跟踪评级公告

大公报 SD【2016】441 号

大公国际资信评估有限公司通过对山东省商业集团有限公司及“16 鲁商 01”、“16 鲁商 02”的信用状况进行跟踪评级，确定山东省商业集团有限公司的主体长期信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定，“16 鲁商 01”、“16 鲁商 02”的信用等级维持 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年六月二十七日

山东省商业集团有限公司
主体与相关债项 2016 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2016】441 号

主体信用

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

债券简称	额度（亿元）	年限（年）	跟踪评级结果	上次评级结果
16 鲁商 01	10	7（5+2）	AA+	AA+
16 鲁商 02	10	5（3+2）	AA+	AA+

主要财务数据和指标　（人民币亿元）

项 目	2016.3	2015	2014	2013
总资产	754.35	707.72	632.26	530.56
所有者权益	143.61	142.66	120.24	97.19
营业总收入	94.75	352.25	351.40	365.71
利润总额	1.85	8.77	10.13	11.21
经营性净现金流	0.60	0.11	0.30	3.67
资产负债率（%）	80.96	79.84	80.98	81.68
债务资本比率（%）	75.71	73.61	72.56	73.76
毛利率（%）	18.17	19.97	20.40	20.56
总资产报酬率（%）	0.52	2.72	3.05	4.33
净资产收益率（%）	0.66	3.06	4.85	6.48
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.11	0.004	0.01	0.17
经营性净现金流/总负债（%）	0.10	0.02	0.06	1.00

注：公司 2013 年和 2014 年财务数据分别采用了 2014 年和 2015 年审计报告中的期初数据；2016 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：郑孝君
评级小组成员：王桐桐
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

山东省商业集团有限公司（以下简称“山东商业”或“公司”）主要从事商业零售、房地产开发和生物制药等业务。评级结果反映了公司所处区域发展环境良好，公司仍是山东省零售行业的龙头企业，零售品牌知名度依然较高等有利因素；同时也反映了公司受零售行业竞争加剧的影响盈利能力减弱，房地产业去库存压力较大，面临一定的集中偿付压力等不利因素。

综合分析，大公对公司“16 鲁商 01”、“16 鲁商 02”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。

有利因素

- 山东省是我国经济强省且发展势头良好，居民消费能力继续增强，为公司经营提供了良好的发展环境；
- 公司仍是山东省零售行业的龙头企业，经营网点遍布全省，“银座”品牌知名度依然较高，区域竞争优势明显；
- 公司加强物流配送体系建设，有效降低了运营成本，提升了整体竞争力；
- 公司房地产开发项目业态多样化，项目储备丰富。

不利因素

- 2015 年，受零售行业竞争加剧影响，公司利润总额和毛利率同比均继续下降，盈利能力减弱；
- 2015 年以来，山东省内三四线城市短期需求饱和，公司去库存压力较大，且未来项目投资规模较大，仍面临一定资本支出压力；
- 公司受限资产规模较大，资产流动性一般；
- 2015 年以来，公司有息债务规模继续增长，面临一定的集中偿付压力。

大公保留对企业及相关债项信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的山东省商业集团有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

山东商业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，注册资本为1.74亿元人民币，2010年更为现名。此后，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，公司注册资本增至人民币12.20亿元。截至2016年3月末，公司注册资本为12.20亿元，山东省国资委持有公司全部股权，为公司实际控制人。

公司主要从事百货零售、房地产及生物制药等业务，在中国连锁经营协会发布的“2015年中国连锁百强”中位居第6位，与2014年持平。公司百货零售业的经营主体主要为银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”，证券代码600858.SH）和山东银座商城股份有限公司（以下简称“银座商城”）。房地产业务的经营主体为鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”，股票代码600223.SH）。生物制药的经营主体为山东福瑞达医药集团公司（以下简称“福瑞达医药”）。截至2016年3月末，公司分别持有银座股份和鲁商置业33.86%和54.14%的股份。截至2016年3月末，公司共拥有26家子公司。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表1　本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
16鲁商01	10亿元	2016.04.08～2023.04.08	偿还银行借款，补充流动资金	已按募集资金用途使用
16鲁商02	10亿元	2016.04.22～2021.04.22	偿还银行借款，补充流动资金	已按募集资金用途使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2015 年以来我国经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长的潜力

2015 年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2015 年，我国实现国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.9%，增速同比下降 0.4 个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2016 年一季度，我国实现国内生产总值 158,526 亿元，同比增长 6.7%，增速同比下降 0.3 个百分点。分产业看，第一产业增加值 8,803 亿元，比上年增长 2.9%；第二产业增加值 59,510 亿元，比上年增长 5.8%；第三产业增加值 90,214 亿元，比上年增长 7.6%，占国内生产总值的比重为 56.9%，比上年提高 2.0 个百分点，高于第二产业 19.4 个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2016 年 3 月，中国制造业 PMI 终值为 50.2%，比上月回升 1.2 个百分点，重回临界点以上，制造业进入扩张区间。总的来看，2015 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2015 年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行、国际货币基金组织等国际机构纷纷下调了世界经济增长的预期，普遍下调了 0.2 到 0.3 个百分点，世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2015 年 12 月 17 日，美联储宣布加息 25 个基点到 0.25%～0.50%的水平，此次加息之后美元汇率有所走强，以原油为首的大宗商品价格受到了更大的压力，同时加剧了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性和不确定性。

2015 年以来，央行延续之前的货币政策基调，继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调。2015 年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格，对降低社会融资成本也起到了一定的作用。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。2015 年 11 月 3 日，国家发布“十三五”规划建议稿，

建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2015 年 11 月 10 日，中央财经领导小组第十一次会议深入研究了经济结构性改革和城市工作，并在 2015 年 12 月中央经济工作会议中，强调推进供给侧结构性改革，做好“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”工作，积极稳妥化解产能过剩，扩大有效供给，以适应新常态，引领新常态。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长的潜力。

行业及区域经济环境

在国内经济持续转型的大环境下，零售行业增长乏力，行业整体仍处于低位运行阶段；外国零售商的涌入加剧了市场竞争，零售企业商品销售额增速放缓

零售行业在国民经济体系中处于下游，随着经济的发展，零售行业占据了产业链的主导位置，在我国国民经济中占有非常重要的地位。同时，零售行业也是我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。

经济增长、居民收入的提高和城市人口增加带来的消费升级是零售行业发展的动力。2015 年，我国国内生产总值增速有所减缓，社会消费品零售总额增速亦有所放缓，我国社会消费品零售总额为 300,931 亿元，同比增长 10.7%，增速同比回落 1.3 个百分点，达到近十年来最低水平。从商品零售价格指数和居民消费价格指数来看，2015 年以来，二者均保持在较低的增长水平。2015 年，商品零售价格指数平均增长率在 1.0%左右，居民消费价格指数累计同比在 1.4%左右。

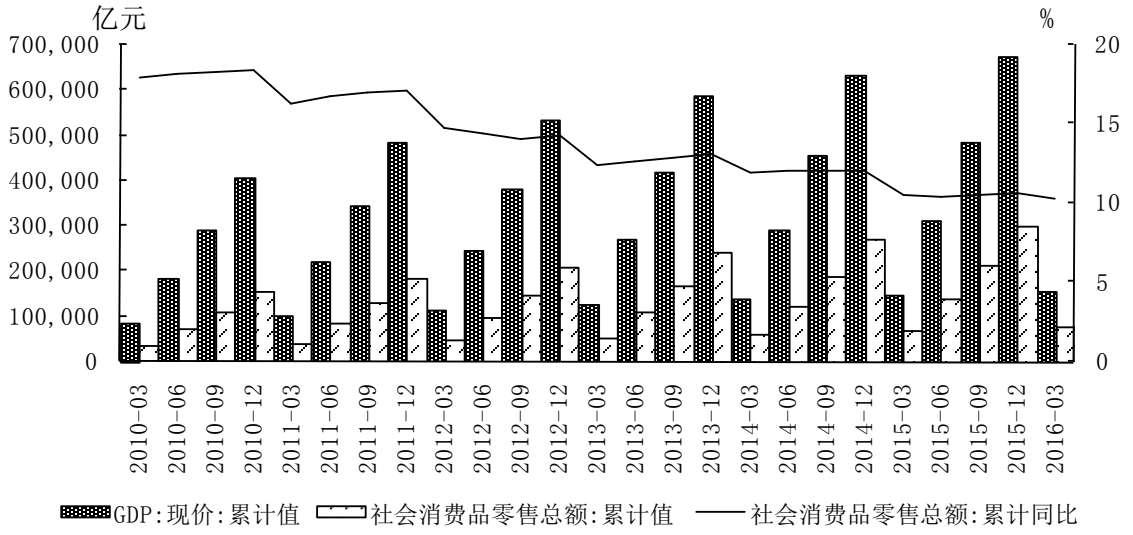


图 1　2010 年以来我国国内 GDP 总额、社会消费品总额及其累计同比情况

数据来源：Wind 资讯

随着我国经济的快速发展，零售业态多元化格局日益明显。批发零售、连锁经营、直销经营和电子商务等模式不断涌现。连锁经营是零售行业发展的主导模式，连锁百强企业总销售规模增长迅速。近年来，国外大型零售企业不断渗透我国市场。外资企业具有管理资源、人力资源和资金资源诸多方面优势，业态集中在大型超市，且地域相对集中。外资企业的涌入进一步加剧了我国零售业的竞争。根据中华全国商业信息中心数据，2015 年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.1%，增速相比上年回落了 0.5 个百分点，也是自 2012 年以来增速连续第四年下降。在国内经济持续转型的大环境下，零售行业增长乏力，行业整体仍处于低位运行阶段。

以网购为代表的新型消费模式冲击传统零售市场，渠道分销使行业竞争日益激烈，零售企业仍面临较大的经营压力，同时也在加速传统零售业态的调整转型

近年来国内网购市场保持了较快的发展速度，网络渠道的扩张显著改变了居民的消费习惯及零售行业业态，网购人群及销售额均持续增长。2015 年，国内网购人数迅速扩大到 4.1 亿人，占网民规模的 60.0%；网购市场交易规模达到 3.8 万亿元，同比增长 36.2%，增速显著。网络交易规模占社会零售总额的比重为 12.6%，同比提高 2.0%；人均网购金额 9,200 元左右，同比增加 1,200 元左右。2015 年 3 月，十二届全国人民代表大会第三次会议政府工作报告中指出，未来我国将促进电子商务健康发展。未来电商市场份额将持续扩大，实体零售市场份额将继续受到挤压。此外，移动和数字科技的发展、大数据、社交媒体等新技术正在从根本上改变行业格局，同时线上零售特别是移动端零售分流传统实体店的客流将成为趋势。

