	96.27	61.35	70.54	68.30
资产总额(亿元)	632.26	707.72	836.18	836.82
所有者权益合计(亿元)	120.24	142.66	146.80	147.50
短期债务(亿元)	264.68	273.59	284.59	298.66
长期债务(亿元)	36.25	88.67	152.01	130.04
全部债务(亿元)	300.92	362.27	436.61	428.70
营业收入(亿元)	351.40	352.25	343.42	91.14
利润总额(亿元)	10.13	8.77	7.76	1.65
EBITDA(亿元)	29.63	29.07	37.51	--
经营性净现金流(亿元)	0.30	0.11	0.13	14.12
营业利润率(%)	18.02	17.29	17.99	17.34
净资产收益率(%)	4.85	3.06	2.93	--
资产负债率(%)	80.98	79.84	82.44	82.37
全部债务资本化比率(%)	71.45	71.75	74.84	74.40
流动比率(%)	128.23	141.11	158.39	144.68
经营现金流负债比(%)	0.09	0.03	0.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.16	12.46	11.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.45	1.36	1.46	--

注：1. 2017 年 1~3 月财务数据未经审计；2.全部债务中包括有息长期应付款，未包括计入所有者权益的 35.67 亿元永续中期票据。

分析师

景　雪　　陈　婷

邮箱：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）

评级观点

跟踪期内，山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）作为山东省国资委控股的国有企业，继续巩固商业零售、生物制药、房地产、教育和传媒等在内的多元化业务格局，资产总额持续增长，营业收入保持较大规模。同时，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、房地产业务盈利能力趋弱，且存货规模大、债务负担很重以及未来投资规模大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

2017年，山东省国资委将公司改建为国有资本投资公司并对公司进行重新定位。未来随着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,，公司信用基本面将得到支撑。

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”、“15鲁商MTN001”和“15鲁商MTN002”的信用等级为AA^+。

优势

1. 作为山东省零售行业的龙头企业，公司零售网点不断增加、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. 跟踪期内，公司完成国有资本投资公司改建，重新定位为山东省国资委旗下重要战略投资及融资、产业整合和创业投资主体。
3. 跟踪期内，公司 EBITDA 对存续期内中期票据年度最高偿付额的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，公司零售及房地产业务盈利能力持续下滑，且在建及在售地产项目区域以二、三线城市为主，受政策及市场影响

去库存压力较大。

2. 公司资产中存货及其他应收款持续攀高，对资金形成占用，弱化资产流动性。
3. 公司债务负担重，短期偿债压力大，未来随着零售和房地产持续投资，对外融资压力大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由山东省商业集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东省商业集团有限公司跟踪评级报告

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“12鲁商MTN1”、“13鲁商MTN001”、“14鲁商MTN001”、“14鲁商MTN002”、“15鲁商MTN001”和“15鲁商MTN002”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。2015年，山东省国资委决定将公司30%股权无偿划转至山东省社保基金理事会，股权划转于2017年5月完成。截至2017年5月底，公司注册资本为人民币12.20亿元[1]，山东省国资委为公司控股股东和实际控制人。

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，旗下控股银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”）和鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”）两家上市公司。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2017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22家，事业单位6家。

截至2016年底，公司合并资产总额836.18亿元，所有者权益合计146.80亿元（含少数股东权益49.42亿元）；2016年公司实现营业总收入343.42亿元，利润总额7.76亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额836.82亿元，所有者权益合计147.50亿元（含少数股东权益49.68亿元）；2017年1～3月，公司实现营业总收入91.14亿元，利润总额1.65亿元。

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、募集资金使用情况

公司存续期内中期票据包括“12 鲁商MTN1”、“13 鲁商 MTN001”、“14 鲁商MTN001”、“14 鲁商 MTN002”、“15 鲁商MTN001”和“15 鲁商 MTN002”，目前上述债项募集资金均已按计划使用完毕，且跟踪期内均已按时足额付息。

根据永续中票“14 鲁商 MTN001”、“14鲁商 MTN002”、“15 鲁商 MTN001”和“15鲁商 MTN002”的发行条款，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。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。根据公司提供的说明，跟踪期内，

[1] 截至 2017 年 3 月底公司实收资本为 22.77 亿元，除股东直接投资 12.20 亿元外，其余为山东省财政厅向公司未持股但纳入公司合并范围代管的事业单位的资本金拨款。

公司于 2015 年 10 月 10 日上缴国有资本收益696.75 万元，2016 年全年未接到山东省国资委的缴纳通知，因此未上交国有资本收益。截至本报告日，银座股份已于 2016 年 8 月完成 2015 年度分红；鲁商置业由于各地产开发项目对资金需求依然较大，且年度母公司可供分配利润仍为负数，近年持续未分红。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保

持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

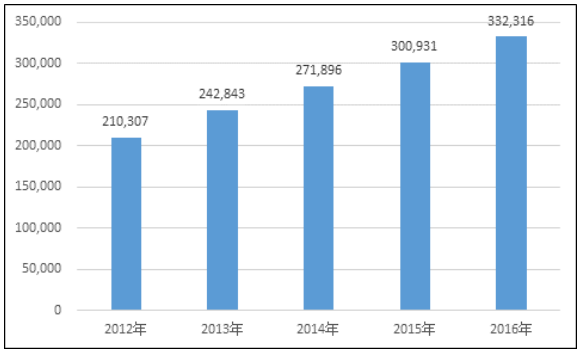
1. 商业零售业

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。

根据《2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年，全年社会消费品零售总额332316亿元，比上年增长10.4%，增速较上年放缓0.3个百分点；扣除价格因素，实际增长9.6%，增速较上年放缓1.0个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额285814亿元，增长10.4%，增速较上年放缓0.1个百分点；乡村消费品零售额46503亿元，增长10.9%，增速较上年放缓0.9个百分点。按消费类型统计，商品零售额296518亿元，增长10.4%；餐饮收入35799亿元，比上年增长10.8%。

