大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

山东省商业集团有限公司

公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

CREDIT RATING REPORT

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。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

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、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，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。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

评级报告导读

信用评级作为阻止信用无度扩张的逆周期力量是信用经济发展规律的内在要求和评级的价值所在。为了实现这一评级目标，大公对受评主体开展了尽职调查、行业比较、专家论证等工作，并依据《大公信用评级原理》，综合运用数字评级方法和数据测算模型，通过对受评主体偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面发展走势和信用风险的分析预测，形成大公信用评级报告。

报告中，偿债环境是影响受评主体财富创造能力和偿债来源的外部环境；财富创造能力是受评主体偿债来源的根本和基石；偿债来源是债务人在偿还债务时点上保障再生产正常进行所需流动性后剩余可支配现金，可分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源；偿债能力是基于对偿债来源偏离度的风险调整来判断一定时间内偿债来源对债务负担的安全保障程度，通过评估发债主体流动性还本付息能力、清偿性还本付息能力和盈利对利息覆盖能力，得到对存量债务偿付能力、新增债务空间以及总债务偿还能力的综合评价。

评定等级

发债主体：山东省商业集团有限公司			
公司债券信用等级	AA+		
主体信用等级	AA+	**评级展望**	稳定
债项概况			
发行规模：	本次债券发行总额不超过 15 亿元（含 15 亿元），本期基础发行规模为人民币 1 亿元，可超额配售不超过人民币 1 亿元（含 1 亿元）		
债券期限：	2 年期，附第 1 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权		
偿还方式：	每年付息一次，到期一次还本		
发行目的：	拟用于偿还公司债务		

主要观点

大公确定山东省商业集团有限公司（以下简称“山东商业集团”或“公司”）信用等级为 AA+，评级展望为稳定，2018 年公司债券（第一期）债项信用等级为 AA+。本次评级结果反映山东商业集团面临良好的偿债环境，财富创造能力很强，偿债来源较为充足，偿债能力很强。主要理由阐述如下：

1、公司面临较好的偿债环境。结构性改革将促进我国消费升级，给零售企业提供了良好发展空间；政府出台支持性政策，为零售企业提供良好的政策环境。

2、公司财富创造能力很强。公司是山东省零售行业龙头企业，采用多种业态发展零售业务，店面数量及经营面积不断扩大，“银座”品牌具有一定的区域竞争优势；公司房地产开发以住宅为主，在山东省内具有一定品牌知名度；2015 年以来，公司营业收入有所波动。

3、公司偿债来源较为充足。受益于债务收入渠道通畅，经营性现金流净流入规模大幅增长，公司流动性偿债来源较为充足；可变现资产规模一般，使得公司清偿性偿债来源一般。

4、公司偿债能力很强。公司流动性来源能够形成对流动性消耗的覆盖，流动性偿债能力较强；EBITDA 利息保障倍数逐年提升，公司盈利对利息的覆盖能力较强。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

1、公司是山东省零售行业龙头企业，“银座”品牌具有一定的区域竞争优势；

2、公司采用多种业态发展零售业务，2015年以来，店面数量及经营面积不断扩大，具备一定规模优势；

3、公司形成了多元化经营格局，有利于分散单一业务带来的经营风险。

主要风险/挑战：

1、2015年以来，公司资产负债率处于较高水平，总有息债务规模逐年增加，债务负担较重，且面临较大的短期偿付压力；

2、公司房地产业务未来两年内投资规模较大，面临较大的资金支出压力；

3、公司受限资产规模较大，对资产流动性产生一定不利影响。

展望

公司采用多种业态发展零售业务，深耕山东市场，“银座”品牌具有一定的区域竞争优势；公司多元化经营格局，对公司经营规模扩大及经营稳定性提供了一定支撑。综合考虑，大公对未来1～2年山东省商业集团有限公司的信用评级展望为稳定。

◆ 主要财务数据与核心指标

（单位：人民币亿元、%）

项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	838.84	847.52	836.18	703.53
所有者权益	136.28	135.72	146.80	141.63
总有息债务	429.85	431.93	471.98	395.91
营业总收入	100.27	365.58	343.42	352.25
净利润	1.08	3.70	4.31	4.37
经营性净现金流	1.01	38.92	0.13	0.11
毛利率	18.26	19.50	20.44	19.98
总资产报酬率	0.56	2.07	2.55	2.73
债务资本比率	75.93	76.09	76.28	73.65
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	-	1.70	1.52	1.42
经营性净现金流/总负债	0.14	5.56	0.02	0.02