网购市场的高速发展使得我国传统零售企业面临较大挑战，较多传统零售企业都面临着通过不断加强商品经营和品类管理能力来提高运营效率的挑战，此外租金和人工成本的上涨也使得运营压力不断增加。而网购市场的各种促销模式以及价格优势对传统零售企业毛利率和净利率水平产生一定负面冲击。

● 房地产

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，近期受宏观政策调控影响，行业虽现回暖迹象，但中长期需求仍面临结构性调整

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，从历史波动周期观察，除非出现显著的外部冲击，房地产市场面临的常态格局主要是调控，其中涉及信贷政策、金融利率、税收、住房结构以及土地政策等多方面，直接或间接对房地产行业发展产生一定的制约影响。

2015 年 3 月，李克强总理《政府工作报告》中再次提出，我国房地产行业政策面将延续 2014 年以来的市场化和去行政化理念，坚持分类指导，因地施策，稳定住房消费，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。由此，2015 年对房地产行业调控政策的有限松绑和更为明确的调整方向，使得行业呈现出一定回暖迹象，这将有利于该行业在市场化运作中保持整体平稳发展，但中长期需求仍面临结构性调整。

2015 年以来，国内宏观经济下行压力仍然较大，但政策宽松效果逐步显现，商品房销售主要指标有所回升。销售量方面，经过 2015 年春节时期的交易低迷之后，商品房销售规模增速明显加快。2015 年，国内完成商品房销售面积 12.8 亿平方米，同比增长 6.5%；商品房销售额 87,280.8 亿元，同比增长 14.4%；价格方面，随着行情的逐步好转，房地产企业一手房价格 288 指数止跌回稳。随着交易量的提升和价格企稳，国房景气指数 6 月起出现小幅回升，由 2015 年 5 月的 92.4%增至 12 月的 93.3%。

投资方面，房地产企业仍以去库存为主要目标，开工意愿不高，2015 年，土地成交价款为 7,621.6 亿元，同比大幅下降 23.9%，新开工面积同比下降 14.0%，房地产开发投资增速继续下降至 1.0%，增速同比减少 10.9 个百分点。但在持续的政策、销售利好，以及持续的流动性宽松的环境下，房地产企业在一、二线的拿地和投资意愿亦有所恢复。在经历短期探底之后，预计房地产开发投资将温和回升。

目前来看，在房地产调控政策的陆续退出，以及宽松的货币政策支持下，国内房地产市场销售和价格方面已实现企稳回升；但房地产企业以去库存为主要目标，开发投资仍处于短期内探底阶段。

山东省是我国经济强省且发展势头良好，居民消费能力继续增强，为公司经营提供了良好的发展环境；公司在山东省内零售业领域保持领先地位

山东省是全国的经济强省，2015 年山东省实现地区生产总值 63,002.3 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.0%，经济发展仍保持较快水平，地区生产总值及公共财政预算收入均在全国省市中排名第三；全社会固定资产投资和社会消费品零售总额等国民经济与社会发展主要指标保持增长。2015 年，山东省城镇化水平继续提升，全省常住人口城镇化率达到 57.0%，同比提高 2.0 个百分点。2015 年山东省出生人口自然增长率 5.9‰。2015 年，山东省居民生活质量持续提升，城镇居民人均可支配收入 22,703 元，比上年增长 8.8%，城镇居民人均消费性支出 18,323 元，增长 8.4%。农村居民人均可支配收入 12,930 元，比上年增长 8.8%，农村居民人均生消费支出 8,748 元，增长 9.9%。

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。山东省内零售市场已有利群、家家悦、华联商厦等品牌，以及美国沃尔玛、法国家乐福、百盛等多家外商零售企业存在。根据中国连锁经营协会 2015 年度行业发展状况调查结果，2015 年山东商业仍然是山东省内最大的零售商，具有较强的竞争优势。

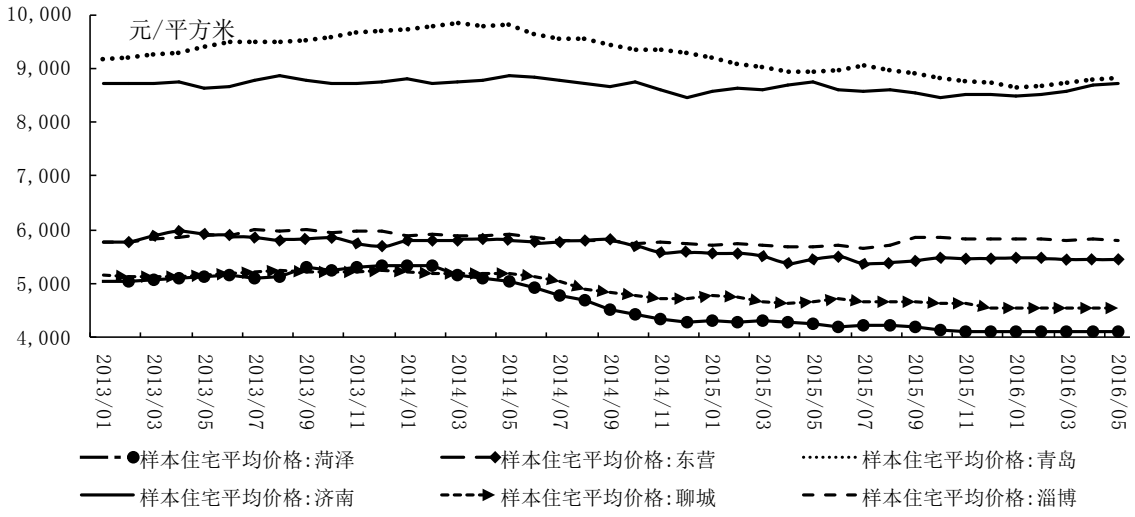


图 2　2013 年以来山东省内济南、青岛等地市样本住宅平均价格情况

数据来源：Wind 资讯

根据国家统计局发布的数据，2015 年 12 月全国 100 个城市(新建)住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比小幅上涨 0.74%，整体仍在回暖，但山东省内各地市房价并未呈现回暖迹象。2015 年济南，济南住宅价格指数环比下降 0.11%，但同比上升了 0.48%。从全省其他城市住宅价格指数来看，2015 年 12 月，青岛环比下降 0.53%，同比上升了 5.97%；日照环比下降 0.26%，同比下降了 3.51%；淄博环比下降了 0.07%，同

比上升了 1.55%；聊城环比下降了 2.22%，同比下降了 4.08%。降价促销和低价楼盘增多，山东省内多个城市房价都处于下行通道。2016 年一季度，山东省内各地市房价仍延续下降态势；2016 年 4 月份开始房价趋于平稳。整体来看，山东省内房地产企业经营压力依然较大。

经营与竞争

百货零售和房地产仍为公司的主要经营业务，是公司收入和利润的主要来源；2015 年，公司营业总收入略有增长，毛利率小幅下降

作为山东省零售行业的龙头企业，公司现已形成以现代零售业为主，房地产、生物制药以及传媒、教育等其他业务为辅的多元化经营格局。

2015 年，公司营业总收入和毛利润同比略有增长。其中，百货零售业仍然是营业总收入和毛利润的主要来源，受消费增长乏力和竞争加剧影响，百货零售业收入水平和毛利润略有下降；随着开发投资和在建项目竣工交房进度的加快，房地产业务收入及占比均有所增长，由于交房结算项目区域差异性，毛利润同比有所减少；2015 年生物制药收入水平和毛利润保持稳定增长。

表 2　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司营业总收入、毛利润和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 1～3 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入	**94.75**	**100.00**	**352.25**	**100.00**	**351.40**	**100.00**	**365.71**	**100.00**
百货零售	79.44	83.84	279.46	79.34	280.58	79.85	302.54	82.73
房地产	10.33	10.90	58.64	16.65	56.82	16.17	52.93	14.47
生物制药	1.51	1.59	6.01	1.71	5.91	1.68	5.23	1.43
其他[1]	3.47	3.67	8.14	2.31	8.09	2.30	5.01	1.37
毛利润	**17.22**	**100.00**	**70.37**	**100.00**	**71.69**	**100.00**	**75.18**	**100.00**
百货零售	13.27	77.02	51.51	73.20	51.78	72.23	55.08	73.26
房地产	1.55	9.00	11.69	16.61	12.70	17.72	14.93	19.86
生物制药	0.87	5.05	3.61	5.13	3.44	4.80	2.94	3.91
其他	1.54	8.94	3.56	5.04	3.77	5.26	2.23	2.97
毛利率		**18.17**		**19.97**		**20.40**		**20.56**
百货零售		16.70		18.43		18.45		18.21
房地产		15.00		19.94		22.35		28.21
生物制药		57.62		60.07		58.21		56.21
其他		44.38		43.73		46.60		44.51

数据来源：根据公司提供资料整理

从毛利率水平看，2015 年，公司毛利率小幅下降。其中，百货零

[1] 公司其他业务营业收入包含利息收入、手续费及佣金收入。

售业务毛利率基本保持稳定；房地产业务受山东省内多个地市房价下行影响，毛利率同比下降 2.60 个百分点；生物医药方面的毛利率同比提高 1.86 个百分点，主要是公司采取多种措施降本增效，严格管控预算所致。

2016 年 1～3 月，公司实现营业总收入和毛利润分别为 94.75 亿元和 17.22 亿元，同比分别减少 3.98%和 8.45%，其中，百货零售营业收入和毛利润均分别减少 7.67%和 9.79%；由于交房项目增加，房地产营业收入同比增长 32.43%，但毛利润同比下降 24.75%；生物制药和其他业务板块营业收入和毛利润均有所增长。同期，公司毛利率 18.17%，同比下降 0.88 个百分点，其中，百货零售和生物制药毛利率同比变动不大；房地产板块毛利率同比下降 11.41 个百分点，原因是结算项目主要集中在菏泽、济宁等房屋价格较低地区的普通住宅；其他业务板块毛利率基本保持稳定。

