

# 信用等级公告

联合〔2019〕1370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<sup>+</sup>，“14 鲁商 MTN002” “15 鲁商 MTN001” “15 鲁商 MTN002” “17 鲁商 MTN001” “18 鲁商 MTN001” 和 “18 鲁商 MTN003” 的信用等级为 AA<sup>+</sup>，“18 鲁商 CP001” 和 “18 鲁商 CP002” 的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十四日

评级业务专用章

1101030046109

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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

## 山东省商业集团有限公司跟踪评级报告

### 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>

上次主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
*14鲁商MTN002	7亿元	2019/12/25	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
*15鲁商MTN001	10亿元	2020/06/25	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
*15鲁商MTN002	9亿元	2020/08/12	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
17鲁商MTN001	10亿元	2020/10/20	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
18鲁商CP001	14亿元	2019/11/06	A-1	A-1
18鲁商MTN001	9亿元	2021/11/16	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
*18鲁商MTN003	6亿元	2021/12/14	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
18鲁商CP002	8亿元	2019/12/17	A-1	A-1

注: \*为永续中期票据, 所列到期兑付日为首个约定赎回日

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019年6月14日

### 财务数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
现金类资产(亿元)	70.54	63.76	137.27	123.93
资产总额(亿元)	836.18	847.52	917.74	916.77
所有者权益合计(亿元)	146.80	135.72	165.93	168.52
短期债务(亿元)	284.59	263.60	279.97	249.34
长期债务(亿元)	152.01	144.37	151.78	177.70
全部债务(亿元)	436.61	407.97	431.74	427.05
营业总收入(亿元)	343.42	365.58	379.56	103.61
利润总额(亿元)	7.76	7.13	8.70	2.79
EBITDA(亿元)	37.51	30.52	28.20	--
经营性净现金流(亿元)	0.13	38.92	28.46	1.57
营业利润率(%)	17.99	17.52	18.70	18.57
净资产收益率(%)	2.93	2.73	2.07	--
资产负债率(%)	82.44	83.99	81.92	81.62
全部债务资本化比率(%)	74.84	75.04	72.24	71.70
流动比率(%)	158.39	139.34	115.53	119.70
经营现金流负债比(%)	0.03	8.60	4.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.64	13.37	15.31	--
EBITDA利息倍数(倍)	1.46	1.61	4.62	--

注: 1. 2019年1-3月财务数据未经审计; 2. 所有者权益中包括永续中期票据募集资金净额63.00亿元, 相关债券未计入全部债务; 3. 长期应付款中有息部分已调整至长期债务指标

### 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、教育和传媒等产业在内的多元化业务格局, 零售、地产及生物制药三大主业均实现增长, 营业总收入及经营活动现金净流量保持较大规模。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司资产流动性偏弱、房地产存货规模大、期间费用较高、债务负担重且短期偿债压力很大、未来投资规模大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

2018年, 公司零售及生物制药稳定发展, 房地产去化工作加速推进使得房地产回款态势良好, 带动公司主业盈利水平提升。跟踪期内, 公司将生物制药板块优质资产山东福瑞达医药集团公司置入上市公司鲁商置业股份有限公司(以下简称“鲁商置业”), 未来有望在医药康养产业产生有效协同, 提升整体竞争力。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>, 维持“14鲁商MTN002”“15鲁商MTN001”“15鲁商MTN002”“17鲁商MTN001”“18鲁商MTN001”和“18鲁商MTN003”的信用等级为AA<sup>+</sup>, 维持“18鲁商CP001”和“18鲁商CP002”的信用等级为A-1, 评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司是山东省国资委下属国有企业, 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, 政府支持力度大。
2. 公司继续巩固包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒等产业在内的多元化业务格局, 旗下控股银座集团股份有限公司和鲁商置业两家上市公司。

分析师

徐 璨 陈 婷

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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)

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

3. 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; 截至 2019 年 3 月底, 公司拥有百货及百货超市复合门店、便利店等共计 432 家门店, 经营面积 545.61 万平方米。
4. 2018 年以来, 公司房地产业务销售及回款情况良好, 鲁商置业经营活动现金流净额增长明显。加之生物医药板块优质资产置入鲁商置业, 未来有望在医药康养产业实现更好的协同。
5. 公司现金类资产较充裕, 对存续期内短期融资券的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内, 公司房地产业务在建及在售地产项目区域以二、三线城市为主, 开发及销售时间较长, 受政策及市场影响去库存压力较大。
2. 公司资产流动性偏弱, 以开发成本及开发产品为主的存货及应收代管企业的其他应收款规模大, 均对资金形成占用。
3. 公司债务负担重, 截至 2019 年 3 月底, 公司将于一年内到期偿还的直接融资和间接融资规模分别为 75.00 亿元和 138.53 亿元, 短期偿债压力很大且存在集中兑付压力。
4. 公司本部基本无经营性业务, 但承担了主要的对外融资职责, 债务负担重, 自身偿债能力弱。
5. 公司存续多只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, 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。

## 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

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 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，2010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。2018年3月，山东省政府将山东省社保基金理事会所持公司20%国有资本及享有的权益一次性调整至山东省国资委出资成立的山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”）持有，此部分股权由山东省国资委履行出资人职责，股权划转于2018年5月完成。截至2019年3月底，公司注册资本为人民币12.20亿元<sup>1</sup>，山东省国资委、山东国惠和山东省社保基金理事会分别持股70%、20%和10%，山东省国资委为公司控股股东和实际控制人。

公司已形成以现代零售业为主业，以生化制药和房地产为重点的业务体系，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”，证券代码为600858.SH，2019年3月底公司直接持股24.49%，公司合并范围持股37.96%，无质押）和鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”，证券代码为600223.SH，2019年3月底公司直接持股53.02%，合并范围合计持股56.66%，无质押）两家上市公司。公司经营范围为：在法律法规规定的范围内对外投资与管理，资产管理，托管经营，资本运营；咨询服务；房屋出租，物业管理（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2019年3月底，公司下设党委办公室、党委政治研究与战略发展部、纪检监察部等5个党委职能部室，办公室（总经办）、投资管理部、财务管理部、审计部、法无安全部、教育科技管理部6个行政职能部室和资金管理中心、信息中心、招标中心等5个直属机构；纳入公司合并报表范围内全资二级子公司22家，事业单位6家。

截至2018年底，公司合并资产总额917.74亿元，所有者权益合计165.93亿元（含少数股东权益50.29亿元）；2018年公司实现营业总收入379.56亿元，利润总额8.70亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额916.77亿元，所有者权益合计168.52亿元（含少数股东权益50.74亿元）；2019年1-3月，公司实现营业总收入103.61亿元，利润总额2.79亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区经十路9777号；法定代表人：高洪雷。

### 三、募集资金使用情况

公司存续期内中期票据6期、短期融资券2期，募集资金均已按计划使用完毕；跟踪期内，中期票据已于相关债券付息日足额付息。

<sup>1</sup> 截至2019年3月底，公司实收资本为20.98亿元，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。



表1 截至2019年3月底公司存续债券概况

(单位: 亿元)

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18鲁商CP001	14.00	14.00	2018/11/06	2019/11/06
18鲁商CP002	8.00	8.00	2018/12/17	2019/12/17
18鲁商MTN001	9.00	9.00	2018/11/16	2021/11/16
*18鲁商MTN003	6.00	6.00	2018/12/14	2021/12/14
*14鲁商MTN002	7.00	7.00	2014/12/25	2019/12/25
*15鲁商MTN001	10.00	10.00	2015/06/25	2020/06/25
*15鲁商MTN002	9.00	9.00	2015/08/12	2020/08/12
17鲁商MTN001	10.00	10.00	2017/10/20	2020/10/20