图1　近五年社会消费品零售总额

（单位：亿元）



资料来源：Wind资讯

全年网上零售额51556亿元，同比增长26.2%；其中网上商品零售额41944亿元，增长25.6%，占社会消费品零售总额比重的12.6%。网上商品零售额中，吃类商品增长28.5%，穿类商品增长18.1%，用类商品增长28.8%。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2016年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.5%，增速相比上年扩大了0.4个百分点，也是自2012年以来增速连续第五年下降。中国连锁经营协会“2016年行业基本情况及连锁百强调查”结果显示，2016年连锁百强销售规模2.1万亿元，同比增长3.5%；门店总数11.4万余个，同比增长5.9%。数据显示，百强销售增幅持续下降，小型店铺销售、门店双增长，国有企业面临较大压力；通过关闭低效门店，减员增效，改进商品经营，创新服务，百强企业运营质量逐步改善，租金支出总额同比下降0.5%，总用工人数下降5%；百强企业网上销售额接近1200亿元，比上年增长69%。2016年，百强企业净利润率约为2.4%，比上年提高0.5

个百分点。

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。近年来，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. *房地产行业*

在经历了 2015 年地产市场的缓慢回暖和低速增长后， 2016 年上半年房地产宽松政策的出台有效刺激购房需求，成交大幅回升，市场预期向好。2016 年 10 月以来，随着北京、天津、南京、武汉等 22 个城市先后发布新楼市调控政策、信贷政策从严，房地产市场景气度迅速降低，总体房价涨速趋缓，不同城市出现分化。

图 2　2015 年以来国房景气指数（频率：季）



资料来源：Wind 资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。2017年1~2月，全国房地产开发投资9854亿元，同比增长8.9%，增速较去年全年提高2个百分点。其中，住宅投资6571亿元，增长9.0%。同期，房屋新开工面积17238万平方米；其中，住宅新开工面积12410万平方米，同比增长14.8%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。2017年1~2月，商品房销售面积1.41亿平方米，同比增长25.1%，增速比去年全年提高2.6个百分点。商品房销售额10806亿元，增长26.0%，增速回落8.8个百分点。

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至11月底调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位。2017年的两会再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有18个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于

近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

3. 山东省经济发展概况

据山东省统计局公布的《2016年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2016年山东省经济运行稳中有进，全省实现生产总值（GDP）67008.2亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%。其中，第一产业增加值4929.1亿元，增长3.1%；第二产业增加值30410.0亿元，增长6.5%；第三产业增加值31669.0亿元，增长9.3%。产业结构调整优化，三次产业比例由上年的7.9：46.8：45.3调整为7.3：45.4：47.3。人均生产总值67706元，增长5.5%。

居民人均收入稳步增长，消费能力进一步增强。2016 年全省居民人均可支配收入 24685 元，比上年增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%；人均消费支出 15926 元，增长 9.2%。城镇居民人均可支配收入 34012 元，增长 7.8%，扣除价格因素实际增长 5.5%；人均消费支出 21495 元，增长 8.3%。农村居民人均可支配收入 13954 元，增长 7.9%，扣除价格因素实际增长 6.0%；人均消费支出 9519 元，增长 8.8%。

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。2016年社会消费品零售总额30645.8亿元，比上年增长10.4%。其中，餐饮收入额3244.0亿元，增长13.7%；商品零售额27401.7亿元，增长10.0%。城镇消费品零售额24447.9亿元，增长10.2%；乡村消费品零售额6197.9亿元，增长11.0%。

2016 年，山东省房地产开发投资稳定增长。全年完成投资 6323.4 亿元，比上年增长 7.3%。其中，住宅投资 4690.2 亿元，增长 6.6%；房屋施工面积 59957.1 万平方米，增长 4.8%。其中，住宅施工面积 44158.1 万平方米，增长 4.5%，竣工面积 8253.5 万平方米，下降 0.3%。其中，住宅竣工面积 6358.2 万平方米，增长 2.8%。房屋销售面积快速增长：商品房销售面积 11789.9 万平方米，比上年增长 21.2%。其中，住宅销售面积 10598.6 万平方米，增长 24.3%。年末商品房待售面积 4178.1 万平方米，比上年末减少 98.7 万平方米。

2017 年一季度，山东省房地产开发投资 1159.6 亿元，同比增长 9.5%。商品房销售面积 1848.7 万平方米，增长 24.1%，其中住宅销售面积增长 22.0%。

总体看，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，房地产开发投资稳定增长，为公司业务提供了良好的发展环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司为山东省国资委控股的大型国有企业，持股比例为 70%；山东省社保基金理事会持股 30%。公司实际控制人为山东省国资委。

2. 公司规模

公司作为山东省零售行业的龙头企业，持续巩固其现代零售业为主，生物制药和房地产为辅的经营格局及规模。

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2017年3月底，公司拥有151家百货及百货超市复合门店、205家便利店、9家家居专营店、4家购物中心、37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483.99万平方米。在中国连锁经营协会“2016年中国连锁百强”名单中，公司以63.39亿元（含税）的销售规模，蝉联百强第6位。公司控股的银座股份（证券代码600858.SH，2017年3月底公司直接持股24.49%，公司及其一致行动人合计持股35.98%）为A股上市公司，为零售业务筹集发展所需资金搭建了资本平台。

生物制药方面，公司下属山东福瑞达医药

集团公司（以下简称“福瑞达医药”）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率超过40%。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（证券代码600223.SH，2017年3月底公司直接持股53.02%）。公司房地产业务与公司零售、酒店等其他板块有机结合，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2016年底，鲁商置业在建项目建筑面积285万平方米，全年房地产实际投资额达110.28亿元。