总体来看，公司主要业务经营状况较为稳定，但受到宏观环境影响和竞争加剧影响，2015 年，公司零售业务收入和毛利润有所下降。

● 百货零售

公司仍是山东省零售行业的龙头企业，经营网点遍布全省，“银座”品牌知名度依然较高，区域竞争优势明显

百货零售业为公司重点发展的核心业务，经营主体主要为银座股份和银座商城。2015 年，公司销售规模排名中国连锁百强前十名，位于第 6 位，仍是山东省零售行业的龙头企业。公司零售经营网点覆盖山东省大部分地区，并实现了省外门店的布局且零售业店面均处于所在地的商业中心区域，规模优势明显。公司经营设施齐备，“银座”品牌知名度依然较高，在山东市场具有显著的品牌优势。

公司百货零售业的经营主体主要为银座股份和银座商城。银座商城近几年经营规模不断扩大，资金需求量较大，导致负债规模较大，资产负债率处于很高水平；2015 年以来受经济形势及竞争加剧影响，银座商城不断采取促销活动，导致毛利率持续下降，经营情况恶化。

表 3　2015 年及 2016 年 1～3 月银座商城和银座股份财务情况（单位：亿元、%）

主体	时间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营性净现金流
银座商城	2016 年 1～3 月	131.27	90.95	34.30	16.30	0.33	-
	2015 年	144.20	92.42	123.44	18.02	-1.03	-3.05
银座股份	2016 年 1～3 月	120.02	72.22	37.32	18.91	0.39	0.20
	2015 年	115.47	71.47	145.91	18.71	0.98	2.07

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年以来，为避免同业竞争，公司承诺未来商业零售业务的发展规划将以银座股份为主导，并将银座股份作为未来整合商业集团所

控制的商业零售业务资源的唯一主体。2015 年 10 月 22 日，银座股份发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案（修订稿）》，向其法人股东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。2016 年 4 月 1 日，公司发布公告称因相关方案未获得股东大会审议通过终止此次重大资产重组事项。

公司以“银座”品牌为依托，以连锁经营为手段，采取租赁、自建、购买等多种发展方式，门店布局有所增长。公司实施多业态并举、立体式发展的战略，涉及百货及百货超市复合店、超市、家居广场、家电店、购物中心、便利店、汽车 4S 店等多种业态，并通过第三方支付和电子商务拓展零售业经营渠道。截至 2016 年 3 月末，公司拥有 140 家百货超市综合门店、202 家连锁超市、9 家家居专营店、37 家家电店、3 家购物中心和 10 家汽车专营店，经营总面积超过 450 万平方米，零售物业主要是靠租赁所得，占比为 60%左右。

表 4　2013～2015 年末及 2016 年 3 月末公司百货零售业务店面经营情况（单位：个、万平方米）

店面种类	2016 年 3 月末		2015 年末		2014 年末		2013 年末	
	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	140	326.04	139	324.18	129	308.14	120	290.66
便利店	202	8.06	197	7.82	189	7.14	185	6.98
家居店	9	73.70	9	73.70	9	73.70	9	73.70
家电店	37	6.50	37	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

数据来源：根据公司提供资料整理

公司百货超市复合店业态突出“高档为主、中档为辅”的市场定位和“主题化、特色化、品牌化、系列化”的经营特色。便利店以“统一银座”作为商号，经营主体为公司下属的银座股份与台湾统一超商股份有限公司（以下简称“统一超商”）合资组建的山东统一银座商业有限公司。统一超商是世界便利店第一品牌“7-Eleven”的永久经营权获得者，是台湾地区最大的零售企业。借助统一超商在城市便利店运营方面的丰富经验，统一银座便利店自 2006 年以来发展迅速，各个门店除了传统的超市商品销售外，还提供充值电话卡、报刊杂志、ATM 提款机及充气筒、微波炉加热、快餐、开水冲泡等服务。

家居专卖店经营主体为山东银座家居有限公司，以“银座家居广场”为统一商号。银座家居广场已在济南、淄博、威海、东营、临沂、滨州、青岛、潍坊、济宁等城市拥有 9 家家居广场门店，经营面积合计 73.70 万平方米。银座家居广场经营范围涉及建材、家具、家装、家饰等居住有关的商品和服务，是山东省内唯一的大型家居连锁企业，在山东省建材家居行业中处于领先地位。家电专业店以“银座电器”

为统一商号。公司引入三联电器管理团队，重点发展“银座电器”连锁家电零售业务，使其成为零售业务的重要组成部分。

购物中心业态是公司近年来重点拓展新型的业态形式，采用“品牌专柜＋大型超市”的经营方式，是公司未来重点拓展的新型业态。截至 2016 年 3 月末，公司拥有临沂和谐广场、济南银座和谐广场和青岛和谐广场 3 家已开业购物中心，经营面积合计 36.10 万平方米。

汽车 4S 店的经营主体为山东银座汽车有限公司。截至 2016 年 3 月末，公司在济南市内拥有 7 家汽车 4S 店和 3 家城市展厅。公司汽车销售明确定位于中高档主流汽车品牌 4S 店经营。汽车销售业务采取“订货-采购-销售”的运作模式，库存规模相对较小。

表 5　2013～2015 年公司汽车 4S 店经营情况（单位：亿元）

4S 店名称	经销品牌	开业时间	营业收入		
			2015 年	2014 年	2013 年
山东银座天尊汽车有限公司	奥迪	2007.01.08	9.44	9.67	8.94
山东银座汽车贸易有限公司	一汽大众	1999.05.21	3.21	3.59	3.73
山东银座大众汽车有限公司	上海大众	2002.01.29	5.18	6.62	6.02
山东银座天福汽车有限公司	长安福特	2004.08.12	2.51	2.57	3.26
山东银座天通汽车有限公司	上海通用	2007.09.05	3.51	3.14	2.90
山东银座天锐汽车有限公司	斯柯达	2007.04.18	1.19	1.24	1.20
山东银座天祥汽车有限公司	长安马自达	2009.07.15	0.99	0.69	0.62

数据来源：根据公司提供资料整理

此外，公司积极拓展零售业经营渠道。第三方支付业务主要由公司控股的山东易通发展集团有限公司（以下简称“易通集团”）制作、发行和推广应用“山东一卡通”，2015 年一卡通实现销售 44.58 亿元，同比增长 107.43%。截至 2016 年 3 月末，山东一卡通签约商户达 2.89 万家，刷卡 POS 终端达到 6.99 万台。电子商务方面，公司开展银座网上商城业务，2016 年 1～3 月，银座网实现销售收入 0.08 亿元。截至 2016 年 3 月末，银座网签约商户达 1,377 家。

公司一方面立足山东市场，在山东省内构建“连片开发，密集渗透”的发展格局，公司零售业已在山东省的 17 个地级市布局，覆盖省内大部分地区；在部分经济较为发达的地区同时设有多家分店，以实现深耕山东市场的目的；另一方面，公司积极围绕周边省市选址，不断延伸经营网络，实现全国化发展战略。截至 2016 年 3 月末，公司在河北邢台、石家庄、河南濮阳和江苏徐州等地开设了 13 家省外百货超市复合店，此外，公司北京店计划于 2016 年 8 月完工。

公司仍采用多种经营模式，有效地分散了经营风险；物流配送中心为省内全部门店进行配送，能够有效降低运营成本和提升整体竞争力

公司零售业的经营模式主要有联营、经销、代销和租赁四种模式，

公司通过采用不同的经营模式，实现资源的充分利用，并有效地分散了经营风险，以保证公司的收益。

公司通过采取“总部—中心店—分店”式的连锁经营体制，坚持公司采购本部、营运本部、财务本部、人力资源本部、企业发展本部和物业管理中心六大本部运营模式。总部将采购、财务、物流、人事权统一上收，内部实行统一采购、统一配送、统一结算，店铺只负责日常的营运销售，充分发挥总部的规模优势，实现规模效益。

公司商品采购采取统一与分散相结合的方式，公司总部对于商品、品牌和供应商进行统一讨论和认证，各门店所需数量则由各门店根据自身销售情况进行确定。对于百货的采购，公司注重个性化、区域化特点；对于超市的采购，由于商品大众化，价格差异小，更多采取统一采购的方式。对于大件商品，公司统一招标，统一签订合同；对于地方独有品牌，分店可以自行采购，如销售状况良好，即可纳入总部的采购体系。公司与主要供应商保持了良好的关系，货源供应稳定。

公司拥有四个物流配送中心，其中山东银座配送中心、曲阜银座配送中心和潍坊配送中心为公司“银座”系统零售业提供物流配送服务，而统一银座物流配货中心则为“统一银座”商号便利店提供物流配送，省内门店全部由自有车队配送。四个配送中心的库区占地面积分别为 32.24 万平方米、12.45 万平方米、11.00 万平方米和 1.48 万多平方米，包括仓库，面包及熟食加工区等。在生鲜品采购方面，为保证蔬果质优价廉，公司采用产地直接采购的方式；对超市内贩卖的所有商品，坚持要求供货商提供“三证”、“三书”、“二照”、“一票”的同时，专门请品保专员、卫生部门、质检局部门采取不定期抽检的方式，严格控制上市商品的质量。公司的现代化物流中心应用计算机及网络技术，改善作业流程、提升物流作业效率，为门店提供快速、正确、准时的服务。配送准确率接近 100%，订单处理满足程度达到 95%以上。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。

● 房地产

公司房地产开发项目业态多样化，形成三大产品系列，仍具有一定品牌知名度；2015 年以来，山东省内三四线城市短期需求饱和，公司去库存压力较大，且未来项目投资规模较大，仍面临一定资本支出压力

公司的房地产项目仍主要由鲁商置业负责运营，鲁商置业拥有房地产二级开发资质，根据项目不同在开发中采取自主开发及合作开发两种经营模式。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，在山东省内仍具有一定品牌知名度。近年来国家不断出台房地产相关调控政策，公司房地产销售受到一定影响。2015 年以来，山东省内多个地市房价仍持续下降，三四线城市短期需

求饱和，去库存压力较大。

表 6　2015 年及 2016 年 1～3 月鲁商置业财务情况（单位：亿元、%）

时间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营性净现金流
2016 年 1～3 月	395.45	93.86	10.33	19.94	0.18	-7.54
2015 年	347.61	93.06	58.64	15.00	1.41	-17.98