注：公司提供了 2015～2017 年及 2018 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 2015～2017 年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司分别于 2016 年进行前期会计差错更正，于 2017 年根据相关会计准则就政府补助、资产处置等进行会计政策变更，因此 2015 年和 2016 年财务数据分别使用了 2016 年和 2017 年审计报告的期初数据。2018 年 1～3 月财务报表未经审计。

◆ 联系方式

评级小组负责人：肖　尧　　评级小组成员：崔爱巧　牛林祥
联系电话：+86-10-51087768　　客服电话：+ 86-4008-84-4008
传真：+86-10-84583355　　Email ：rating@dagongcredit.com
地址：中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

大公国际资信评估有限公司
二〇一八年七月十九日

发债情况

本次债券情况

本次债券是山东商业集团面向合格投资者公开发行的公司债券，发行总额不超过15亿元（含15亿元）人民币，拟分期发行，首期债券基础发行规模为人民币1亿元，可超额配售不超过人民币1亿元（含1亿元）。发行期限为2年，可附第1年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

基本经营

（一）主体概况

山东商业集团前身为山东省商业厅，经山东省政府（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（以下简称“集团总公司”），此后，经改制、更名、收并购、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、股权增资，2017年5月25日，公司发布《山东省商业集团有限公司关于股权结构和董事、监事及高级管理人员变更的公告》，称山东省国资委将公司的部分国家资本合计36,600.00万元及享有的权益（占总股本30%）划转山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东社保基金”）持有，公司已于2017年5月中下旬完成股权工商登记变更。截至2018年3月末，公司注册资本为12.20亿元。

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。设立股东会、董事会和监事会。自2017年5月公司完成股权变更后，董事会董事人数由3名变更为7名，其中执行董事3名、外部董事3名、职工董事1名，董事会设董事长1名，由山东省人民政府任免。公司设总经理1名，实行董事会领导下的总经理负责

制。有总体来看，公司管理体制健全，治理结构较为完善。

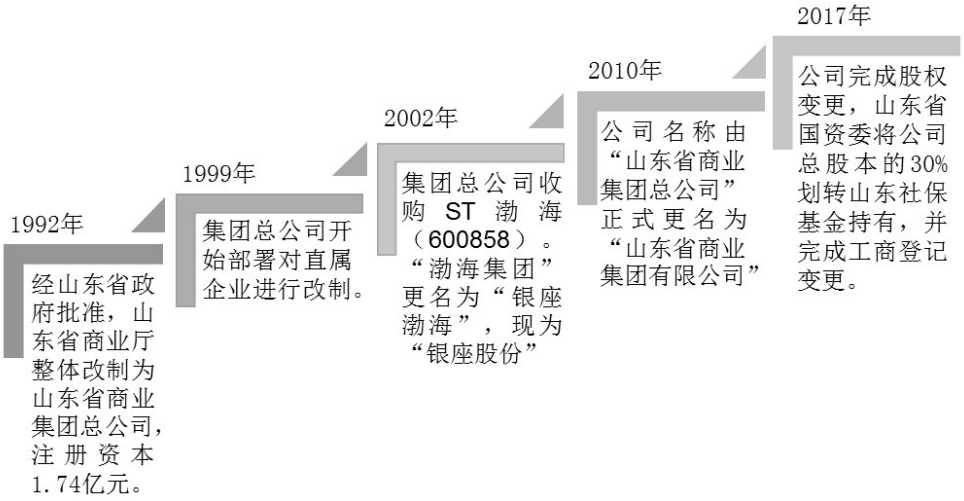


图 1　公司历史发展沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

（二）盈利模式

公司主要经营零售业、房地产、生物制药、文化传媒、教育及酒店旅游等其他业务，其中零售业务对公司收入和毛利润的贡献率保持在 70%以上，是公司的主要收入和毛利润来源，公司零售业务业态丰富，以百货及超市复合店为主；房地产业务对公司的收入和毛利润贡献率保持在 15%以上，是公司的第二大收入和毛利润来源，公司房地产业务以住宅开发为主，主要分布于三四线城市。

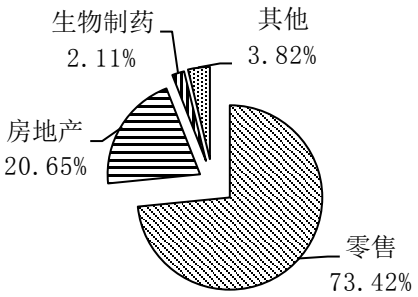


图 2　2017 年公司营收构成图

数据来源：根据公司提供资料整理

（三）股权链

截至 2018 年 3 月末，山东省国资委和省社保基金会分别持有公司 70%和 30%股权，山东省国资委为公司实际控制人；公司共拥有 12 家全资子公司，10 家控股子公司，其中包括两家上市公司，即银座集