3. 股东支持

近年来，隶属公司管理的科研院所和教育产业得到了国家财政的资金支持，2016年公司获得各项政府补助分别为4593.04万元，同比有所增长。

2016年，根据《山东省国资委关于山东省商业集团有限公司改建国有资本投资公司实施方案的批复》（鲁国资企改字〔2016〕18号），山东省国资委同意将公司改建为国有资本投资公司，将公司功能定位为贯彻省委省政府战略意图、积极参与相关重大产业转型项目和公共服务项目的战略投资主体，以市场方式进行资本运作的融资主体，以资本为纽带对企业内外部资源进行重组整合的产业整合主体，以能够发挥集团资源优势的新兴业务为重点的创业投资主体。到2020年，将集团打造成为以零售为主业，以地产和金融为平台，以商业综合体和健康产业为协同发展载体，跨区域布局、多业态协同、运营力领先的现代服务业国有资本投资公司。

七、管理分析

由于国有资本投资公司改建，公司于 2017 年 5 月根据山东省国资委和山东省社会保障基金理事会的相关决定完成了治理结构及管理层的变更。本次变更后，公司设董事会，由 7 名董事组成；设监事会，由 5 名监事组成；设总经理 1 名。公司董事长仍为王仁泉、总经理仍为总经理，财务总监仍为张波；副总经理人数由 3 人变更为 6 人。

总体看，上述变更的完成使公司治理结构得到完善，有利于公司有效履行国有资本投资公司的职能，未对公司正常生产经营产生显著影响。此外，公司在管理制度、员工构成等方面无重大变动。

八、重大事项

2016 年 8 月，鲁商置业公告《2016 年非公开发行股票预案》，计划发行股票数量不超过 4.20 亿股，募集资金总额不超过 20.00 亿元。募集资金将用于鲁商蓝岸丽舍 A3、A4 和鲁商中心首府 1C 项目。本次发行完成后，公司对鲁商置业的直接持股比例不低于 37.37%，仍为鲁商置业的控股股东。目前本次非公开发行已获得山东省国资委批复同意，发行申请已获证监会受理，尚需获得中国证监会的核准。

房地产行业属于资金密集型行业，目前鲁商置业地产开发业务资金需求量大，尽管得到控股股东和实际控制人在资金和资源方面的大力支持，近年来财务杠杆不断加高，2017 年 3 月底资产负债率已高达 94.09%。本次非公

开发行募集资金到位后，可以有效降低鲁商置业资产负债率水平，降低财务成本，提高公司的盈利水平，另一方面有利于提升鲁商置业的资金实力，拓展公司的经营规模，促进公司健康良性发展。

九、经营分析

跟踪期内，公司业务结构仍为商业零售、生物制药、房地产为主，传媒、教育为辅的多元化的业务格局，实现营业总收入343.42亿元，同比略有下降。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70%以上，但受整体经济形势下滑、电商冲击以及政府限制“三公消费”等因素的影响，公司零售业收入水平持续下降，2016年实现收入247.26亿元；生物制药业务收入在自主研发颈痛系列中药及“施沛特”销量增长的推动下继续攀升，2016年实现收入6.64亿元；房地产业务方面，随着2016年在建项目竣工交房进度的加快，确认收入76.46亿元，同比大幅增长30.39%。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，2016年实现13.06亿元，同比增长主要来自一卡通、教育、零售供应商小额贷款等业务收入的增加。

从业务毛利率来看，零售业仍为公司毛利润的主要来源，2016年毛利率为20.17%，同比有所提升，主要由于来自超市、家电、购物中心等业态零售业务提质增效所致。生物制药毛利率小幅波动，2016年为58.73%。房地产业方面，公司为适应市场不断更新产品类型，高端住宅占比持续下降，产品以刚需住房为主，同时拿地成本不断攀升，而三、四线城市去库存压力较大，综合导致公司房地产业务毛利率逐年下降，2016年降至14.61%。

2017年1～3月，公司实现营业总收入91.14亿元，同比变动不大，零售业和房地产业务由于季节性因素暂时偏低；当期公司整体毛利率为18.62%，同比增加0.50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（%）			
	2014年	2015年	2016年	17年1～3月	2014年	2015年	2016年	17年1～3月
零售业	280.58	279.46	247.26	78.27	18.45	18.43	20.17	16.85
生物制药业	5.91	6.01	6.64	1.71	58.21	60.07	58.73	56.14
房地产业	56.82	58.64	76.46	7.58	22.35	19.94	14.61	18.34
其他	8.09	8.13	13.06	3.58	46.60	43.67	40.20	39.94
合计	**351.40**	**352.25**	**343.42**	**91.14**	**20.40**	**19.98**	**20.44**	**18.62**

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。

1. 零售业

零售业一直是公司重点发展的核心业务，经营主体为银座股份和山东银座商城股份有限公司（公司持股39.27%，其章程规定由公司决定其生产经营，对其拥有实际控制权，因此纳入合并范围；以下简称“银座商城”）等，并为规避同业竞争，由银座股份对非上市零售资产和业务进行代管。截至2016年底，银座股份资产总额120.03亿元，所有者权益合计32.39亿元；2016年实现营业收入128.45亿元，同比下降11.97%；由于营收缩减的同时三费持续上升，利润总额降至0.78亿元，同比下滑68.84%。

2016年，公司在山东省内新开业百货及百货超市复合店12家（关闭1家）、便利店5家，并在北京市新开业购物中心1家。截至2017年3月底，公司拥有151家百货及百货超市复合门店、205家便利店、9家家居专营店、4家购物中心、37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483.99万平方米。