数据来源：根据公司公开资料整理

2015 年，公司房地产新开工面积、竣工面积、签约销售面积及签约销售额同比均有所减少。2016 年 1～3 月，公司房地产项目新开工面积规模同比有所增长，新开工项目主要有济宁运河公馆、青岛蓝岸丽舍、临沂知春湖、泰安国际社区和泰安鲁商中心等；确认销售面积 12.09 万平方米，同比大幅增加 7.76 万平方米，由于确认收入的项目主要是位于菏泽、济宁等三四线城市的普通住宅，价格较低，导致销售收入同比增幅仅为 2.63 亿元。

表 7　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司房地产业务经营状况（单位：万平方米、亿元）

项目	2016 年 1～3 月	2015 年	2014 年	2013 年
开发完成投资	17.10	65.99	103.72	73.21
新开工面积	41.00	82.12	160.00	126.04
竣工面积	48.00	92.02	137.98	103.08
签约销售面积	10.96	73.35	123.87	96.94
签约销售额	9.28	53.98	111.47	91.00
结算面积	12.09	62.87	60.61	47.64
结算收入	10.33	56.09	103.72	52.93

数据来源：根据公司提供资料整理

“鲁商城市广场”主要依托公司商业零售的产业背景，将“银座”品牌的大型旗舰店、商业步行街、写字楼、娱乐餐饮、星级酒店、高端公寓进行整合开发，构建成地标式商业综合体；“鲁商花园住宅”是位于城市核心居住区的中小型住宅，定位于满足刚性需求；“鲁商生态别墅”以独栋、双拼、联排、花园洋房等高端产品形成低密度高尚社区。整体来看，公司产品多元且定位清晰。

截至 2016 年 3 月末，公司的土地储备约 78.01 万平方米，主要是哈尔滨 44.38 万平方米、青岛 13.59 万平方米、锦州 10.00 万平方米、菏泽 5.10 万平方米、济宁 4.94 万平方米。截至 2016 年 3 月末，上述土地均未开工，其中，菏泽的土地计划 2016 年 6 月底开工。

总体来看，公司去库存压力较大。未来三年内，公司在建项目计划投资 313.26 亿元，公司房地产业务将面临一定资本支出压力。

表 8　截至 2016 年 3 月末公司在建房地产情况（单位：万平方米、亿元）

名称	类别	规划建筑面积	总投资	累计完成投资	未来三年拟投资		
					2016 年 4～12 月	2017 年	2018 年
鲁商城市广场							
济南鲁商国奥城项目	办公、商业、公寓	41.40	29.00	24.92	4.08	-	-
东营银座城市广场	商业	19.20	7.20	7.03	0.17	-	-
青岛鲁商中心燕儿岛	住宅、商业	74.50	100.00	63.10	15.00	16.00	5.90
临沂鲁商中心	商业、办公、公寓	65.00	32.00	13.78	5.00	6.00	6.00
鲁商花园住宅							
鲁商常春藤	住宅	103.07	45.00	40.12	3.00	1.88	-
济宁鲁商南池公馆	住宅、商业	43.19	22.00	22.00	-	-	-
哈尔滨鲁商松江新城	住宅、商业	296.00	190.00	106.98	18.00	17.00	17.00
菏泽鲁商凤凰城	住宅、商业	85.30	40.00	22.01	9.50	8.49	-
午山社区旧村改造项目	住宅	97.00	95.00	43.57	20.00	16.00	15.43
鲁商·蓝岸新城 2#地块	住宅、商业	25.43	14.00	11.63	1.50	1.20	1.17
鲁商国际社区·红麓	洋房	5.94	2.57	2.23	0.34	-	-
青岛惜福镇项目	住宅	25.39	15.00	11.43	3.57	5.78	-
临沂知春湖项目	住宅	33.18	100.00	3.03	20.00	18.00	18.00
鲁商生态别墅							
济南鲁商御龙湾	别墅	16.18	14.53	13.88	0.65	-	-
鲁商国际社区·红郡	别墅	5.79	4.26	3.66	0.60	-	-
总计	-	1,243.03	811.56	408.23	119.41	110.35	83.50

数据来源：根据公司提供资料整理

● 生物制药及其他

公司生物制药业务包括医药工业和医药商业，2015 年，主要产品销售收入有所增长，但盈利能力仍较弱

公司生物制药的生产经营主要由福瑞达医药负责，其拥有 12 家子公司、4 家省级科研院所和 3 个省级实验室。

表 9　2015 年及 2016 年 1～3 月福瑞达医药财务情况（单位：亿元、%）

时间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营性净现金流
2016 年 1～3 月	14.40	73.06	1.51	58.66	0.005	-
2015 年	12.80	66.17	6.01	60.16	-0.002	-1.25

数据来源：根据公司提供资料整理

公司主要产品有骨科中西药品，消毒与卫生护理用品，保健食品，医药与化工原料以及化妆品等，拥有“颈痛颗粒”、“颐莲”等多个自有品牌，并为“润舒”、“润洁”、“施沛特”等知名品牌的主要销售渠

道。公司的颈痛颗粒、通宣理肺胶囊、阿昔洛韦片已进入山东省基本药物目录。福瑞达医药合作医药生产商山东博士伦福瑞达制药有限公司（以下简称“博士伦公司”，福瑞达医药持股 30%）为国内最大的眼科药品生产基地，其眼科主导产品“润洁”、“润舒”滴眼液在国内的市场占有率保持在 20%以上，“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 45%。

2015 年，生物制药板块仍主要包括医药工业和医药商业，其中，医药商业规模不断扩大，营业收入同比增长 13.54%，对生物制药板块收入的贡献最大；医药工业营业收入增速有所放缓，同比变动不大。

表 10　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月生物制药板块主要产品营业收入情况（单位：万元）

产品名称	2016 年 1～3 月	2015 年	2014 年	2013 年
颈痛片	2,138	7,905	7,826	6,764
颈痛颗粒	1,215	4,466	4,382	3,865
四季感冒胶囊	399	1,554	1,485	1,308
小儿解感颗粒	384	1,460	1,392	1,259
雪莲归芪口服液	310	1,108	1,054	868
医药工业合计	**4,446**	**16,493**	**16,139**	**14,064**
医药商业合计	**10,641**	**43,570**	**42,981**	**38,282**

数据来源：根据公司提供数据整理

由于公司医药商业所售药品主要直接从参股的生产商博士伦公司采购，采购成本相对较低，同时销售渠道较为成熟，主要客户医院和药店直接对接终端消费者，因而公司医药商业利润空间较大。2015 年，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金额较大，福瑞达医药盈利能力较弱。

公司重视新产品和新技术的研发工作，2015 年及 2016 年 1～3 月公司生物制药板块的研发费用分别为 1.13 亿元和 0.28 亿元，分别占生物制药板块收入的 18.80%和 18.54%。公司在医药产品开发过程中不断提升创新水平，并取得了一系列创新研究成果。截至 2016 年 3 月末，公司开展的各类在研课题项目 152 项，已完成 138 项；申请国家专利 118 项，获得发明专利授权 64 项；完成山东省重点科技攻关项目 66 个，荣获山东省科技进步二等奖 30 项、三等奖 2 项。截至 2016 年 3 月末，公司研发的产品获得 62 新药证书，23 个临床批件。

公司以福瑞达医药子公司山东明仁福瑞达有限公司现有厂区为依托，搬迁新建其他六家子公司，逐步打造山东福瑞达生物医药产业园。产业园面积 833.85 亩，位于济南市高新区两河片区，总投资 45.23 亿元，建设内容为品管研发中试车间项目、保健食品生产项目、综合制剂生产车间项目、朝能生物科技的谷物饮料项目等，并拟引进银座购物中心、佳驿商务酒店等搭建配套设施。

公司其他业务包括教育、传媒等行业，2015 年教育业务实现营业

收入 6.46 亿元，实现营业利润 0.87 亿元。教育板块，公司先后成功创办了山东商业职业技术学院、青岛酒店管理职业技术学院、山东烹饪高级技工学校等大专院校。2015 年传媒业实现营业收入 1.31 亿元，实现净利润 0.07 亿元，传媒业务的主要单位山东商报社，公司利用合作控股的方式，初步构建了“报、刊、网”一体的传媒产品线，搭建了全媒体发展的平台。2015 年公司通过对新闻纸采购、印刷费实行竞标，压缩费用支出，实现了微盈利。

公司治理与管理

公司为国有独资公司，山东省国资委是公司唯一的投资主体。公司按照《中华人民共和国公司法》和公司章程不断完善公司法人治理结构。公司不设股东会，董事会是公司的最高权力机构和决策机构，并行使股东会的部分职权。公司章程规定董事会由 11 位董事组成，其中董事长 1 名，外部董事 6 名。董事长是公司的法定代表人。公司实有董事 3 名，与公司章程不符，但山东省国资委《关于省商业集团有限公司董事会、监事会配备情况的说明》中明确了公司董事会组成人数不齐，外部董事待下一步条件成熟后配备到位。董事缺位未影响公司决策的法律效力，公司正常生产经营未受影响。

公司监事会由 5 名监事组成，由监事会半数以上成员同意选举产生。监事会中有职工代表 2 人，其余监事由山东省国资委委派。公司监事会依照《公司法》、《国有企业监事会暂行条例》的有关规定，履行对公司国有资产保值增值状况实施监督的职责。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理负责公司的日常经营和管理工作。总体来看，公司治理结构有待完善。

公司零售业的总体发展规划，以规模扩张为主线，实施差异化经营战略，做到“因地制宜”，通过自建、租赁、兼并、联合等多种手段，多业态并举，在形成山东市场绝对竞争优势的基础上，开拓全国市场，使“银座”成为全国零售商业的强势品牌。在业态选择上，公司将以百货、大卖场和购物中心为主力业态，并拓展家居等专业店和汽车、家电等专卖店，实现错位发展、优势互补、协调联动，提升“银座”的竞争优势。同时，结合公司房地产业务，加快“SHOPPING MALL”的筹建和开业。

在管控体系方面，公司按照“控制权上移、经营权下放”的原则，集团本部立足战略及投资控股复合型管理的基本定位，主要发挥战略规划、搭建投融资平台、资产管理、资源协同和风险控制作用，集中精力思考和处理影响公司深远发展的重大问题，做到“财务集中、投资拢住、审计加强、用人管好、考核到位”。在管理上，为更好的支持规模扩张，配送系统、信息系统和连锁体制等配套建设也将尽快建立完善。