注: \*为永续中期票据, 所列到期兑付日为首个约定赎回日

“14鲁商MTN002”“15鲁商MTN001”和“15鲁商MTN002”的发行期限为(5+N)年,“18鲁商MTN003”的发行期限为(3+N)年。根据上述债券发行条款,在赎回权方面,上述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。

基于上述永续债券的条款,可得出以下结论:

(1)“14鲁商MTN002”“15鲁商MTN001”“15鲁商MTN002”和“18鲁商MTN003”的本金及利息在破产清算使得清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

(2)“14鲁商MTN002”“15鲁商MTN001”和“15鲁商MTN002”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。“18鲁商MTN003”如不赎回,从第4个计息年开始每3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,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)在递延利息支付方面,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。2018年全年,公司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2018年8月完成2017年度分红;鲁商置业2018年年报中公布了年度分红预案,尚需经公司股东大会审议批准。由此,公司递延利息支付可能性小。

综合以上分析,公司存续期内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,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。联合资信认为上述永续债券在清偿顺序、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。

#### 四、宏观经济和政策环境

2018年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018年,中国国内生产总值(GDP)90.0万亿元,同比实际增长6.6%,较2017年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地

方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项

目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧

盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥

逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 商业零售业

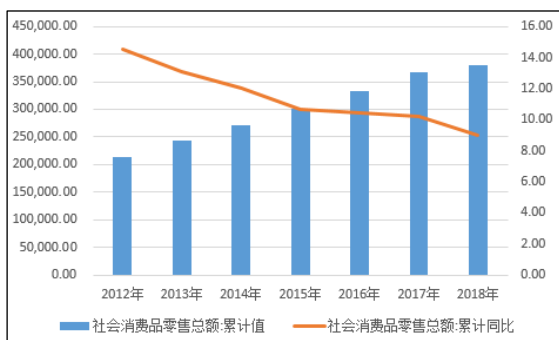
零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

2018年，中国居民生活水平稳步提升，居民收入与经济增长基本同步。全国居民人均可支配收入28228元，比上年增长8.7%，扣除价格因素，实际增长6.5%，较人均GDP增速快0.4个百分点。消费品市场总量继续扩大，消费升



级持续推进，市场供给方式不断创新。国内消费对经济增长的拉动作用进一步增强，全年消费支出对经济增长的贡献率为76.2%，比上年提高18.6个百分点，消费成为经济增长的第一驱动力。全年社会消费品零售总额38.10万亿元，比上年增长9.0%。其中：城镇消费品零售额32.56万亿元，增长8.8%；乡村消费品零售额5.54万亿元，增长10.1%。商品零售额33.83万亿元，增长8.9%，增速进一步放缓。

图1 近年社会消费品零售总额(单位:亿元、%)



资料来源：Wind资讯

根据中华全国商业信息中心统计，2018年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长0.7%，增速较1-11月份放缓0.3个百分点。12月全国百家重点大型零售企业零售额同比下降2.4%，降幅较上月略扩大0.1个百分点。整体经营环境景气度下降。

2018年，全国网上零售额90065亿元，比上年增长23.9%，增速较上年同期的32.2%进一步放缓。其中，实物商品网上零售额70198亿元，增长25.4%，较上年同期的28.0%进一步放缓，对社会消费品零售总额增长的贡献率为45.2%，占社会消费品零售总额的比重达到18.4%；实体店消费品零售额增长5.9%。网上销售增速依然快于实体店，实体店经营继续承压。

虽然2018年实体店零售额增速再度回落，但2017年下半年以来，零售市场景气度步入复苏阶段，整体消费市场结构升级，实体零售企业加快转型升级，具体体现在开拓新零售新业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强

消费者体验等多个方面，线上、线下消费品市场更加协同发展，零售企业效益得到提高。

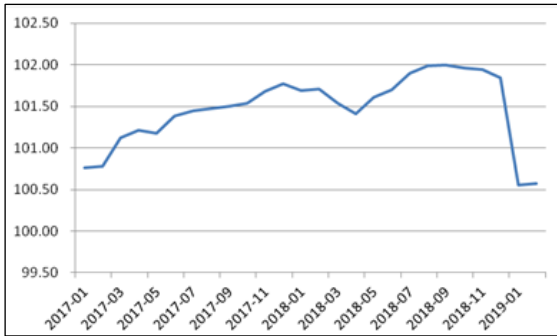
总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，实体零售企业通过开拓新零售新业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强消费者体验等进行转型升级和改革创新，实现线上、线下消费品市场协同发展。从长期来看，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

### (1) 房地产开发行业

延续2017年以来房地产市场的严控形势，2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图2 2017年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积20.93亿平方米，同比增长17.20%，其中住宅新开工面积15.34亿平方米，同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米，同比增长5.20%；其中住宅施工面积为57.00亿平方米，同比增长6.30%。总体看，2018年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

## （2）土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持

谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1-9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10

月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

### （3）政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等

城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种



“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

### 3. 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《2018年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2018年山东省经济运行稳中有进，全省实现生产总值(GDP)76469.7亿元，按可比价格计算，比上年增长6.4%。其中，第一产业增加值4950.5亿元，增长2.6%；第二产业增加值33641.7亿元，增长5.1%；第三产业增加值37877.4亿元，增长8.3%。产业结构调整优化，三次产业比例为6.5:44.0:49.5。人均生产总值76267元。

居民人均收入稳步增长，消费能力进一步增强。2018年城镇居民人均可支配收入39549元，比上年增长7.5%；人均消费支出24798元，增长7.5%。农村居民人均可支配收入16297元，增长7.8%；人均消费支出11270元，增长9.0%。城镇、农村居民人均现住房建筑面积分别为36.8平方米和43.2平方米。

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。根据山东省统计局发布的信息显示，山东省社会消费品零售总额比上年增长8.8%，其中，餐饮收入增长10.9%，商品零售增长8.6%；城镇零售额增长8.6%，乡村零售额增长9.8%。网上零售额3513.6亿元，比上年增长31.7%，其中，实物商品网上零售额2849.3亿元，增长29.0%；占社会消费品零售总额的比重为8.5%，比上年提高2.3个百分点。

2018年，山东省房地产市场平稳发展。房地产开发投资7553.0亿元，比上年增长13.8%。其中，住宅投资5717.5亿元，增长16.0%。商品房施工面积69063.1万平方米，增长8.7%。其中，住宅施工面积50789.5万平方米，增长8.7%。商品房竣工面积10512.6万平方米，增长24.7%。其中，住宅竣工面积8057.1万平方

米，增长25.8%。商品房销售面积13454.7万平方米，增长5.0%。其中，住宅销售面积11755.4万平方米，增长4.9%。年末商品房待售面积2640.0万平方米，比上年末下降19.0%。

总体看，跟踪期内，山东省经济保持较大规模且发展形势良好，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。