表 2　公司零售业店面经营情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2014年底		2015年底		2016年底		2017 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	129	308.14	139	324.18	150	340.18	151	342.04
便利店	189	7.14	197	7.82	204	8.37	205	8.40
家居店	9	73.70	9	73.70	9	73.70	9	73.70
家电店	36	6.50	37	6.62	37	6.62	37	6.62
购物中心	3	36.10	3	36.10	4	50.10	4	50.10
汽车	10	3.13	10	3.13	10	3.13	10	3.13
合　计	**376**	**434.71**	**395**	**451.43**	**414**	**482.10**	**416**	**483.99**

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2017年3月底，公司已在河北邢台、河北石家庄、河南濮阳、江苏徐州和北京等地拥有15家省外百货超市复合店及购物中心。受整体经济形势下滑、电商冲击以及政府限制“三公消费”等因素的影响，公司主要零售网点收入大面积下滑。且由于外部省份经济环境、居民消费习惯和水平与山东省区别较大，公司在拓展市场区域的同时面临更严酷的竞争环境和经营挑战，省外店面的盈利水平相对较弱。

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。商业物业中地区主力门店以自有为主，主要商业网点中自有面积占比为48.06%；同城分店以租赁为主，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，其中以联营为主。跟踪期内，公司物流体系变化不大，目前已拥有四个物流配送中心在运营，库区合计占地面积57.17万平方米，包括仓库和面包及熟食加工区等，主要为超市业态提供仓储和配送服务。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。

截至2017年3月底，公司零售业主要在建工程为济南天启等3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21.45亿元，截至2017年3月底已完成投资6.92亿元。

表 3　截至 2017 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
济南天启项目	14.11	2015.04-2018.12	13.71	3.21	自有资金，银行贷款
枣庄银座枣庄店工程	2.20	2015.02-2017.08	3.50	2.53	自有资金
淄博中心店二期	1.36	2016.07-2018.05	3.39	0.98	自有资金，银行贷款
德州大学路项目	0.72	2016.05-2017.10	0.85	0.20	自有资金
合 计	**18.39**	--	**21.45**	**6.92**	--

资料来源：公司提供

济南天启项目位于济南市历城区港西立交东南地块，力诺阳光科技园西侧，北临经十东路，西临港西路，南临规划路。建设总用地面积14.11万平米，项目总建筑面积为29.05万平方米，主要建设内容为汽车4S店集群、综合维修中心、汽车文化主题商业、综合服务中心。其他在建项目均为百货及百货超市复合店新建或扩建工程。此外，公司拟对东营银座中心店实施扩建，计划投资总额3.50亿元。

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，规划建设总投资为14.10亿元。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。

2. 生物制药

目前公司生物制药的生产经营主要由福瑞达医药负责，以“颈痛片”等自有品牌的中药产销及骨科药“施沛特”销售为主，各类药品销量持续上升。2016年公司扩大产能，实现“颈痛片”产能、产量及销量大幅提升，颈痛系列销售收入同比持续增长。此外，公司通过促销和广告主推小儿解感颗粒，由于市场上纯中药的小儿药品较少，而小儿解感颗粒安全性高、服用方便，疗效较好，市场占有率持续上升，销量和收入效应已逐步体现。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40%，由公司销往全国各大中城市，2016年销量达到292万盒，同比增长8.15%。

截至2016年底，福瑞达医药资产总额13.34亿元，所有者权益合计4.47亿元；2016年实现营业收入6.64亿元，利润总额0.34亿元，销售和管理费用高企导致福瑞达医药整体盈利能力偏弱。

表 4 公司生物制药业营业收入构成（单位：万元）

类别	2014年	2015年	2016年	17年1~3月
1. 医药工业	**16139**	**16493**	**18728**	**4906**
颈痛片	7826	7905	8824	2185
颈痛颗粒	4382	4466	5125	1414
四季感冒胶囊	1485	1554	1792	482
小儿解感颗粒	1392	1460	1705	441
雪莲归芪口服液	1054	1108	1282	384
2. 医药商业	**42980**	**43570**	**47662**	**12177**
施沛特	42980	43570	47662	12177

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，2016年生物制药板块的研发费用为1.24亿元，占当期生物制药板块收入比重维持在19%左右。截至2017年3月底，公司开展的各类在研课题项目160项，已完成145项。近3年来申请国家专利120项，获得发明专利授权67项。完成山东省重点科技攻关项目67个。荣获山东省科技进步二等奖30项、三等奖3项。至今为止，研发的产品获得63新药证书，24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22项，获批20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3项，发表SCI/EI论文45篇，学术专著13部。公司下属的药学科学院申请省级以上科研平台22项，获批19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3项。2014～2016年，福瑞达医药分别实现技术转让收益2718万元、3476万元和和3822万元。

公司药品销售以经销商渠道为主，2016年前五大客户销售占福瑞达医药营业收入的90%，集中度很高。货款回收主要采取两种方式，其中30%客户为现款销售（先款后货），70%的客户（一般为合作两年以上，销货额500万以上的客户）可享受账期一个月的赊销期。

3. 房地产

公司的房地产项目主要由下属的鲁商置业负责运营。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。

由于2015年新项目土地获取较原计划滞后，部分开工计划转到来年实施，2016年开工面积和竣工面积同比大幅增长，分别为115.43万平方米和136.06万平方米。同时，签约销售金额和面积同步波动，2016年分别为72.58亿元和99.83万平方米。随着大面积竣工房产的交付，

2016年确认销售面积大幅提高至93.06万平方米，确认收入进而增至73.60亿元，年底另有预收房款为92.54亿元。较签约和销售面积而言，近三年公司开竣工面积较大，存货水平不断提高；累积竣工未售的面积约150万平方米，库存压力大。