国外大型零售企业进入我国市场和电商兴起加剧了行业竞争，国

内零售企业经营压力较大。公司立足山东市场，百货零售、房地产等主要业务在区域内仍具备很强的区域优势和品牌影响力。百货零售业仍然是公司的传统核心业务，“银座”品牌知名度依然较高，零售经营网点覆盖山东省大部分地区，区域竞争优势明显。公司房地产开发项目集中于山东济南、青岛、东营、泰安等地区，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，在山东省内仍具有一定品牌知名度。生物制药业务主要包括要工业和医药商业，2015 年，主要产品销售收入有所增长，但盈利能力仍较弱。综合来看，公司的抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2015 年及 2016 年 1～3 月财务报表。中天运会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2015 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司根据财政部 2014 年发布的《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》等八项会计准则变更了相关会计政策，因此 2013 年财务数据采用的是 2014 年审计报告追溯调整的期初数。2015 年，公司通过并购将山东泉城大酒店、山东富源投资有限公司、山东永兴集团有限公司、山东国家农产品现在物流工程技术研究中心和济南市富源小额贷款有限公司纳入合并范围。2015 年，公司对财务报表进行了重大差错更正，因此 2014 年财务数据使用的是 2015 年审计报告重述数据的期初数。2016 年 1～3 月财务报表未经审计。

资产质量

2015 年以来，公司资产规模继续增长，资产结构仍以流动资产为主；公司受限资产规模较大，资产流动性一般

2015 年以来，公司资产规模继续增长，资产结构仍以流动资产为主。截至 2016 年 3 月末，公司资产总额 754.35 亿元，流动资产占比为 72.35%。

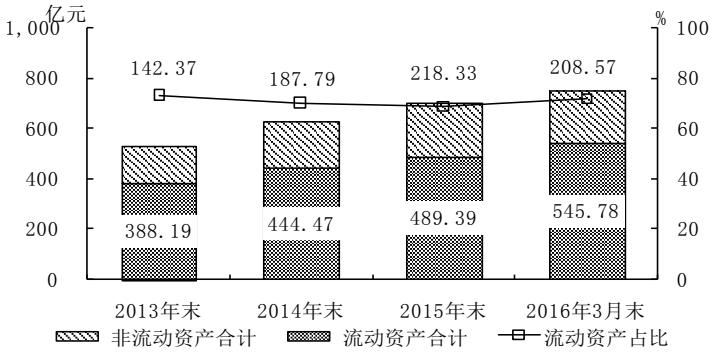


图 3　2013～2015 年末及 2016 年 3 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货、货币资金、其他流动资产、预付账款

和其他应收款等构成。2015 年末，公司流动资产为 489.39 亿元，同比增长 10.11%，其中，存货为 311.74 亿元，同比变动不大，主要包括开发成本 200.62 亿元、开发产品 88.82 亿元和库存商品 19.08 亿元，计提跌价准备 0.33 亿元；货币资金为 55.19 亿元，同比减少 11.58%，受限货币资金 4.80 亿元，占比为 8.69%；其他流动资产为 43.60 亿元，同比增长 26.12%，主要是新增预缴税费 8.69 亿元和易通集团沉淀资金同比增加 2.56 亿元所致；预付款项为 35.67 亿元，主要包含尚未结算的土地款和土地保证金，同比增长 60.20%，主要是临沂金悦城、青岛蓝岸丽舍和青岛鲁商中心地块缴纳土地竞拍保证金所致；其他应收款为 29.41 亿元，同比增长 54.58%，原因是对房地产项目托管单位的往来款增加的影响，计提坏账准备 0.83 亿元，账龄主要集中在 3 年以上，占比 60.97%。

表 11　2015 年末公司其他应收款欠款金额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	关联关系	账面余额	账龄	占比	款项性质
济南市房地产行业协会	非关联方	3.52	1～5 年	11.97	预收保证金
青岛恒达信投资管理公司	非关联方	0.45	5 年以上	1.53	往来款
济南市住房维修资金管理中心	非关联方	0.44	1～2 年	1.50	物业质量维修基金
北京东方航华投资有限公司	非关联方	0.24	5 年以上	0.82	往来款
哈尔滨市房屋置业担保有限责任公司	非关联方	0.24	1～3 年	0.82	公积金贷款保证金
合计	-	4.89	-	16.63	-

2016 年 3 月末，公司流动资产为 545.78 亿元，较 2015 年末增长 11.52%，其中货币资金为 96.61 亿元，较 2015 年末增长 75.03%，主要是发行债券收到的银行存款增加所致；预付款项为 42.00 亿元，较 2015 年末增长 17.74%，主要是支付的项目土地保证金增加所致；其他应收款为 23.33 亿元，较 2015 年末减少 20.67%，主要是土地竞拍保证金退回所致；流动资产其他主要科目较 2015 年末变化不大。

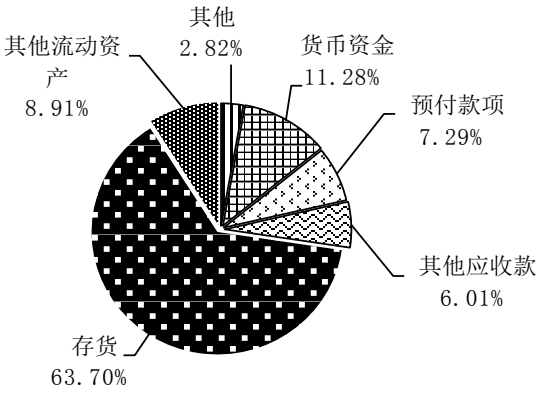


图 4　2015 年末公司流动资产构成情况

公司非流动资产主要由固定资产、投资性房地产、在建工程、无形资产和商誉等构成。2015 年末，公司非流动资产为 218.33 亿元，同比增长 16.26%，其中，固定资产为 84.97 亿元，同比增长 15.07%，主要是青岛和谐广场项目竣工转入所致；投资性房地产 33.25 亿元，同比增长 22.93%，主要是青岛和谐广场项目办公楼部分用于出租，此外，期末尚未办妥产权证书（正在办理中）的房屋建筑物价值 10.96 亿元；在建工程为 27.68 亿元，同比增长 25.33%，主要是青岛乾豪项目、北京六里桥项目、天启地产项目及枣庄银座枣庄店工程等在建项目增加投入所致；无形资产为 26.43 亿元，同比增长 5.55%，其中土地使用权 24.13 亿元；商誉为 19.89 亿元，同比增长 14.00%，主要是调增了前期对鲁商置业的投资成本所致。

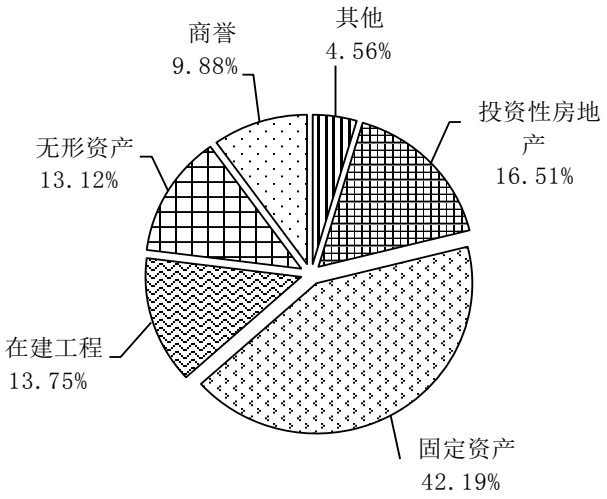


图 5　2015 年末公司非流动资产构成情况

2016 年 3 月末，公司非流动资产为 208.57 亿元，较 2015 年末减少 4.47%，其中，固定资产为 96.24 亿元，较 2015 年末增长 13.26%，主要是青岛乾豪项目完工转入所致；在建工程为 16.64 亿元，较 2015 年末减少 39.88%；非流动资产其他主要科目较 2015 年末无较大变动。

从资产的运转效率来看，2015 年，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 389.94 天和 7.59 天，周转效率均有所降低，主要是公司经营规模的持续扩大所致。2016 年 1～3 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 366.26 天和 6.94 天，周转效率均有所提升。

截至 2016 年 3 月末，公司受限资产总计 133.12 亿元，占总资产比重为 17.64%，与净资产比重为 92.69%。其中，受限货币资金人民币 4.86 亿元、存货 91.33 亿元、固定资产 41.52 亿元和无形资产 0.27 亿元。公司受限资产规模较大，资产流动性一般。

综合来看，公司资产规模不断增长，仍以流动资产为主。预计未来 1～2 年，随着公司经营规模的扩展，资产规模将进一步增长。

资本结构

2015 年，公司负债规模继续增长，资产负债率仍较高，负债结构仍以流动负债为主；总有息债务规模继续增加，以短期有息债务为主，面临一定的集中偿付压力

2015 年以来，公司总负债规模继续增长，负债结构仍以流动负债为主。截至 2016 年 3 月末，公司负债总额为 610.74 亿元，较 2015 年末增长 8.08%，流动负债占比为 56.24%。

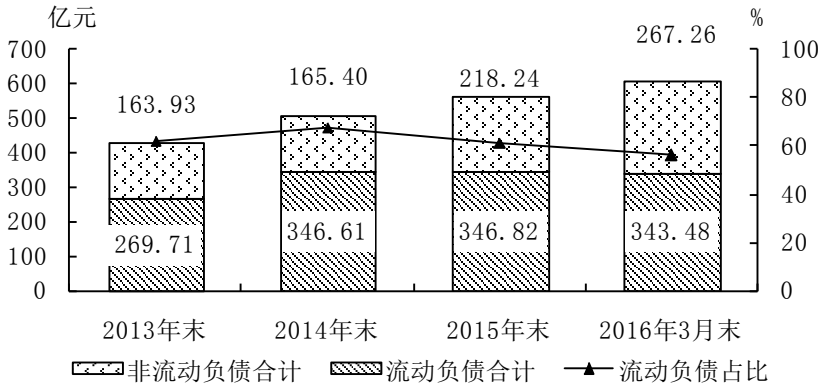


图 6　2013～2015 年末及 2016 年 3 月末公司负债构成

公司流动负债主要由短期借款、预收账款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他应付款等项目构成。2015 年末，流动负债 346.82 亿元，同比略有增长，其中，短期借款为 86.20 亿元，同比减少 16.95%，主要包括保证借款 50.23 亿元和信用借款 22.43 亿元；预收款项 81.42 亿元，同比减少 8.81%；应付账款 75.07 亿元，同比减少 12.80%，主要是在建工程相继完工，应付工程结算款结算所致；一年内到期的非流动负债为 44.94 亿元，同比增加 25.94 亿元，主要是长期借款即将到期转入所致；其他应付款 35.21 亿元，同比增长 4.19%。