## 六、重大事项

鲁商置业于2018年12月24日召开2018年第四次临时股东大会审议通过《关于受让山东福瑞达医药集团有限公司100%股权暨关联交易的议案》。本次交易中，鲁商置业受让公司持有的山东福瑞达医药集团有限公司（以下简称“福瑞达医药”）100%股权，交易价款依据评估值确定为92669.07万元；鲁商置业以持有的泰安银座房地产开发有限公司97%股权、东营银座房地产开发有限公司100%股权和济宁鲁商置业有限公司100%股权依据评估值作价80589.70万元转让给公司，差额部分12079.37万元以现金方式支付。公司承诺，福瑞达医药2018年、2019年、2020年实现的净利润总数分别不低于2537.00万元、5555.74万元、8493.43万元，如未达到利润承诺，公司须按照约定向上市公司进行补偿（2018年度福瑞达医药扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润金额为3102.46万元，实现承诺的2018年度净利润指标）。截至2018年底，鲁商置业已完成受让标的公司及出售标的公司的工商变更手续，本次交易的差额部分交易价款已支付完毕。

本次交易中鲁商置业出售的3家公司所拥有的房地产业务已经开发完成，目前仅有少量资产处于尾盘阶段，其中有部分资产租赁给公司下属零售企业使用，与在开发的房地产业务关联较小。本次公司将生物医药板块优质资产置入鲁商置业，可以充分发挥上市公司健康产



业资本运作的平台作用，同时进一步落实鲁商置业战略转型规划，提高持续经营能力。上述事项属于同一控制下企业合并，对公司合并范围内业务影响不大。

## 七、基础素质分析

### 1. 产权状况

2018年3月，山东省政府将山东省社保基金理事会所持公司20%国有资本及享有的权益一次性调整至山东省国资委出资成立的山东国惠持有，此部分股权由山东省国资委履行出资人职责，股权划转于2018年5月完成。截至2019年3月底，山东省国资委、山东国惠和山东省社保基金理事会分别持股70%、20%和10%，山东省国资委为公司实际控制人。

### 2. 公司规模

公司作为山东省零售行业的龙头企业，持续巩固其以现代零售业、生物制药和房地产为主的多元化经营格局。

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2019年3月底，公司拥有170家百货及百货超市复合门店、204家便利店、10家家居店、5家购物中心、37家家电专营店、6家汽车4S店，经营面积合计545.61万平方米。公司控股的银座股份为A股上市公司，为零售业筹集发展所需资金搭建了资本平台。

公司房地产及生物制药业务经营主体为A股上市公司鲁商置业。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2018年底，鲁商置业在建面积336.72万平方米，全年房地产实际投资额达155.44亿元。2018年，鲁商置业通过收购山东福瑞达医药集团有限公司（以下简称“福瑞达医药”），进一步完善了医药康养产业链条，“地产+医养”发展模式基本成型。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，经营业务涉及药品、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。

福瑞达医药及其控股子公司拥有“明仁”、“颐莲”、“润舒”、“润洁”和“施沛特”等多个知名品牌。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。

### 3. 股东支持

政府支持方面，山东省人民政府将公司作为重点培育的产业集团之一，将省财政厅、省计委提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。此外，隶属公司管理的科研院所和教育产业持续获得国家财政的资金支持，2018年公司获得各项政府补助为7908.15万元，同比持续增长。

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，集团将着力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。

2018年1月，国务院正式批复《山东省新旧动能转换综合试验区建设总体方案》，在山

东省规划的新旧动能转换“十强”产业中，公司将结合自身重点培育的新型业务，进一步做强医养健康、现代金融、精品旅游（托管单位业务）等新兴产业相关业务，并依靠集团优势业务打造新旧动能转换发展平台。

总体看，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市场地位突出，未来结合山东省政府政策红利和股东支持，随着地产、医药、教育、传媒等业务板块的逐步协同发展，公司综合竞争力有望获得持续提升。

## 八、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员因换届选举、工作变动等原因发生较大变化，具体情况见下表：

表2 2018年以来公司董事、监事及高管变动情况

离任人员		
姓名	原职务	离任原因
李彦勇	董事长	工作变动
徐东芬	监事会主席	任期届满
朱广瑜	职工监事	任期届满
董红林	总经理	工作变动
李德昌	副总经理	工作变动
崔丰广	副总经理	工作变动
李中山	财务总监	工作变动
姜国栋	监事会主席	工作变动
关岩	职工监事	个人原因
现任人员		
姓名	现任职务	产生方式
董红林	董事长	选举产生
贾庆文	董事	选举产生
查瑞平	监事	换届选举
张全立	总经理	聘任
李珩	财务总监	聘任
韩涌泉	监事会主席	选举产生
王泽	职工监事	选举产生

资料来源：公司 2018 年年报

公司董事长董红林女士，山东大学软件工程专业毕业，硕士，高级经济师。曾任山东省

鲁商物业服务有限公司总经理、临沂鲁商地产有限公司总经理、临沂鲁商置业有限公司总经理、公司副总经理、董事、总经理，2019年2月至今任公司董事长。

公司总经理张全立先生，毕业于山东建筑工程学院工民建专业，山东科技大学安全技术及工程专业硕士，国家一级注册结构工程师、研究院。曾任公司总经理助理、公司地产管理本部部长、公司副总经理、山东省商业房地产开发有限公司总经理、公司常务副总经理，2019年2月至今任公司总经理。

除上述人员变动外，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变动。

## 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。2018年，公司实现营业总收入379.56亿元，同比增长3.82%。零售业收入保持较大规模，对公司营业总收入贡献率保持在70%以上，2018年实现收入271.84亿元，同比微增1.28%。生物制药业务收入同比增长11.00%至8.58亿元，自主研发药品及“施沛特”销售情况均持续增长。房地产业务实现收入79.63亿元，同比增长5.48%，销售情况有所回暖。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，2018年为19.50亿元，同比增长39.68%，主要系原托管单位山东省牧工商实业有限公司纳入合并范围，其所经营的饲料贸易规模较大。

2018年，公司综合毛利率为20.85%，零售业仍为公司毛利润的主要来源。2018年公司通过门店调整升级、加强营销等提升经营管理效率，零售业务毛利率回升至20.46%。生物制药毛利率小幅增长，2018年为62.85%。房地产业务方面，受益于结转中高档住宅及哈尔滨项目毛利率水平较高等因素，房地产业务毛利率同比有所回升，2018年为15.67%。其他业务毛利率

为29.05%，同比减少10.85个百分点，主要由于新并表的饲料贸易业务毛利率较低，拉低了其他业务整体毛利率。

2019年1-3月，公司实现营业总收入103.61

亿元，同比增长3.33%，除零售业收入稍有下降外，其他业务收入同比均有所增长。当期综合毛利率为19.90%，同比提升1.64个百分点。

表3 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	营业总收入				毛利率			
	2016年	2017年	2018年	19年1-3月	2016年	2017年	2018年	19年1-3月
零售业	247.26	268.40	271.84	84.07	20.17	18.72	20.46	17.89
生物制药业	6.64	7.73	8.58	2.32	58.73	60.67	62.85	59.85
房地产业	76.46	75.49	79.63	11.55	14.61	14.29	15.67	22.22
其他	13.06	13.96	19.50	5.67	40.20	39.90	29.05	28.67
合计	343.42	365.58	379.56	103.61	20.44	19.50	20.85	19.90

资料来源：公司提供；

### 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40.03%，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2018年底，银座股份资产总额125.09亿元，净资产32.12亿元；2018年实现营业收入132.40亿元，同比增长1.81%，实现利润总额1.12亿元，同比下降10.93%，主要

受租赁合同纠纷案件预提违约金0.51亿元所致。

2018年，公司以升级改造现有店铺为重心，新开店节奏有所放缓，全年在山东省内新开业百货及百货超市复合店8家；调整关闭百货及百货超市复合店1家、便利店1家、家居店1家、汽车城市展厅3家（展厅仅作为展示功能，并无销售业务，为控制成本于当期关闭）。截至2019年3月底，公司拥有170家百货及百货超市复合门店、204家便利店、10家家居店、5家购物中心、37家家电专营店、6家4S店，经营面积合计545.61万平方米。