表 5　公司房地产开发及销售情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项　目	2014 年	2015年	2016年	17年1～3月
开工面积	160.00	82.12	115.43	28.42
竣工面积	137.98	92.02	136.06	11.12
签约销售面积	123.87	73.35	99.83	22.28
签约销售金额	111.47	53.98	72.58	16.31
签约销售均价	8998.95	7359.24	7270.36	7320.47
确认销售面积	60.61	62.87	93.06	8.57
确认销售收入	54.67	56.09	73.60	6.97

资料来源：公司提供

注：确认销售收入仅为房屋销售收入，不含物业服务、房屋出租等房地产相关业务收入。

公司项目主要分布于山东省的济南、青岛、临沂、泰安以及黑龙江的哈尔滨、重庆等地。公司在建、在售项目主要分布于二、三线城市，部分项目去化压力较大。2014～2016 年，公司签约销售均价年均下降 10.11%，主要由于交房结算收入的产品构成存在差异，近年花园洋房、别墅等高档住宅销售占比下降，住宅产品逐渐以刚需住房为主，同时部分项目低价促销去库存，导致公司房地产销售（不含物业服务、房屋出租等业务）毛利率不断下降，2016 年为 14.61%。

跟踪期内，公司积极践行养老地产发展方向，正在施工的临沂知春湖项目公司养老旅游地产的首个项目，项目位于临沂市河东区汤头镇，距离市区约 30 公里，北邻御汤街，东临 205 国道，交通便利，依托附近汤头镇配套，紧邻省煤炭疗养院。项目由五大组团园区构成，分别为旅游度假组团乐活园，汤山养生组团乐心园，健康颐养组团乐养园，艺术家村组团乐画园，生态人居组团乐慧园。项目占地约 2600 亩，总建筑面积约 190 万平方米，截至 2017 年 3 月底，临沂知春湖项目签约销售 9945 平米，签约额 5764 万元，回收房款 4467 万元，去化速度较慢。

截至 2017 月 3 月底，公司房地产可售面积（不含已预售面积）共 203.90 万平方米，主要分布在哈尔滨、青岛和济南，占比分别为 27.91%、24.62%、16.62%。近年房地产行业风险加大，公司拿地速度放慢，2016 年新增土地面积 14.06 万平方米，同比下降 74.20%。截至 2017 年 3 月底，公司拥有土地储备 91.29 万平方米，其中商业地产占地面积 26.08 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，公司储备项目及可售面积较为充足，未来 3 年地产业务板块仍将保持较快发展。至 2019 年底前，三大系列产品仍需投资 222.18 亿元，大规模的投资加大了公司对外筹资压力。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影响，目前库存压力大；考虑到公司房地产项目中，综合类地产开发较多，且“银座”品牌在山东市场有独特的品牌优势，公司省内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。

4. 经营效率

从经营效率指标来看，2016 年公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为 39.29 次、0.81 次和 0.44 次，同比变化不大，公司经营效率一般。

5. 未来发展

未来公司将进一步推进零售业立体化发展战略，继续深耕山东市场，坚持密集展店，快速推进同城分店、县级市场布点，加大社区商业和乡镇市场开发力度，多业态并举，多方式展店，进一步巩固和增强在省内的绝对竞争优势。同时，兼顾省外发展，逐步打造跨区域多

业态协同发展的竞争格局。坚持科学发展，坚持效益优先，创新经营模式，积极探索推进线上线下融合发展，进一步加强商品结构调整和供应链整合，提升经营能力，实现公司零售业的稳健、可持续发展。

房地产业务方面，公司坚持根植济青，双核驱动，聚焦重点区域，实施重点突破。深耕山东，在继续推进已进入城市发展的同时，在省内聚焦济南、青岛、临沂、烟台、济宁等五个区域经济中心；积极实施全国化战略，在省外积极拓展京沪等一线城市和二线发达城市。抓住国家积极推进城镇化和消费升级的契机，以绿色健康产品和智慧健康社区服务为特色，形成标准化产品系列，将住宅产业及综合配套开发业务打造成公司未来5-10年最具优势的业务中心和利润中心；打造健康服务、社区服务和招商运营三大服务体系，稳步发展与地产相关的商业综合体和养老健康产业的开发，增加主业增值点，获取新的利润增长点；围绕地产上下游产业寻找增值点，大力实施产业升级和转型。

十、财务分析

公司提供的2015年和2016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2017年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2016年公司新纳入合并范围子公司2家：山东省旅游汽车公司和山东富华实业有限公司。公司2017年1~3月合并范围较2016年无变化。总体看，跟踪期内公司合并范围变化不大，财务数据可比性强。

截至2016年底，公司合并资产总额836.18亿元，所有者权益合计146.80亿元（含少数股东权益49.42亿元）；2016年公司实现营业总收入343.42亿元，利润总额7.76亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额836.82亿元，所有者权益合计147.50亿元（含少数股东权益49.68亿元）；2017年1～3月，公司实现营业总收入91.14亿元，利润总额1.65亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 836.18 亿元，同比增长 18.15%。资产构成中流动资产占 72.35%，非流动资产占 27.65%。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

截至2016年底，公司流动资产合计604.98亿元，同比增长16.67%，构成以货币资金（占10.95%）、存货（占59.44%）、其他应收款（占9.74%）和其他流动资产（占9.15%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金为 66.26 亿元，同比增长 20.05%，主要是银行存款（占 89.31%）；使用受限制的货币资金 9.39 亿元（占 14.18%），主要是保证金存款和受监管的拆迁补偿款等。

截至 2016 年底，公司预付款项为 49.24 亿元，同比增长 38.04%，1 年以内的占 59.69%、1-2 年的占 19.68%、2-3 年的占 7.74%、3 年以上占 12.89%，超过 3 年的款项主要为尚未结算的土地款和土地竞标保证金。预付款项前 5 名合计 21.85 亿元，占 44.37%，集中度尚可。