团股份有限公司（以下简称“银座股份”）（证券代码 600858.SH）和鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”）（股票代码 600223.SH）；截至 2018 年 3 月末，公司分别持有银座股份和鲁商置业 33.86%和 54.74%的股份，其中公司所持银座股份受质押股权合计 6,984,866 股，占银座股份总股本比重 1.34%，公司持有鲁商置业股份均未质押。

（四）信用链

公司有息债务主要是银行借款和未到期债券，同时公司以业务支持款、往来款等形式借出资金。截至 2018 年 3 月末，公司总有息债务为 429.85 亿元，占总负债的比重为 61.18%；公司有息债务主要集中于 1 年以内，一年以内到期的有息债务金额 274.93 亿元，占总有息债务比重 63.96%。

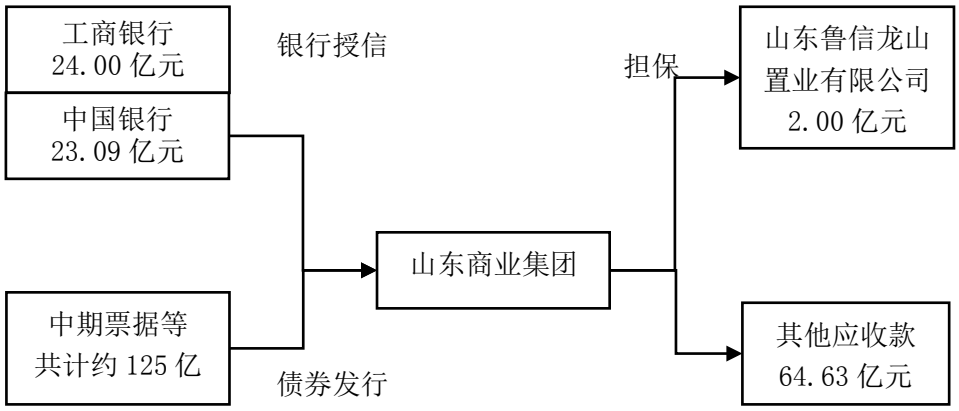


图 3　截至 2018 年 3 月末公司主要债权债务关系

数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2018 年 5 月 14 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在债券市场公开发行的各类债务融资工具均按时偿还到期本息。

偿债环境

公司面临较好的偿债环境。结构性改革将促进我国消费升级，给零售企业提供了良好发展空间；政府出台支持性政策，为企业提供良好的政策环境。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA

（一）宏观政策环境

中国结构性改革不断推进，充足的政策空间有利于消费和产业结构升级，为公司业务发展提供良好的政治环境。

中国结构性改革稳步推进：对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。2017 年以来，在强调稳增长、保就业的同时，中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度，并与众多国家和国际组织就“一带一路”建设达成合作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫，2017 年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时，政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生，努力提高经济韧性，也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动，逐步化解改革阻力。总体来看，政府政策空间依然充足，其极强的政策执行力和统筹能力将为中国推进结构性改革、实现经济换代升级提供有力政治保障和现实依据，从而为企业发展营造良好的宏观政策环境。

（二）产业环境

实体零售行业经过长时间低迷之后，2017 年有所回暖；政府相继提出多项支持性政策，推动零售行业发展和转型升级，为行业内企业提供了良好的政策环境。

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及社会消费品

零售总额增速继续放缓，2016 年，我国国内生产总值达到 744,127 亿元，同比增长 6.7%，同比回落 0.2 个百分点；社会消费品零售总额为 332,316 亿元，同比增长 10.4%，增速同比回落 0.3 个百分点，达到近十年来最低水平。2017 年，全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 2.8%，增速同比提升 3.3 个百分点，大型零售企业销售情况有所好转，全国全年社会消费品零售总额 366,262 亿元，同比增长 10.20%。近年来，受到电商快速发展的冲击，我国实体店零售额占比仍呈现下降趋势。2016 年，百家大型零售企业销售增速中电商贡献率达到 83.10%，实体店贡献率达到 16.90%，差距逐年扩大。但 2017 年以来，线上与线下逐渐出现融合趋势，各大电商平台加大与传统实体零售企业的合作，追求线上线下优势互补，相互导流，相互促进的目标。整体来看，经过长时间低迷之后，实体零售行业有所回暖；电商对实体零售市场空间的挤压依然存在，但相互融合相互促进的趋势已然出现。