表4 公司零售业店面经营情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2016年底		2017年底		2018年底		2019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	150	340.18	161	354.22	168	370.34	170	375.15
便利店	204	8.37	205	8.40	204	8.35	204	8.35
家居店	9	73.70	11	92.60	10	92.60	10	92.60
家电店	37	6.62	37	6.62	37	6.62	37	6.62
购物中心	4	50.10	5	60.10	5	60.10	5	60.1
汽车	10	3.13	9	3.02	6	2.79	6	2.79
合计	414	482.10	428	524.96	430	540.80	432	545.61

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2019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13家省外百货超市复合店及购物中心。

从店铺盈利情况来看，2018年以来，公司通过推进百货调整升级，开发系统新品牌，加大门店品牌调整力度等措施，重点区域大店进

行调整，并关闭临沂兰陵店，使得2018年度主要网点净利润较上年增长明显，部分店面减亏效果较好。但由于公司在山东省内青岛、威海、烟台等地市场切入时间较晚，较当地品牌和企业处于竞争劣势，利润遭到物业建设成本及三

费的严重侵蚀，部分门店仍经营性亏损；同时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。

表5 公司零售业主要经营网点销售情况（单位：万平方米、万元）

序号	商城名称	经营面积	开店时间	物业权属	经营方式	销售额	
						2018年	2019年1-3月
1	山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	289696.00	38673.93
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	66779.09	18149.76
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	64965.50	18271.98
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	44382.12	13613.80
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	50921.76	14608.97
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	61359.38	20657.89
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	33537.48	9431.36
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	25881.00	8231.90
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	31145.17	8476.95
10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	57492.72	14243.05
11	日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	50765.69	13905.42
12	淄博银座商城周村购物广	1.94	2006	自有	百货+超市	20961.82	6282.61
13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	49752.51	13628.81
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	51444.05	13002.16
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	18103.61	4734.76
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	4864.98	1338.96
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	52668.04	13790.15
18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	3748.35	471.21
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	20105.14	5366.88
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	26913.92	7966.69
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	21960.71	5440.89
22	石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	20949.56	4890.03
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	14250.87	4054.51
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	11626.83	2338.03
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	20045.27	6173.96
26	济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	13249.31	3183.18
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	12908.90	4013.58
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	23339.71	6842.72
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	36936.06	11723.47
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	38522.28	9451.97
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	7906.89	2187.75
32	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	5346.89	1265.03
33	鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	5462.04	1316.26
34	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	14881.76	3531.34
35	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	9221.46	1738.62
36	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	4843.41	1927.11
37	张家口银座商城	4.10	2014	自有	百货+超市	32232.73	10264.33
38	济南和谐广场	14.50	2011	自有	购物中心	51945.34	19729.56
39	临沂和谐广场	8.20	2012	自有	购物中心	36076.06	8270.27
40	银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	36413.10	10636.58
41	青岛银座商城	5.22	2016	自有	百货+超市	13472.06	2094.50
42	北京和谐广场	14.00	2016	自有	购物中心	12305.19	5721.62
43	菏泽和谐广场	10.00	2017	租赁	购物中心	10071.42	2740.12
44	淄博高青银座	2.02	2017	租赁	百货+超市	5171.62	1527.91
45	临沂银座人民广场店	2.38	2017	租赁	百货+超市	6908.68	1347.50
46	德州齐河银座	1.85	2017	租赁	百货+超市	4116.62	1227.10



合计	151.47	--	--	--	1495653.10	378485.18
----	--------	----	----	----	------------	-----------

资料来源：公司提供

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。零售商业物业中，地区主力门店以自有为主；而考虑到资金压力及店面配置的灵活性，公司2017年以来新开业的主力店面全部为租赁物业。除城市旗舰店外，其他同城分店以租赁为主，整体看，公司零售店面自有面积占比约为45%。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，公司物流能力变化不大，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2019年3月底，公司零售业主要在建工程为济南天启和淄博中心店二期项目，总投资20.60亿元，已完成投资7.50亿元。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，另有较大的拟建项目为东营银座中心店扩建工程，计划总投资3.50亿元，目前处于待拆建状态。

表6 截至2019年3月底公司零售业主要在建、拟建项目（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	2015.04-2020.03	13.71	4.22	自有资金，银行贷款
淄博中心店二期	1.36	2016.07-2018.10	3.39	3.28	自有资金，银行贷款
东营银座中心店扩建	--	拟建	3.50	--	自有资金，银行贷款
合计	15.47	--	20.60	7.50	--

资料来源：公司提供

注：目前淄博中心店二期已按期完工并投入使用

总体看，零售业务将通过进一步开拓新店、升级和改造现有门店等方式来扩大经营规模、提升店铺盈利能力，以保障零售业的快速发展。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，公司将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，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12家子公司、1家省级科研院所和3个省级实验室。目前，福瑞达医药已成为鲁商置业全资子公司。截至2018年底，

福瑞达医药资产总额13.96亿元，净资产3.36亿元，2018年福瑞达医药实现营业收入8.58亿元，利润总额0.72亿元。

公司生物制药板块以“颈痛片”等自有品牌的中药产销及骨科药“施沛特”销售为主，跟踪期内，各类药品销量持续上升，收入规稳定增长。2018年，“颈痛片”、“四季感冒胶囊”、“小儿解感颗粒”等药品在持续的推广下，销售收入分别增长17.91%、14.20%和12.74%，市场占有率保持上升态势。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，市场占有率超过40%，由公司销往全国各大中城市，2018年销量达到345万盒，同比增长7.81%。

表7 公司生物制药业营业收入构成(单位:万元)

类别	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
<b>1. 医药工业</b>	<b>18728</b>	<b>23586</b>	<b>27662</b>	<b>7085</b>
颈痛片	8824	10859	12804	2958
颈痛颗粒	5125	6839	8256	2322
四季感冒胶囊	1792	2229	2546	702
小儿解感颗粒	1705	2172	2449	675
雪莲归芪口服液	1282	1487	1608	428
<b>2. 医药商业</b>	<b>47662</b>	<b>53740</b>	<b>58186</b>	<b>16157</b>
施沛特	47662	53740	58186	16157

资料来源:公司提供

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。近年来,随着药品销量的增长,公司原材料采购量保持增长;采购价格方面,对于三七、羌活等大批量采购的主要药材,公司采用产地直采,在确保质量的前提下压低采购成本,主要供应商较为稳定且集中度高,2018年主要药材采购均价同比稍有增长。

公司历来重视新产品和新技术的开发工作。截至2019年3月底,公司开展的各类在研课题项目167项,已完成153项。近三年来申请国家专利122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31项、三等奖3项。至今为止,研发的产品获得64新药证书,25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46篇,学术专著13部。

公司药品销售以经销商渠道为主,2018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。

整体看,福瑞达医药主要产品市场销售情况良好,2018年底,福瑞达医药成功纳入上市公司平台,未来有望得到更好的资金支持,并与地产板块探索开展更多盈利模式,以增强自

身竞争力。

### 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。截至2018年底,鲁商置业资产总额488.78亿元,所有者权益合计28.89亿元;2018年实现销售收入88.21亿元,利润总额4.58亿元,同比增长48.70%,一方面由于医药板块纳入合并范围,另一方面系地产项目当期去化及回款效率均有所提升,经营活动现金流净额实现20.95亿元,同比增长27.98%。