截至2016年底，公司其他应收款58.91亿元，同比大幅增长100.32%，增加主要来自公司与未纳入合并范围的受政府委托代管企业的往来款，其他主要为房地产类子公司存于济南市房地产行业协会的预售保证金；坏账计提比例为5.53%。近年来公司持续承担国资委要求的代管职能，向代管企业提供无息借款，近年来累积余额较高，主要明细如下：

表6　2016年底公司非合并范围代管企业的往来款前五名（单位：万元）

债务人名称	账面余额
山东银座旅游集团有限公司	223588.18
山东省林工商总公司	88657.19
山东世界贸易中心	70338.65
青岛海景（国际）大酒店有限公司	25000.00

济南啤酒集团	18585.00
合计	**426169.02**

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司存货 359.57 亿元，同比增长 15.34%，主要系银座股份及鲁商置业房地产项目开发成本增加所致；存货构成主要为库存商品（占 5.44%）、开发成本（占 62.70%）和开发产品（占 30.58%），其中 21.23%的存货已用于抵押借款。2016 年底公司共计提了 0.27 亿元的跌价准备，主要针对库存商品和开发产品计提，计提比例偏低。

2016 年底，公司其他流动资产为 55.34 亿元，同比增长 26.91%，主要来自委托贷款和一卡通预存款的增加，二者余额分别为 5.10 亿元和 40.78 亿元。其中委托贷款为子公司山东省空调工程总公司提供给青岛锦绣前程房地产开发有限公司的借款，未来计划对其进行股权投资。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 231.20 亿元，同比略有增长，构成以投资性房地产（占 13.99%）、固定资产（占 47.80%）、无形资产（占 11.36%）为主。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 10.92 亿元，同比大幅增长 284.31%，主要由于公司 2016 年新增多项可供出售权益工具，金额较大的被投资单位包括：国泰君安证券股份有限公司（6.94 亿元）、滨州农村商业银行股份有限公司（2.40 亿元）等。

截至 2016 年底，公司投资性房地产为 32.34 亿元，同比略有下降。公司投资性房地产为房屋、建筑物（占 80.56%）和土地使用权（占 19.44%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 2.81 亿元；2016 年底，公司累计摊销 6.51 亿元。

截至 2016 年底，公司固定资产为 110.51 亿元，构成主要是房屋建筑物（占 88.18%），其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 29.07 亿元，累计计提折旧 11.61 亿元。

截至 2016 年底，公司在建工程为 7.28 亿元，同比大幅下降 73.70%，主要系青岛乾豪项目及北京六里桥项目当期完工转出。截至 2016 年底在建工程主要由房地产项目及商业零售门店的基础建设项目构成。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 836.82 亿元，规模及构成均较 2016 年底变化不大。其中，固定资产及在建工程科目变动较大，主要是公司内部编制季报时将北京六里桥项目计入在建工程所致。资产总额中，已用于抵质押的部分账面价值合计 118.04 亿元，占比为 14.10%，其中存货、固定资产和投资性房地产中已抵押的金额分别为 85.12 亿元、16.23 亿元和 9.64 亿元。

总体看，跟踪期内随着零售店面的不断扩张和房地产投资的持续推进，公司资产规模持续扩大。存货以开发成本及开发产品为主，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。其他应收款规模较大，代管企业欠款对资金形成占用。总体看，公司整体资产质量尚可，资产流动性偏弱。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 146.80 亿元（含少数股东权益 49.42 亿元），同比略有增长。归属于母公司所有者权益中，以实收资本（占 23.38%）、资本公积（占 7.52%）、未分配利润（占 19.33%）、盈余公积（占 6.70%）和其他权益工具（占 36.63%）为主。实收资本和资本公积同比分别下降 3.13%和 35.17%；本年度审计报告对 2008 年底公司重组山东万杰高科时账务处理造成入账基础错误，更正后实收资本和资本公积同比分别下降 12.19%和 5.57%；实收资本变动主要由于并表的事业单位对国资委注资所得固定资产计提大额折旧 6.55 亿元、山东省国资委向公司代管的事业单位注资 3.39 亿元，资本公积变动系 2015 年子公司银座云生活收到财政拨款 0.40 亿元并列入资本

公积，2016年审计时将其调整至递延收益所致。。其他权益工具为公司发行的四期永续中期票据募集资金35.67亿元。

截至2016年底，公司其他综合收益大幅增至6.25亿元。公司子公司持有国泰君安（601211）原始股，国泰君安于2015年6月上市，但所持股票前期处于限售期，自2016年底起解禁，成为流通股，调整为公允价值计量，导致大额增值。

截至2017年3月底，公司所有者权益合计为147.50亿元（含少数股东权益49.68亿元），较2016年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

随着公司业务资金需求量的增加，公司负债保持增长态势，截至2016年底，公司负债合计689.38亿元。负债构成中，流动负债合计占55.40%，非流动负债占44.60%，公司负债以流动负债为主。截至2016年底，公司流动负债为381.95亿元，以短期借款（占27.34%）、应付账款（占19.18%）、预收款项（占26.42%）和其他应付款（占17.49%）为主。

截至2016年底，公司短期借款104.41亿元，同比增长21.12%，构成主要为保证借款（占63.94%）和信用借款（占18.96%）。应付账款为73.27亿元，主要为商品采购款和工程款。预收款项为100.89亿元，2016年底同比增长23.91%，主要系当期预售房款增加所致；公司预收款项主要为预收房款，随项目预售进度而有所波动。其他应付款为66.79亿元，同比大幅增长89.67%，主要由于①房地产业务代收拆迁款、购房意向金及应付工程款增加；②一卡通及银座卡销售增长。

截至2016年底，公司非流动负债为307.43亿元，同比增长40.87%，以长期借款（占32.86%）和应付债券（占65.91%）为主，应付债券中152.62亿元的短期债券已调整至短期债务计算相关指标。