2016 年 3 月末，公司流动负债为 343.48 亿元，较 2015 年末变动不大，其中，短期借款 95.00 亿元，较 2015 年末增长 10.22%；一年内到期的非流动负债 33.18 亿元，较 2015 年末减少 26.16%，主要是归还借款所致；应付票据 16.94 亿元，较 2015 年末增长 17.22%，主要是以票据结算业务增加所致。流动负债其他主要科目较 2015 年末无重大变化。

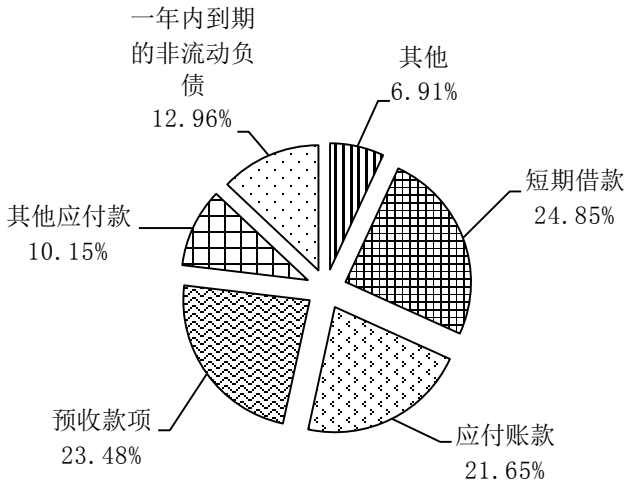


图 7　2015 年末公司流动负债构成情况

公司的非流动负债主要为应付债券和长期借款。2015 年末，公司非流动负债为 218.24 亿元，同比增长 31.94%，其中应付债券 158.00 亿元，同比增长 58.00%，主要包括公司 2010 年发行的企业债券 7.00 亿元、2012 年发行的中期票据 15.00 亿元、2013 年发行的非定向债务融资工具 18.00 亿元、2015 年发行的非定向债务融资工具、短期融资券共计 118.00 亿元等；长期借款 55.67 亿元，同比减少 5.87%，主要为抵押借款 51.07 亿元和保证借款 4.60 亿元。2016 年 3 月末，公司应付债券 195.00 亿元，较 2015 年末增长 23.42%，主要是 2016 年一季度新增 35.00 亿元的短期融资券和鲁商置业发行的 20.00 亿元的公司债券，2015 年发行一期非定向债务融资工具和一期短期融资券共计 18.00 亿元已到期所致；长期借款 68.79 亿元，较 2015 年末增长 23.55%。

表 12　2013～2015 年末及 2016 年 3 月末公司有息债务构成及占总负债的比重（单位：亿元、%）

项目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
短期有息债务	297.13	273.59	196.68	150.66
长期有息债务[2]	150.46	124.35	121.20	122.53
总有息债务	**447.59**	**397.94**	**317.88**	**273.19**
总有息债务/总负债	73.29	70.42	62.08	63.04

2015 年以来，公司有息债务持续增加，占总负债的比例有所提高。截至 2016 年 3 月末，公司总有息债务占总负债的比为 73.29%，短期有息债务 297.13 亿元，占总有债务比重 66.38%，仍保持在较高水平。从有息债务的期限结构看，公司一年以内到期的债务占比较大，面临一定的集中偿付压力，长期有息债务主要集中在 1～2 年及 5 年以上。

[2] 公司将一年内到期的非定向债务融资工具、一年内到期的企业债券和短期融资券计入了应付债券科目，已将三个科目余额调整至短期有息债务；并将其他综合收益中永续中票调整至长期有息债务。

表 13　截至 2016 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5 年	合计
金额	297.13	58.94	21.46	20.66	4.38	45.02	**447.59**
占比	66.38	13.17	4.79	4.62	0.98	10.06	**100.00**

2015 年末，公司所有者权益为 142.66 亿元，同比增长 18.65%，其中，实收资本 23.51 亿元，同比增加 0.87 亿元，主要是公司下属事业单位[3]获得了相关财政资金的投入增加所致；资本公积 11.30 亿元，同比增加 0.70 亿元，原因是公司减持鲁商置业股票，仍控股合并，计入资本公积；盈余公积为 8.29 亿元，同比增加 0.88 亿元；其他权益工具 35.67 亿元，包括 2014 年 12 月发行的 17 亿元和 2015 年 6 月发行的 19 亿元永续中票。未分配利润 15.84 亿元，同比变动不大，主要是永续中票付息 1.19 亿元所导致利润分配增加所致；2016 年 3 月末，公司股本、资本公积、盈余公积、其他权益工具较 2015 年末均未发生变动，未分配利润 16.46 亿元，较 2015 年末略有增加。

2015 年末及 2016 年 3 月末，公司资产负债率仍较高，保持在 80%左右；长期资产适合率、流动比率和速动比率均有所提高，但流动资产对流动负债的覆盖程度一般，由于存货规模较大，导致速动比率较低。

表 14　2013～2015 年末及 2016 年 3 月末公司部分财务指标（单位：倍、%）

项目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
流动比率	1.59	1.41	1.28	1.44
速动比率	0.66	0.51	0.42	0.53
资产负债率	80.96	79.84	80.98	81.68
长期资产适合率	196.99	165.30	152.11	183.22

截至 2016 年 3 月末，公司为商品房承购人提供的抵押贷款担保累计余额为 1.33 亿元，担保比率为 0.93%；公司无其他对外担保。

总体来看，公司项目开发建设的资金需求使得有息债务持续增长，有息债务集中在一年以内，面临一定的集中偿付压力。

盈利能力

2015 年，公司营业总收入同比略有增长，毛利率和利润总额同比均有所下降，盈利能力减弱；总资产报酬率和净资产收益率有所下降

2015 年，公司营业总收入 352.25 亿元，同比略有增长；毛利率为 19.97%，同比下降 0.43 个百分点。

[3] 事业单位主要是通过政府划拨要求公司进行管理的职业学院，在公司合并报表时实收资本不做抵消，直接汇总合并。

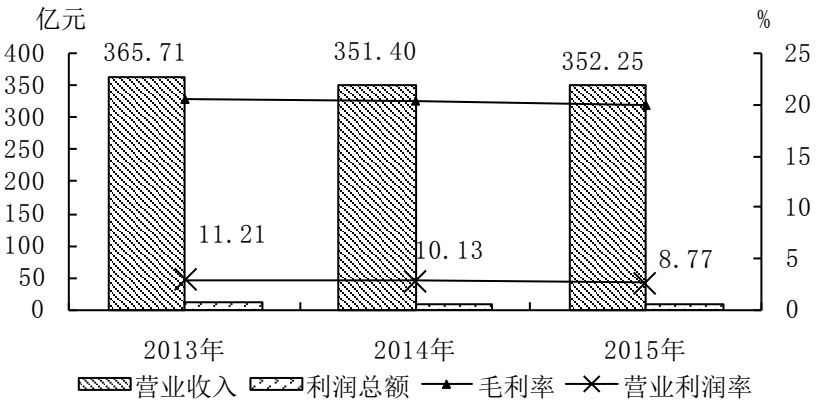


图 8　2013～2015 年公司收入及盈利情况

2015 年，公司期间费用率基本保持稳定。销售费用为 39.77 亿元，同比略有减少；管理费用为 11.41 亿元，同比略有增长；财务费用为 3.57 亿元，同比增长 19.53%，主要是有息债务规模增幅较大所致，其中，利息支出为 10.46 亿元，利息收入 7.95 亿元，手续费支出为 1.11 亿元。

表 15　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司期间费用及占营业总收入比重（单位：亿元、%）

项目	2016 年 1～3 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	9.81	10.35	39.77	11.29	40.67	11.57	38.17	10.44
管理费用	2.91	3.07	11.41	3.24	11.22	3.19	12.64	3.46
财务费用	1.32	1.39	3.57	1.01	2.99	0.85	4.42	1.21
期间费用	**14.04**	**14.81**	**54.76**	**15.55**	**54.87**	**15.61**	**55.23**	**15.10**

2015 年，公司投资收益 2.95 亿元，同比增加 1.89 亿元，主要是处置可供出售金融资产取得投资收益所致，对利润贡献度有所上升；营业利润、利润总额和净利润分别为 9.00 亿元、8.77 亿元和 4.37 亿元，同比分别下降 8.61%、13.41%和 25.02%，利润水平有所下降。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率均有所下降。

表 16　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司部分盈利指标（单位：万元、%）

财务指标	2016 年 1～3 月	2015 年	2014 年	2013 年
EBIT	39,583	192,304	192,584	229,966
EBITDA	-	290,716	296,262	289,547
总资产报酬率	0.52	2.72	3.05	4.33
净资产收益率	0.66	3.06	4.85	6.48

2016 年 1～3 月，公司实现营业总收入 94.75 亿元，同比减少 3.98%；毛利率 18.17%，同比下降 0.88 个百分点；期间费用率为 14.81%，同比下降 0.11 个百分点；营业利润、利润总额和净利润分别为 1.87 亿

元、1.85 亿元、0.94 亿元，同比分别下降 25.49%、26.69%和 23.57%。

预计未来 1～2 年，受行业竞争加剧影响，公司盈利能力仍将承受一定的压力。

现金流

2015 年以来，经营性现金流保持小幅净流入，对债务的保障能力较弱；由于对外投资和扩张加快，投资性现金流为净流出

2015 年，公司经营性净现金流保持净流入，但规模仍然很小且净流入额同比下降；投资活动现金净流量为-26.14 亿元，主要是公司零售业店面扩张速度较快，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所致；筹资活动净现金流为 19.21 亿元，主要是发行债券收到的现金大幅增加。