2018年,面对地产行业市场环境变化,公司以抢抓开盘节点和客户体验为目标,并突出销售回款这一核心,签约销售及回款金额同比均保持增长,分别为117.09亿元和124.11亿元。当期确认销售面积保持较大规模,确认收入74.99亿元,同比小幅增长;2018年结转收入部分均价同比有所下降,主要系当期达到交房条件的项目以临沂、泰安和菏泽等地区项目为主,均价偏低。开发进度方面,公司当期开工面积增速同比明显放缓,为148.24万平方米;竣工面积则同比下滑20.80%至114.84万平方米,使得期末存货开发产品规模大幅下降。但由于在建项目较多,公司期末存货开发成本仍维持在较大规模,存在一定资本支出压力。

表8 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	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
开工面积	115.43	141.45	148.24	50.22
竣工面积	136.06	145.00	114.84	32.65
签约销售面积	99.83	113.23	123.15	22.41
签约销售金额	72.58	95.96	117.09	21.12
签约销售均价	7270.36	8474.79	9507.92	9424.36
确认销售面积	93.06	82.91	106.00	11.47
确认销售收入	73.60	72.10	74.99	10.78
实现销售回款	92.15	118.60	124.11	23.50

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。近年公司产品结构中，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，主力项目中：哈尔滨松江新城一次性支付土地款而分期开发，且销售前期遇到东北地区整体处于楼市低谷，开发和去化速度放慢，导致利息费用等成本加大；菏泽鲁商凤凰城所在城市市场不景气，且区域经济薄弱导致整体汇款周期较长；青岛蓝岸两舍团购订单拉低利润空间，且涉及旧城改造及拆迁使得开发周期延长；上述多方因素共同导致公司房地产销售均价及毛利率在低位徘徊。2018年以来，上述情况得到缓解，多个城市房地产市场逐渐回暖，公司销售均价及毛利率明显回升，盈利状况有望相应得到改善。

跟踪期内，伴随医药产业的纳入，鲁商置业积极向医药康养产业转型探索。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2019年3月底，临沂知春湖项目签约销售11.62万平方米，签约额7.15亿元，回收房款5.73亿元，去化速度明显提升。

截至2019年3月底，公司房地产可售面积（不含已预售面积）共106.01万平方米，主要分布在济南、青岛、临沂、哈尔滨、重庆等地。2018年，公司在烟台、淄博、菏泽等地均有新增土地，共获取出让地46.64万平方米。截至2019年3月底，公司拥有土地储备79.76万平方米，其中商业地产占23.97%，除2018年8月拍得的菏泽鲁商蓝岸公馆地块尚未获得土地使用证外，其余土地出让金已全部交齐。储备

项目集中在山东省内和哈尔滨，拟开发建筑面积为216.31万平方米，储备量充裕。

总体来看，2018年公司房地产开发投资及销售保持较大规模，储备项目及可售面积较为充足，未来3年房地产业务板块仍将保持较快发展。至2021年底，三大系列产品仍需投资263.82亿元，对外筹资压力持续存在。同时，联合资信注意到，宏观政策调控下，房地产企业面临较大的库存压力和资金压力；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，向养老地产转型发展的步伐也在不断加速，公司省内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。

#### 4. 经营效率

从经营效率指标来看，2018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47.42次、0.79次和0.43次，应收账款管理有所减弱，公司整体经营效率一般。

#### 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。

房地产方面，公司坚持“市场导向，标准先行，快速周转，高效运营”的经营策略，实现持续稳健发展。抓住国家积极推进城镇化和消费升级的契机，加快“标准化、科技化、智慧化、绿色健康化”的产品研发迭代，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；推进医药康养、产业、招商、物业四大运营服务能力建设，全面提升工程、运营、涉及、营销和资本运营能力；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。

医药健康转型升级方面，以国家“健康中国”战略为导向，围绕医药制造、健康服务总体产业定位，以现有药品、保健食品、化妆品和生物技术产品为基础，充分整合福瑞达品牌优势与资本市场力量，聚焦高端仿制药、创新药、现代中药和生物技术化妆品，实施品牌差异化战略，创新营销管理模式，着力打造中国骨科、眼科药物领导品牌，并逐步向智慧养老和健康服务领域拓展，实现高质量发展、创新发展与跨越式发展，努力实现打造中国一流健康产业集群的发展愿景。

2018年初，公司层面成立了降负债工作小组，由公司领导担任工作小组负责人，制定了详细具体的降负债、调结构工作计划。一方面将积极探索多渠道、中长期融资，通过长债置换短债，优化融资结构；另一方面，盘活和处置闲置和低效资产，加快去库存步伐，加快资金回笼，减少资金占用，回收相关单位欠款，压缩有息负债规模。同时，公司已将工作落实到下属各产业，分别下达降负债目标，并由各产业根据目标制定了具体实施方案。此外，将同步推进债转股业务、上市公司再融资、相关资产的资产证券化业务、财务公司整合配置资金资源等，协同提升资金管理水平，降低公司运营风险。

## 十、财务分析

公司提供的2018年财务报表已经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并已出具了标准无保留意见的审计结论。公司2019年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2018年公司合并范围新增二级子公司8家，包括山东鲁商乡村振兴有限

公司、东营银座房地产开发有限公司等；减少二级子公司2家：山东鲁商数字出版有限公司、山东富华实业有限公司。公司2019年1-3月合并范围较2018年无变化。总体看，跟踪期内公司合并范围变动对公司经营影响较小，财务数据可比性强。

截至2018年底，公司合并资产总额917.74亿元，所有者权益合计165.93亿元（含少数股东权益50.29亿元）；2018年公司实现营业总收入379.56亿元，利润总额8.70亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额916.78亿元，所有者权益合计168.52亿元（含少数股东权益50.74亿元）；2019年1-3月，公司实现营业总收入103.61亿元，利润总额2.79亿元。

### 1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额917.74亿元，同比增长8.28%。资产构成中流动资产占74.58%，非流动资产占25.42%。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2018年底，公司流动资产合计684.42亿元，同比增长8.47%。流动资产构成以货币资金（占14.32%）、存货（占57.62%）和其他应收款（占9.52%）为主。

截至2018年底，公司货币资金为98.02亿元，同比大幅增长59.03%，主要是银行存款（占59.57%）。其中使用受限制的货币资金34.36亿元（占35.06%），主要是保证金存款、预售监管资金及贷款保证金等。

截至2018年底，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产为38.22亿元，同比大幅增长，主要系购买的理财产品增加所致。截至2018年底，公司预付款项为55.63亿元，同比下降14.53%，构成包括在建项目的地价款、土地竞标保证金和工程款、商品采购款等。预付款项前5名合计25.40亿元，占45.66%，集中度较高。按账龄来看，1年以内的占42.12%、1~2年的占20.68%、2~3年的占23.30%、3



年以上占 13.90%，超过 1 年的款项主要为垫付的前期拆迁补偿款，主要由于公司部分地产项目为一二级联动开发模式，前期需垫付拆迁和土地熟化等费用。但随着 2015 年 5 月济南市政府出台《关于规范社会资金参与土地熟化工作的意见》，废除“唯一熟化人”制度，以及土地开发风险的逐渐显现，公司将逐步减少参与含土地一级开发项目。