截至2017年3月底，公司负债总额689.32亿元，较2016年底变化不大；从负债构成来看，流动负债和非流动负债分别占比60.61%和39.39%，流动资产比重有所上升。

表7 截至2017年3月底公司未到期直接债务明细

（单位：亿元）

债券名称	发行规模	期限	到期日期
16鲁商PPN001	10	1年	2017-04-15
16鲁商SCP006	15	270天	2017-04-17
17鲁商SCP001	20	100天	2017-4-26
16鲁商SCP007	20	270天	2017-05-15
16鲁商PPN002	15	1年	2017-07-05
16鲁商SCP008	10	270天	2017-07-14
16鲁商SCP009	10	270天	2017-07-24
17鲁商SCP005	15	122天	2017-08-20
16鲁商PPN003	10	1年	2017-09-20
17鲁商SCP002	15	247天	2017-10-26
12鲁商MTN1	15	5年	2017-11-20
17鲁商SCP003	15	259天	2017-12-22
17鲁商SCP004	10	270天	2018-01-07
13鲁商MTN001	8	5年	2018-11-20
16鲁商债	20	3年	2019-02-02
16鲁商02	10	3年	2019-04-22
17鲁商PPN001	10	3年	2020-04-12
16鲁商01	10	5年	2021-04-08
14鲁商MTN001(永续)	10	3年	2017-12-10
14鲁商MTN002(永续)	7	5年	2019-12-24
15鲁商MTN001(永续)	10	5年	2020-06-24
15鲁商MTN002(永续)	9	5年	2020-08-12

资料来源：中国货币网

注：截至本报告日，16鲁商PPN001、16鲁商SCP006、17鲁商SCP001、16鲁商SCP007均已到期兑付。

近年来公司有息债务规模不断增长，2016年底为436.61亿元，其中长、短期债务占比分别为34.82%和65.18%。2014、2015年公司发行四期永续中期票据，净募集金额35.67亿元，计入所有者权益科目。考虑到上述四期永续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，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。将上述四期永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务为472.28亿元，其中长、短期债务占比分别为39.74%和60.26%。公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为86.71%、80.95%和

62.81%。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 428.70 亿元，其中长、短期债务占比分别为 30.33%和 69.67%。公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 82.37%、74.40%和 46.85%。将永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务 464.37 亿元，上述三项指标分别为 86.64%、80.59%和 59.71%。

总体看，跟踪期内公司债务规模持续扩大趋势，构成主要为短期债务。公司债务负担趋重，短期偿债压力大。

3. 盈利能力

2016年公司主营业务稳中有降，实现营业总收入为343.42亿元。由于收入占比最高的零售业毛利率提高，公司营业利润率为17.99%，同比略有增长。

2016 年，公司期间费用占营业总收入的比重 16.55%，同比增加 1.01 个百分点。公司期间费用中，销售费用占比较大，主要是职工薪酬、广告及宣传费等。2016 年，公司期间费用 56.85 亿元，构成主要以销售和管理费用为主，对利润侵蚀影响较大。随着公司所投资参股企业利润不断增加，投资净收益呈逐年增长趋势，近三年年均复合增长 69.08%。2015 年公司投资收益大幅增至 2.95 亿元，主要是处置所持部分光大银行原始股权所致；2016 年投资收益为 3.03 亿元，主要为处置所持僵尸企业股权获得收益。

2016 年，公司实现营业外收入 0.82 亿元，主要由财政扶持资金等政府补助构成。同期，公司利润总额 7.76 亿元，同比下降 11.53%。从盈利指标来看，2016 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.07%和 2.93%，同比变化不大；剔除所有者权益中的永续中期票据后，公司净资产收益率升至 3.88%。

2017 年 1～3 月，公司实现营业总收入 91.14 亿元，同比下降 3.81%；营业利润率为 17.34%。实现利润总额 1.65 亿元，同比下降 10.50%，主要由于零售板块利润下降所致。

总体看，跟踪期内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下降；房地产行业受宏观政策、产品结构调整及库存压力影响利润空间受到挤压，公司整体盈利水平有所下滑。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2016 年公司经营活动现金流入量为 399.85 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 356.37 亿元，同比下降 17.44%；收到其他与经营活动有关的现金 42.83 亿元，主要为往来款、保证金退回、租金和管理费收入等。经营活动现金流出 399.73 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.13 亿元，同比略有增长。2016 年公司现金收入比为 103.77%，同比持续下降，收入实现质量有所下滑。

投资活动现金流方面，2016 年公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模缩减，但投资活动产生的现金流量净额仍表现为净流出，为-37.30 亿元。

筹资活动现金流方面，跟踪期内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，2016 年筹资活动产生的现金流量净额为 43.60 亿元，融资需求有所上升。

2017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14.12亿元、-2.83亿元和-12.00亿元；公司现金收入比为115.69%。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入量规模较大，收入实现质量下降，经营获现能力偏弱。公司业务扩张所需投入的资金量大，存在较大融资压力。

5. 偿债能力

截至 2016 年底，公司流动比率、速动比率分别为 158.39%和 64.25%，同比均有所上升。

截至 2016 年 3 月底，上两项指标分别下降至144.68%和 57.03%。公司经营现金流动负债比为 0.03%。截至 2017 年 3 月底，公司一年内到期的直接融资（包括永续中票）合计 190.00 亿元，公司现金类资产为上述总额的 0.36 倍，2016 年经营活动现金流入量为上述总额的 2.10 倍。另外考虑金融机构间接融资，公司将于 2017 年内到期的债务为 335.28 亿元，集中支付规模很大。整体看，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力看，2016 年，公司 EBITDA 为 37.51 亿元，EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 分别为 1.46 倍、11.64 倍；考虑永续中票后，全部债务/EBITDA 为 12.59 倍。总体看，公司长期偿债能力较弱。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至2017年3月底，公司在各商业银行获得总授信额度为352.15亿元，其中尚未使用额度124.73亿元，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2017年3月底，对未纳入合并范围的山东省国资委托管企业担保额9.56亿元，目前被担保企业经营状况均良好。此外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1.37亿元。总体看，公司或有风险可控。