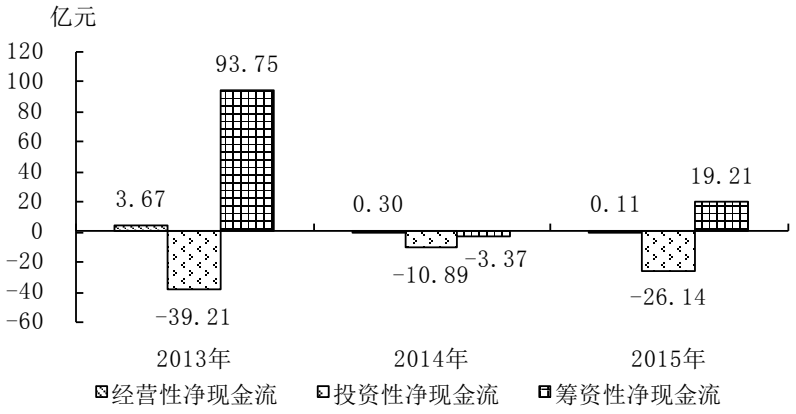


图 9　2013～2015 年公司现金流情况

2016 年 1～3 月，公司经营性净现金流为 0.60 亿元，同比增长 7.69%；投资性净现金流为-2.47 亿元，净流出额同比增加 2.02 亿元；筹资性净现金流为 41.64 亿元，同比增加 40.81 亿元，主要是公司借款和发行债券导致现金流入增多。

表 17　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司部分偿债指标及现金回笼情况（单位：%、倍）

项目	2016 年 1～3 月	2015 年	2014 年	2013 年
经营性净现金流/流动负债	0.17	0.03	0.10	1.57
经营性现金净流/总负债	0.10	0.02	0.06	1.00
经营性净现金流利息保障倍数	0.11	0.004	0.01	0.17
EBIT 利息保障倍数	0.73	0.79	0.88	1.05
EBITDA 利息保障倍数	-	1.19	1.36	1.32
现金回笼率	121.67	122.71	123.55	125.00

2015 年以来，公司现金回笼率不断下降，但仍保持较高水平。同期，经营性现金流保持小幅净流入，对债务和利息的保障能力较弱；EBIT 及 EBITDA 对利息的保障能力有所下降。

预计未来 1～2 年，随着零售业店面的持续增加和房地产项目的逐步开发，公司仍将保持较大的外部融资需求。

偿债能力

2015 年以来，随着公司经营规模的扩大以及投资规模的增长，负债规模保持增长，以流动负债为主。资产负债率保持在 80%左右，仍处于较高水平；流动资产对流动负债的覆盖率一般；公司有息债务保持增长，以短期有息债务为主，面临一定的集中偿付压力；公司营业总收入略有增长，利润有所下降，盈利能力有所减弱；公司经营性现金流净流入规模较小，对债务的保障能力较弱，EBIT 及 EBITDA 对利息的保障能力有所下降。公司建立了多种融资渠道，可以通过发行股票及债权募集资金，同时与多家银行保持良好的合作关系，具有较强的融资能力。综合分析，公司的偿债能力很强。

债务履约情况

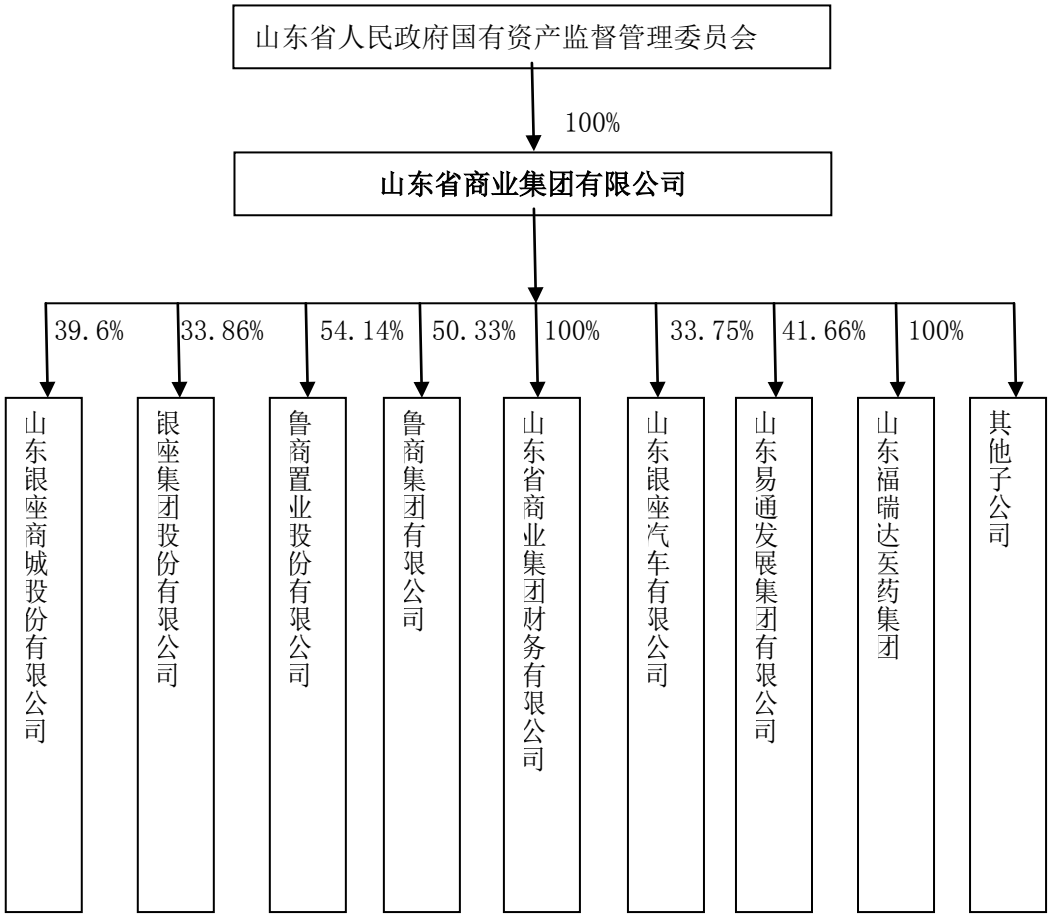
根据公司提供的企业信用报告，截至 2016 年 6 月 3 日，公司本部无不良信贷违约记录。截至本报告出具日，公司已公开发行多期债券，其中到期债券本息均按时支付。

结论

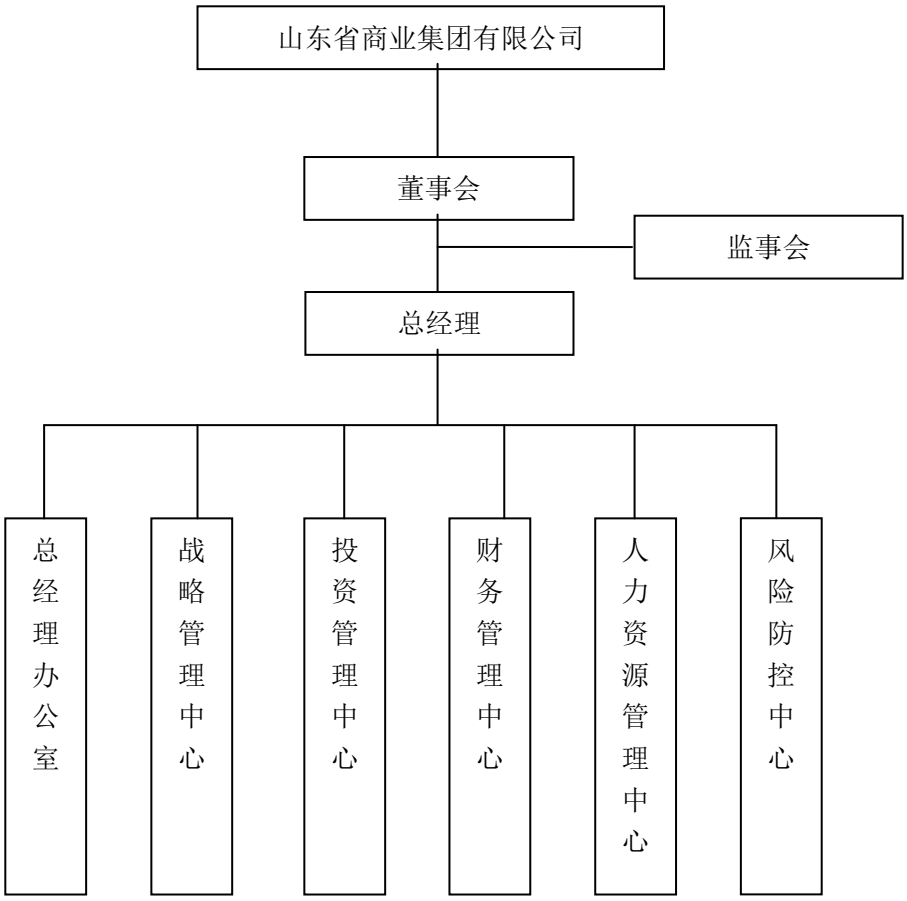
百货零售业的发展与国民经济发展高度相关，在国内经济持续转型的大环境下，零售行业增长乏力，行业整体处于低位运行阶段。同时，外资零售商涌入国内市场，同时以网购为代表的新型消费模式冲击，促使传统零售业企业进行转型调整。山东省经济规模较大且发展势头良好，居民消费能力稳步增强，为公司经营提供了较好的发展环境。公司采用多种业态发展百货零售业务，近年来店面数量及经营面积不断扩大，经营规模保持增长；公司立足山东市场，“银座”品牌具有显著的区域竞争优势，同时，公司向周边地区拓展网点，规模优势凸显。公司房地产开发项目业态多样化，已形成三大产品系列，具有一定品牌知名度，2015 年以来，山东省内三四线城市短期需求饱和，公司去库存压力较大。近年来公司有息债务规模快速增长，面临集中偿付压力，另外未来三年内公司整体投资规模较大，面临一定的资本支出压力。总体来看，公司多年来大力发展主营业务，具备零售百货的运营经验，规模优势较为明显。预计未来 1～2 年，公司业务规模将保持增长，但受竞争加剧以及电商冲击的影响，公司经营仍将承受一定压力。

综合分析，大公对公司“16 鲁商 01”、“16 鲁商 02”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。