截至 2018 年底，公司其他应收款 65.18 亿元，同比下降 3.64%，主要为公司与未纳入合并范围的受政府委托代管企业的往来款 33.58 亿元及存放于济南市房地产行业协会的预售保证金等；坏账计提比例为 4.82%。近年来公司持续承担国资委要求的代管职能，向代管企业提供借款，近年来累积余额较高，主要明细如下：

表 9 2018 年底公司应收非合并范围内代管企业往来款  
(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	189600.18
山东省林工商投资有限公司	88657.19
山东世界贸易中心	32611.65
青岛海景(国际)大酒店发展有限公司	24900.00
合计	335769.02

资料来源：公司提供

注：根据鲁国资产权字[2018]23号，山东省国资委已于 2018 年 6 月将山东省林工商投资有限公司无偿划转至公司，工商变更于 2019 年完成；山东银座旅游集团有限公司已于 2019 年 6 月完成股权变更，成为公司下属全资企业，目前尚未并表

截至 2018 年底，公司存货 394.34 亿元，同比增长 7.93%；存货构成主要为开发成本(占 70.78%)和开发产品(占 23.93%)，其中 13.97% 的存货已用于抵押借款。2018 年底公司共计提 0.08 亿元的跌价准备，主要针对库存商品和发出商品计提，计提比例偏低。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 22.59 亿元，同比下降 62.86%，主要由于上年底 42.32 亿元一卡通预存款备付金已全额上缴人民银行。其他流动资产构成包括：预缴税费 11.11 亿元、委托贷款 3.05 亿元(系为参股项目公司发放的委托贷款)及待抵扣进项税额 3.70 亿元。

## 非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 233.32 亿元，同比增长 7.74%，构成以投资性房地产(占 16.40%)、固定资产(占 38.41%)、无形资产(占 10.74%)为主。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 14.28 亿元，同比增长 29.53%。可供出售金融资产主要为公司对参股企业的投资，包括国泰君安证券股份有限公司(3.74 亿元)、滨州农村商业银行股份有限公司(2.40 亿元)、济南碧旻置业有限公司(0.90 亿元)和山东黄河三角洲产业投资基金合伙企业(0.50 亿元)等。

截至 2018 年底，公司发放贷款及垫款 5.57 亿元，同比增长 30.76%，主要为子公司济南市富源小额贷款有限公司(以下简称“富源小贷”)对外发放贷款形成。富源小贷实收资本 2.00 亿元，小额贷款发放主要客户类型为集团产业链上下游客户，以中小微企业为主，客户行业分布在建筑、劳务、商业等行业，贷款期限为一年以内，金额范围大部分在 200 万以下，业务开展以来未发生逾期或不良。

截至 2018 年底，公司投资性房地产和固定资产分别为 38.27 亿元和 89.61 亿元，同比变动均不大。公司投资性房地产为房屋、建筑物(占 80.06%)和土地使用权(占 19.94%)，其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 7.50 亿元；2018 年底，公司累计折旧 10.69 亿元。固定资产构成主要是房屋建筑物(占 84.81%)，其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值为 11.76 亿元，累计计提折旧 54.00 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程为 14.81 亿元，同比大幅增长 25.63%，主要系齐鲁医药学院新校区建设项目投资增加所致。截至 2018 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 2018 年底，公司无形资产和商誉分别为 25.06 亿元和 19.20 亿元，同比变动均不大。无形资产主要由土地使用权 21.86 亿元构成。公司商誉主要为以前年度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子公司所形成。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 916.77 亿元，规模及构成均较 2018 年底变化不大。其中以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产较上年底下降 32.54%至 25.78 亿元，系当期赎回部分理财产品所致；长期应收款随公司融资租赁业务的发展而快速增长，2019 年 3 月底为 11.14 亿元，主要模式为物业资产的售后回租；其他科目变动较小。截至 2019 年 3 月底，公司货币资金、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产受限比例分别为 35.26%、17.46%、34.08%、45.29%和 35.22%。

表 10 截至 2019 年 3 月底公司资产抵押/受限情况  
(单位: 亿元、%)

资产科目	账面价值	抵押/受限金额	抵押/受限比例
货币资金	96.67	34.09	35.26
存货	396.19	69.17	17.46
投资性房地产	38.00	12.95	34.08
固定资产	92.43	41.86	45.29
无形资产	25.04	8.82	35.22
合计	648.33	166.89	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司资产保持较大规模，构成以流动资产为主；存货以开发成本及开发产品为主，其他应收款中应收代管企业欠款较多，均对资金形成占用。总体看，公司资产质量尚可，资产流动性偏弱。

## 2. 所有者权益及负债

### 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 165.93 亿元（含少数股东权益 50.29 亿元），同比增长 22.26%。归属于母公司所有者权益中，以实收资本（占 18.14%）、资本公积（占 4.77%）、未分配利润（占 16.47%）、盈余公积（占 4.43%）和其他权益工具（占 54.48%）为主。其中，实收资本因省财政增加对事业单位学校的拨款而

增加 2.60 亿元，同时公司合并范围内事业单位对国资委注资所得固定资产进行折旧计提，导致实收资本减少 4.14 亿元；其他权益工具同比增加 37.30 亿元至 63.00 亿元，包括当期新发行的永续债券“18 鲁商 MTN001”、“18 鲁商 Y1”、“18 鲁商 Y2”合计 22.4 亿元，以及交银国际信托永续债权式权益投资 10 亿元和工商银行可续期债权投资 5 亿元。资本公积及盈余公积同比均有所下降，主要原因包括鲁商置业合并福瑞达医药对上期数据进行追溯调整以及下属事业单位事业基金减少等。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计为 168.52 亿元（含少数股东权益 50.74 亿元），较 2018 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益和其他权益工具占比高，稳定性偏弱。

### 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 2018 年底，公司负债合计 751.81 亿元，同比增长 5.62%。负债构成中，流动负债合计占 78.80%，非流动负债占 21.20%，公司负债以流动负债为主。截至 2018 年底，公司流动负债为 592.41 亿元，同比增长 30.82%，主要源于预收款项和一年内到期的非流动负债的增加；构成以短期借款（占 19.03%）、应付账款（占 15.08%）、预收款项（占 26.36%）和一年内到期的非流动负债（占 20.91%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款 112.73 亿元，同比增长 23.29%，构成主要为保证借款（占 54.22%）、信用借款（占 21.56%）和质押借款（占 20.27%）。应付票据为 43.36 亿元，同比增加 30.53 亿元，主要系零售业务中票据结算增加所致。应付账款 89.31 亿元，同比增长 11.24%，主要为商品采购款和工程款。预收款项为 156.16 亿元，同比增长 19.15%，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 45.77 亿元，构成主要包括预售购物卡、购物券款项（21.33 亿元）、代建项目专款及代收

款(12.47亿元)和应付工程款(8.52亿元)等,同比大幅下降39.27%,主要由于一卡通预存款备付金全额上缴人民银行。

截至2018年底,公司一年内到期的非流动负债共计123.88亿元,同比增加75.54亿元,系以前年度发行的债券即将到期调整至流动负债所致。

截至2018年底,公司非流动负债为159.41亿元,同比下降38.45%,以长期借款(占57.50%)和应付债券(占33.95%)为主。应付债券共计54.11亿元,主要包括:“16鲁商01”(10亿元)、“17鲁商PPN001”(10亿元)、“17鲁商MTN001”(10亿元)、“18鲁商MTN001”(9亿元)和“18鲁商02”(14亿元)。