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2017年5月8日，公司本部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

跟踪期内，公司持续巩固包括商业零售、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保持显著的品牌优势和规模优势，整体竞争实力强。综合看，公司抗风险能力很强。

十一．存续债券偿还能力分析

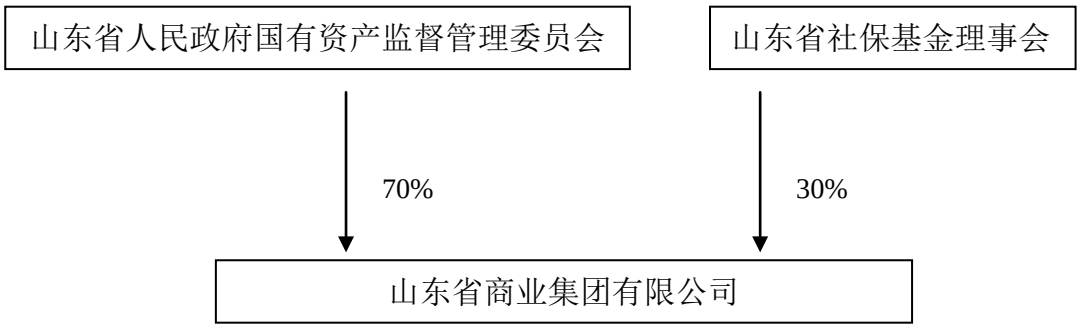
公司存续期内中期票据合计额度为59亿元。另外，根据存续期内各期永续中票发行条款，重置票面利率时均以当期基准利率加初始利差再加300个基点，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。若公司在每期永续中票的首个可赎回日选择赎回该期中票，则存续期内中期票据的年度最高偿付额为25亿元。

2016年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为存续期内中期票据合计额度的6.78倍和0.64倍，分别为年度最高偿付额的15.99倍和1.50倍。公司EBITDA对存续期内中期票据年度最高偿付额的保障能力较强。

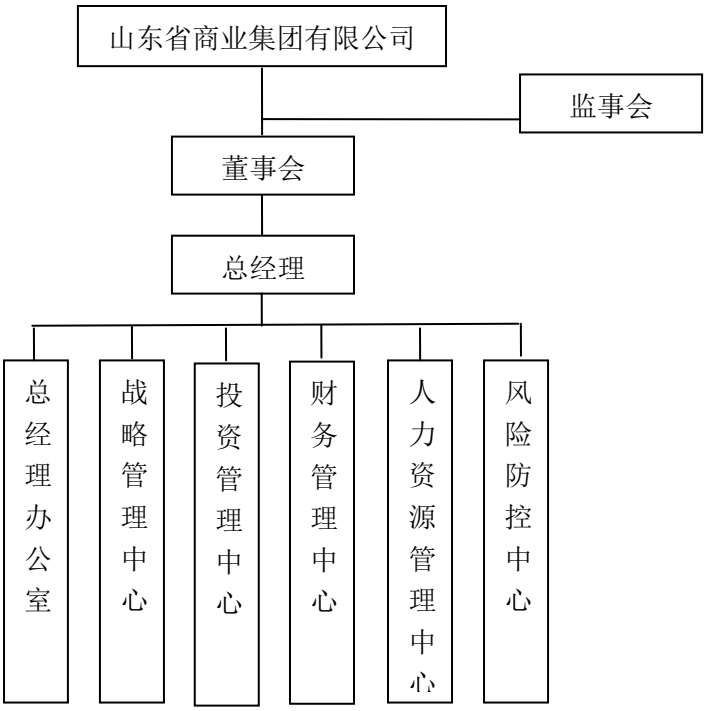
十二、结论

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”、“15鲁商MTN001”和“15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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	96.27	61.35	70.54	68.30
资产总额(亿元)	632.26	707.72	836.18	836.82
所有者权益(亿元)	120.24	142.66	146.80	147.50
短期债务(亿元)	264.68	273.59	284.59	298.66
长期债务(亿元)	36.25	88.67	152.01	130.04
全部债务(亿元)	300.92	362.27	436.61	428.70
营业收入(亿元)	351.40	352.25	343.42	91.14
利润总额(亿元)	10.13	8.77	7.76	1.65
EBITDA(亿元)	29.63	29.07	37.51	--
经营性净现金流(亿元)	0.30	0.11	0.13	14.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	58.95	37.13	39.29	--
存货周转次数(次)	1.03	0.92	0.81	--
总资产周转次数(次)	0.60	0.53	0.44	--
现金收入比(%)	123.40	122.54	103.77	115.69
营业利润率(%)	18.02	17.29	17.99	17.34
总资本收益率(%)	3.55	2.94	3.07	--
净资产收益率(%)	4.85	3.06	2.93	--
长期债务资本化比率(%)	23.16	38.33	50.87	46.85
全部债务资本化比率(%)	71.45	71.75	74.84	74.40
资产负债率(%)	80.98	79.84	82.44	82.37
流动比率(%)	128.23	141.11	158.39	144.68
速动比率(%)	41.98	51.22	64.25	57.03
经营现金流动负债比(%)	0.09	0.03	0.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.45	1.36	1.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.16	12.46	11.64	--

注：1. 2017 年 1～3 月财务数据未经审计；
2. 全部债务中包括有息长期应付款，未包括计入所有者权益的 35.67 亿元永续中期票据。

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+一年内到期的非流动负债+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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。