附件 1　截至 2016 年 3 月末山东省商业集团有限公司股权结构图



附件 2　截至 2016 年 3 月末山东省商业集团有限公司组织结构图



附件 3　山东省商业集团有限公司百货零售业主要网点经营情况

单位：万平方米、亿元

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	
						2015 年	2016 年 1~3 月
1	山东银座商城	4.20	1996	自有	百货	29.39	7.92
2	济南银座购物广场	2.27	1999	租赁	百货+超市	7.86	2.11
3	济南银座商城	1.37	2002	租赁	百货	8.23	2.04
4	东营银座购物广场	3.81	2003	自有	百货+超市	5.69	1.46
5	泰安银座商城	3.19	2001	自有	百货+超市	9.02	1.42
6	淄博银座商城	3.14	2003	自有	百货+超市	6.89	1.89
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002	自有	百货+超市	4.20	1.03
8	滨州银座购物广场	1.73	2003	租赁	百货+超市	3.42	1.05
9	滕州银座商城	2.02	2009	自有	百货+超市	2.79	0.50
10	临沂银座商城	3.13	2005	自有	百货+超市	8.02	1.51
11	日照银座商城	1.90	2006	租赁	百货+超市	5.68	1.07
12	淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006	自有	百货+超市	2.28	0.68
13	潍坊银座商城	5.66	2010	自有	百货+超市	4.85	1.32
14	菏泽银座商城	3.25	2006	自有	百货+超市	5.86	1.60
15	新泰银座商城	0.93	2006	租赁	百货+超市	1.81	0.47
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006	租赁	百货+超市	0.81	0.21
17	济宁银座商城	1.86	2007	租赁	百货+超市	5.96	1.42
18	邢台银座商城	1.91	2007	租赁	百货+超市	0.91	0.19
19	济南华信购物广场	1.74	2007	租赁	百货+超市	2.37	0.68
20	莱芜银座商城	2.75	2007	自有	百货+超市	3.00	0.82
21	济南银座家居	2.47	2003	自有	家居	2.07	0.51
22	石家庄东方购物广场	5.50	2009	自有	百货+超市	4.30	1.02
23	博山银座店	1.41	2007	自有	百货+超市	1.69	0.49
24	长清银座店	2.05	2006	租赁	百货+超市	0.83	0.21
25	章丘银座店	1.51	2008	租赁	百货+超市	1.94	0.55
26	济宁银座购物广场	2.30	2008	自有	百货+超市	2.06	0.50
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008	租赁	百货+超市	1.29	0.37
28	滨州银座黄河店	2.36	2009	自有	百货+超市	2.71	0.74
29	银座燕山店	0.96	2008	租赁	百货+超市	3.62	1.06
30	濮阳银座店	1.88	2009	租赁	百货+超市	4.08	0.85
31	洛阳银座商城	1.96	2010	租赁	百货+超市	0.56	0.16
32	鹤壁银座商城	1.80	2010	自有	百货+超市	0.77	0.19
33	烟台银座商城	3.78	2010	自有	百货+超市	1.92	0.35
34	济南和谐广场	10.25	2011	自有	百货+超市	9.14	1.71

附件 3　山东省商业集团有限公司百货零售业主要网点经营情况（续表）

单位：万平方米、亿元

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	
						2015 年	2016 年 1~3 月
35	临沂和谐广场	7.40	2012	自有	百货+超市	2.58	0.83
36	安阳银座商城	1.55	2012	自有	百货+超市	0.58	0.15
37	威海银座商城	3.41	2012	自有	百货+超市	1.01	0.16
38	聊城银座商城	2.35	2012	自有	百货+超市	1.50	0.35
39	保定银座商城	3.56	2013	租赁	百货+超市	0.83	0.19
40	徐州银座商城	7.20	2013	自有	百货+超市	0.82	0.17
41	银座商城七里山店	1.30	2013	租赁	百货+超市	3.98	1.07
42	张家口银座商城	2.02	2014	租赁	百货+超市	1.48	0.51
43	泰安肥城店	1.01	2014	租赁	百货+超市	0.51	0.14
44	滨州华星店	1.21	2014	租赁	百货+超市	0.45	0.13
45	青岛和谐广场	7.80	2015	自有	百货+超市	5.15	0.43
合计		129.50	-	-	-	174.94	42.25

数据来源：根据公司提供数据整理

附件 4　　山东省商业集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2016 年 3 月（未经审计）	2015 年	2014 年（经调整）	2013 年（经调整）
资产类				
货币资金	966,072	551,936	624,203	1,113,101
其他应收款	233,277	294,066	190,241	95,318
预付款项	419,999	356,704	222,666	195,619
存货	3,193,228	3,117,385	2,989,602	2,440,598
流动资产合计	5,457,770	4,893,918	4,444,706	3,881,902
投资性房地产	269,689	332,487	270,458	120,501
固定资产	962,392	849,731	738,433	619,572
在建工程	166,432	276,833	220,876	178,647
无形资产	259,661	264,264	250,370	188,893
商誉	198,893	198,893	174,464	166,421
非流动资产合计	2,085,682	2,183,268	1,877,880	1,423,665
资产总计	7,543,453	7,077,186	6,322,587	5,305,568
占资产总额比（%）				
货币资金	12.81	7.80	9.87	20.98
其他应收款	3.09	4.16	3.01	1.80
预付款项	5.57	5.04	3.52	3.69
存货	42.33	44.05	47.28	46.00
流动资产合计	72.35	69.15	70.30	73.17
投资性房地产	3.58	4.70	4.28	2.27
固定资产	12.76	12.01	11.68	11.68
非流动资产合计	27.65	30.85	29.70	26.83
负债类				
短期借款	950,034	861,980	1,037,918	930,155
应付票据	169,373	144,494	138,855	24,156
应付账款	768,662	750,699	860,852	510,529
预收款项	831,401	814,240	892,912	780,643
其他应付款	350,146	352,141	337,969	281,890
一年内到期的非流动负债	331,846	449,439	190,000	142,283
流动负债合计	3,434,772	3,468,194	3,466,135	2,697,076
长期借款	687,881	556,748	591,467	663,272
应付债券	1,950,000	1,580,000	1,000,000	910,000
非流动负债合计	2,672,609	2,182,359	1,654,028	1,636,599
负债合计	6,107,381	5,650,553	5,120,163	4,333,675

附件 4　山东省商业集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2016 年 3 月（未经审计）	2015 年	2014 年（经调整）	2013 年（经调整）
占负债总额比（%）				
短期借款	15.56	15.25	20.27	21.46
应付票据	2.77	2.56	2.71	0.56
应付账款	12.59	13.29	16.81	11.78
预收款项	13.61	14.41	17.44	18.01
其他应付款	5.73	6.23	6.60	6.50
流动负债合计	56.24	61.38	67.70	62.24
长期借款	11.26	9.85	11.55	15.31
应付债券	31.93	27.96	19.53	21.00
非流动负债合计	43.76	38.62	32.30	37.76
权益类				
股本	235,061	235,061	226,368	225,214
资本公积	112,990	112,990	105,972	100,574
盈余公积	82,949	82,949	74,131	65,954
未分配利润	164,581	158,439	152,569	121,872
归属于母公司所有者权益合计	950,845	944,702	727,394	513,083
少数股东权益	485,227	481,932	475,030	458,810
所有者权益合计	1,436,071	1,426,634	1,202,424	971,893
损益类				
营业总收入	947,522	3,522,502	3,514,048	3,657,094
营业总成本	775,344	2,819,035	2,797,244	2,905,326
销售费用	98,055	397,746	406,659	381,683
管理费用	29,112	114,134	112,183	126,366
财务费用	13,185	35,695	29,863	44,212
投资收益	1,382	29,508	10,613	5,529
营业利润	18,661	89,972	98,452	106,183
利润总额	18,481	87,731	101,317	112,120
净利润	9,438	43,724	58,312	62,945
归属于母公司所有者的净利润	6,143	29,696	37,674	24,285
占营业总收入比（%）				
营业成本	81.83	80.03	79.60	79.44
销售费用	10.35	11.29	11.57	10.44
管理费用	3.07	3.24	3.19	3.46
财务费用	1.39	1.01	0.85	1.21

附件 4　　山东省商业集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2016 年 3 月（未经审计）	2015 年	2014 年（经调整）	2013 年（经调整）
占营业总收入比（%）				
投资收益	0.15	0.84	0.30	0.15
营业利润	1.97	2.55	2.80	2.90
利润总额	1.95	2.49	2.88	3.07
所得税费用	0.95	1.25	1.22	1.34
净利润	1.00	1.24	1.66	1.72
归属于母公司所有者的净利润	0.65	0.84	1.07	0.66
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	5,995	1,068	3,036	36,661
投资活动产生的现金流量净额	-24,746	-261,447	-108,886	-392,114
筹资活动产生的现金流量净额	416,448	192,135	-33,705	937,479
财务指标				
EBIT	39,583	192,304	192,584	229,966
EBITDA	-	290,716	296,262	289,547
总有息债务	4,475,845	3,979,371	3,178,799	2,731,865
毛利率（%）	18.17	19.97	20.40	20.56
营业利润率（%）	1.97	2.56	2.81	2.91
总资产报酬率（%）	0.52	2.72	3.05	4.33
净资产收益率（%）	0.66	3.06	4.85	6.48
资产负债率（%）	80.96	79.84	80.98	81.68
债务资本比率（%）	75.71	73.61	72.56	73.76
长期资产适合率（%）	196.99	165.30	152.11	183.22
流动比率（倍）	1.59	1.41	1.28	1.44
速动比率（倍）	0.66	0.51	0.42	0.53
保守速动比率（倍）	0.30	0.18	0.19	0.42
存货周转天数（天）	366.26	389.94	349.43	279.83
应收账款周转天数（天）	6.94	7.59	5.41	2.00
经营性现金净流/流动负债（%）	0.17	0.03	0.10	1.57
经营性现金净流/总负债（%）	0.10	0.02	0.06	1.00
经营现金流利息保障倍数（倍）	0.11	0.004	0.01	0.17
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.73	0.79	0.88	1.05
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.19	1.36	1.32
现金比率（%）	29.06	16.72	18.32	41.33
现金回笼率（%）	121.67	122.71	123.55	125.00
担保比率（%）	0.93	0.90	-	-

附件 5　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[4] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[5] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%

[4] 一季度取 90 天。
[5] 一季度取 90 天。

21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 6　　中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级 ：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 级 ：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 级：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 级 ：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级 ：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 级：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 级 ：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 级 ：不能偿还债务。

注：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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 7　　短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。