截至2019年3月底,公司负债总额748.25亿元,金额及构成均较2018年底变化不大。

截至2018年底,公司有息债务规模同比增长5.83%至431.74亿元;其中长、短期债务占比分别为35.15%和64.85%,仍以短期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为81.92%、72.24%和47.77%。考虑到公司存续期内的六期永续债券以及两期金融机构可续期投资产品(共计63.40亿元),均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。将上述永续中期票据调整计入长期债务后,公司全部债务为495.14亿元;其中长、短期债务占比分别为56.54%和43.46%。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88.83%、82.85%和67.73%。

表11 截至2019年3月底公司合并范围存续直接人民币债务明细(单位:亿元)

债券名称	发行规模	期限	到期兑付日
18鲁商SCP008	3	249天	2019/4/16
16鲁商02	10	3+2年	2019/4/22
19鲁商SCP001	5	90天	2019/6/6
19鲁商SCP003	10	100天	2019/7/4
18鲁商01	1	1+1年	2019/7/27
18鲁商SCP013	12	270天	2019/9/14

19鲁商SCP002	5	180天	2019/9/16
18鲁商CP001	14	365天	2019/11/6
*14鲁商MTN002	7	5+N年	2019/12/25
18鲁商CP002	8	365天	2019/12/17
17鲁商PPN001	10	3年	2020/4/12
*15鲁商MTN001	10	5+N年	2020/6/25
*15鲁商MTN002	9	5+N年	2020/8/12
17鲁商MTN001	10	3年	2020/10/20
16鲁商01	10	5+2年	2021/4/8
18鲁商02	14	3年	2021/11/16
18鲁商MTN001	9	3年	2021/11/16
*18鲁商MTN003	6	3+N年	2021/12/14
*18鲁商Y1	6.4	3+N年	2021/12/18
*18鲁商Y2	10	3+N年	2021/12/24
合计	169.40	--	--

资料来源:Wind资讯

注:\*为永续中期票据,附票面利率调整及回售选择权的债券列示到期兑付日为首个可行权日

截至2019年3月底,公司全部债务427.05亿元;其中长、短期债务占比分别为41.61%和58.39%。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81.62%、71.70%和51.33%。将永续中期票据调整计入长期债务后,公司全部债务490.45亿元,上述三项指标分别为88.53%、82.35%和69.64%。

总体看,跟踪期内公司债务规模有所增长,构成主要仍为短期债务,债务负担重,短期偿债压力大。

### 3. 盈利能力

2018年公司主营业务稳中有升,实现营业总收入379.56亿元;同期营业成本增幅稍低于营业总收入,为300.60亿元,使得公司营业利润率同比稍有提升,为18.70%。

2018年,公司期间费用占营业总收入的比例为16.65%,同比变动不大。公司期间费用中,销售费用占比较大,主要是职工薪酬、租赁费及销售服务等。2018年,公司资产减值损失同比大幅增长至4.10亿元,主要系零售业务当期关停店面产生的坏账损失。近年来公司投资净收益呈逐年增长趋势,2018年投资收益为4.79亿元,主要包括处置国泰君安证券股份有限公司股票(1.82亿元)、零售门店关闭(2.55亿元)等产生的投资收益。

2018年,公司计入其他收益和营业外收入



的政府补助入分别为 0.56 亿元、0.24 亿元；同期，公司营业外支出规模较大，为 1.16 亿元，包括零售业务中关停店铺产生的相关费用及房地产板块产生的各类滞纳金等。公司实现利润总额 8.70 亿元，同比增长 22.08%。从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.60% 和 2.07%，同比有所下滑。

2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 103.61 亿元，同比增长 3.33%；营业利润率为 18.57%。实现利润总额 2.79 亿元，同比增长 41.62%。

总体看，公司收入规模及整体盈利基本稳定，跟踪期内房地产业务回暖，销售实现及资金回流同比有所改善，但地产行业受宏观政策、产品结构调整及库存压力影响较大，公司期间费用对利润总额的侵蚀较重，整体盈利能力一般。

#### 4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2018 年公司经营活动现金流入量为 449.86 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 395.45 亿元，同比变动不大；收到其他与经营活动有关的现金 50.51 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 421.40 亿元，经营活动产生的现金流量净额 28.46 亿元，同比增长 1.58%。2018 年公司现金收入比为 104.19%，同比稍有下滑。

投资活动现金流方面，2018 年，公司投资活动现金流入为 16.60 亿元，主要为收回国泰君安等股权投资所收回的现金；购建固定资产、无形资产和投资支付的现金分别为 12.14 亿元和 40.93 亿元，投资支付的现金主要用于购买理财产品；投资活动产生的现金流量净额仍表现为净流出，为 -36.47 亿元。

筹资活动现金流方面，2018 年，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，2018 年筹资活动产生的现金流量净额为 24.18

亿元。

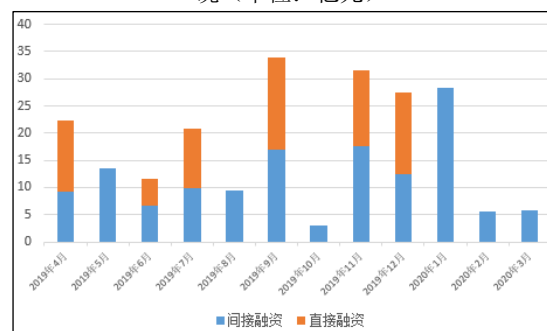
2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.57 亿元、10.05 亿元和 -11.02 亿元；公司现金收入比较 2018 年全年水平小幅提升至 110.93%。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入量规模较大，收入实现质量较高，但公司房地产业务发展所需投入的资金量大，对外融资依赖度高。未来随着业务经营和投资支出的扩大，公司对外融资压力大。

#### 5. 偿债能力

截至 2018 年底，公司流动比率、速动比率分别为 115.53% 和 48.97%，同比均有所下降。截至 2019 年 3 月底，两项指标分别升至 119.70% 和 49.32%。公司经营现金流流动负债比为 4.80%。截至 2019 年 3 月底，公司一年内到期的债券（包括永续中票）余额合计 75.00 亿元，公司 2019 年 3 月底现金类资产（剔除受限部分后）为上述总额的 1.20 倍；公司合并范围存续债券余额为 169.40 亿元，2018 年经营活动现金流入量为上述总额的 2.66 倍。此外，公司将于 2019 年 4 月至 2020 年 3 月期间到期的金融机构间接融资总额为 138.53 亿元，综合考虑存续债券及金融机构间接融资，截至 2019 年 3 月底，公司将于未来一年内到期偿还的债务总规模 213.53 亿元，其中以 2019 年下半年待偿还金额较为集中，其余较分散。整体看，公司短期偿债压力大。

图 3 截至 2019 年 3 月底公司一年内到期债务分布情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供



从长期偿债能力看，2018年，公司EBITDA为28.20亿元，EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA分别为4.62倍、15.31倍；考虑永续中票后，全部债务/EBITDA为17.02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2019年3月底，公司在各商业银行获得总授信额度为413.35亿元，其中尚未使用额度162.99亿元，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2019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20.46亿元，目前被担保企业经营状况正常。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1.94亿元。总体看，公司或有风险可控。

#### 6. 公司本部财务状况

截至2018年底，公司本部资产总额351.66亿元，流动资产占81.46%，非流动资产占18.54%；流动资产主要由其他应收款构成（占94.36%），截至2018年底，公司本部其他应收款270.30亿元，主要为与子公司之间往来款；货币资金15.96亿元。非流动资产主要是由长期股权投资构成，其中94.22%为成本法计量。

截至2018年底，公司本部股东权益合计67.55亿元，其中股本12.20亿元；其他权益工具63.00亿元，全部为永续债券；未分配利润为-13.62亿元。截至2018年底，公司本部负债合计284.12亿元，流动负债占73.17%，非流动负债占26.83%；流动负债中短期借款、其他应付款及一年内到期的非流动负债规模较大，分别为55.50亿元、59.58亿元和90.00亿元。非流动负债中应付债券规模大，为54.11亿元。

2018年公司本部实现营业总收入0.10亿元，利润总额-4.20亿元，由于当期公司本部管理费用增长较多，资产减值损失0.75亿元，同比大幅增长，使得亏损额有所增大。

截至2019年3月底，公司本部资产总计346.73亿元，所有者权益67.38亿元，当期本部无营业收入，利润总额-0.17亿元。

总体看，公司本部基本无经营性业务，资产以其他应收款和长期股权投资为主，整体流动性低，债务负担重，自身偿债能力弱。

#### 7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至2019年5月23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，公司本部过往债务履约情况良好。

#### 8. 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

截至2019年3月底，公司合并口径存续期内债券合计额度为172.40亿元，其中一年内到期债券余额为75.00亿元。截至2018年底和2019年3月底，公司现金类资产剔除受限部分后，分别为一年内到期债券余额的1.37倍和1.20倍。2018年，公司经营活动现金流入量及净流量分别为一年内到期债券余额的6.00倍和0.38倍，可对相关债券的到期兑付形成一定保障。总体看，公司短期内集中兑付压力很大。

2018年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为存续期内应付债券合计额度的2.61倍和0.17倍；公司EBITDA为应付债券总额的0.16倍。整体看，公司经营活动现金流入量对存续期内应付债券余额的保障能力较强。

表12 截至2019年3月底公司存续债券保障情况  
 (单位: 亿元、倍)

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	75.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.37
经营活动现金流入量/应付债券余额	2.61
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.17
EBITDA/应付债券余额	0.16

资料来源: 根据公司年报及公开资料整理

注: 现金类资产已剔除受限资金

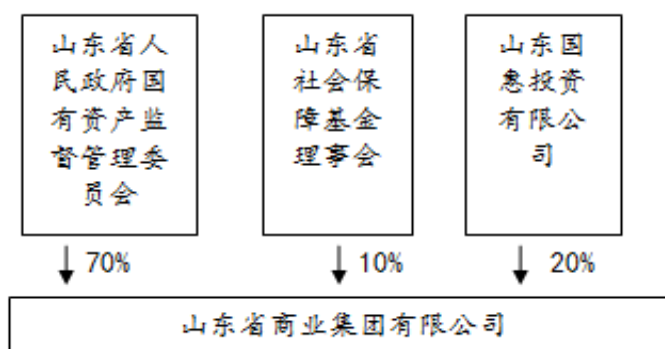
从存续期内中期票据和短期融资券来看, 截至2019年3月底, 两类债券存续本金合计分别为51.00亿元和22.00亿元。截至2018年底和2019年3月底, 公司现金类资产剔除受限部分后, 分别为存续短期融资券的4.67倍和4.08倍; 2018年公司EBITDA和经营活动现金流净额分别为存续中期票据的0.55倍和0.56倍。

整体看, 公司现金类资产对存续期内短期融资券的保障能力较强。

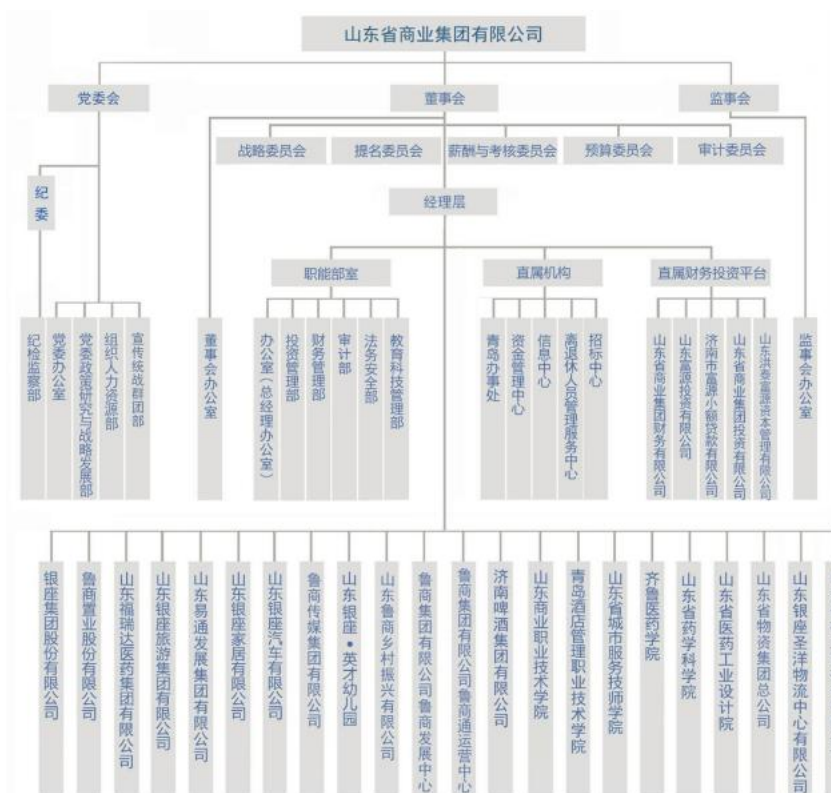
## 十二、结论

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>, “14鲁商MTN002”“15鲁商MTN001”“15鲁商MTN002”“17鲁商MTN001”“18鲁商MTN001”和“18鲁商MTN003”的信用等级为AA<sup>+</sup>, “18鲁商CP001”和“18鲁商CP002”的信用等级为A-1, 评级展望为稳定。

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	70.54	63.76	137.27	123.93
资产总额(亿元)	836.18	847.52	917.74	916.77
所有者权益(亿元)	146.80	135.72	165.93	168.52
短期债务(亿元)	284.59	263.60	279.97	249.34
长期债务(亿元)	152.01	144.37	151.78	177.70
全部债务(亿元)	436.61	407.97	431.74	427.05
营业总收入(亿元)	343.42	365.58	379.56	103.61
利润总额(亿元)	7.76	7.13	8.70	2.79
EBITDA(亿元)	37.51	30.52	28.20	--
经营性净现金流(亿元)	0.13	38.92	28.46	1.57
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	39.29	54.27	47.42	--
存货周转次数(次)	0.81	0.81	0.79	--
总资产周转次数(次)	0.44	0.43	0.43	--
现金收入比(%)	103.77	109.07	104.19	110.93
营业利润率(%)	17.99	17.52	18.70	18.57
总资本收益率(%)	3.07	2.26	1.60	--
净资产收益率(%)	2.93	2.73	2.07	--
长期债务资本化比率(%)	50.87	51.54	47.77	51.33
全部债务资本化比率(%)	74.84	75.04	72.24	71.70
资产负债率(%)	82.44	83.99	81.92	81.62
流动比率(%)	158.39	139.34	115.53	119.70
速动比率(%)	64.25	58.66	48.97	49.32
经营现金流动负债比(%)	0.03	8.60	4.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.46	1.61	4.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.64	13.37	15.31	--

注：1. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 所有者权益中包括永续中期票据募集资金净额 63.00 亿元，相关债券未计入全部债务；3. 长期应付款中有息部分已调整至长期债务指标



### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 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。

### 附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

## 附件 4-4 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