2017 年，政府积极落实国务院提出的《关于推动实体零售创新转型的意见》（以下简称“意见”）中各项指导方针，积极推动实体零售创新转型，加强发展动力。意见中提出多项支持性政策，对企业实行减负减税，发挥财政资金引导带动作用，对实体零售转型予以支持，积极稳步扩大消费信贷，将消费金融公司试点推广至全国，发展供应链融资等方式，拓宽企业融资渠道。

政府不断加大对房地产行业的宏观调控力度，稳定行业投资增速，推动房地产行业健康发展。

作为投资的重要组成部分，稳定房地产投资成为对冲宏观经济下行压力的有力手段，房地产调控政策思路也因此出现重大调整。从政策基调看，以去库存为主旋律，稳定市场和房价倾向明显。2017 年以来，新一轮楼市调控措施在全国热点一、二线城市及环一线城市周边县市等二十余城市先后出台。随着热点城市及环一线城市房地产调控政策的加大和购房意愿的下降，房地产行业投资及销售有所放缓。整体来看，政府不断加大对房地产行业的宏观调控制度，不断建设长效机制，推动房地产行业的健康和稳定发展。

财富创造能力

公司财富创造能力很强。公司是山东省零售行业龙头企业，采用多种业态发展零售业务，店面数量及经营面积不断扩大，“银座”品牌具有一定的区域竞争优势；公司房地产开发以住宅为主，在山东省内具有一定品牌知名度；2015 年以来，公司营业收入有所波动。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA

（一）市场需求

山东省居民消费能力稳步增强，为公司百货零售业务经营提供了良好的市场环境；山东省内三四线城市房地产市场需求空间提升，有利于公司房地产业务稳步发展。

山东省是我国的经济强省，山东省 2017 年实现生产总值 72,678.18 亿元，按可比价计算，同比增长 7.4%。根据山东统计局发布的数据，2017 年，山东省城镇化水平稳步提升，全省常住人口城镇化率达到 60.58%，同比提高 1.56 个百分点，2017 年末常住人口约 10,005.83 万人，同比增加 59.19 万人。2017 年，山东省居民生活质量稳步提升，居民消费能力稳步增强，城镇居民人均可支配收入 36,789 元，比上年增长 8.2%；农村居民人均可支配收入 15,118 元，比上年增长 8.3%，为公司百货零售业务经营提供了良好的发展环境。

2017 年，因国家严格的调控措施，根据 Wind 数据，山东济南、青岛新建住宅销售价格职指数（取上年同期为 100）分别由一季度的 118.50 和 113.00，下降至四季度的 100.90 和 103.70，出现不同程度回落；而以济宁为代表的山东省三四线城市，由于改善型住房需求上升以及大型房地产商入驻的带动，量价均有不同程度上升，新建住宅销售价格指数（取上年同期为 100）从一季度的 102.30 上涨至 108.90。整体来看，受限于严格的调控政策，山东省内一二线城市房地产市场热度有所回落；而三四线城市房地产市场出现一定程度升温。公司房地产业务主要分布于山东省三四线城市，面临的市场需求空间有所提升。

（二）产品和服务竞争力

1、零售业务

公司是山东省零售行业龙头企业，“银座”品牌具有一定的区域竞争优势；公司采用多种业态发展零售业务，2015 年以来，店面数量及经营面积不断扩大，具备一定规模优势。

公司是山东省零售行业龙头企业，经营设施齐备，“银座”品牌有较高的消费者认可度，在山东市场具有一定品牌优势。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，门店布局得到较快的增长。公司一方面深耕山东市场，目前已在山东省的17个地级市布局，覆盖省内大部分地区；另一方面，公司积极围绕周边省市选址，不断延伸经营网络，具有一定规模优势。目前，公司在河北、河南等地均有布局。公司实施多业态并举、立体式发展的战略，目前涉及有百货、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2018年3月末，公司拥有163家百货及超市复合店、205家便利店，11家家居专营店、37家家电店、5家购物中心和9家汽车专营店，经营总面积超过527万平方米[1]。公司店面自有和租赁比例约各占50%，店面租赁合同一般签订5～10年，期限较长且有同等条件下优先续租的权利，能够在一定程度上抑制租金上升带来的成本增加。

公司百货、超市及购物中心的经营主体主要为银座股份和山东银座商城股份有限公司（以下简称“银座商城”）。2017年以来，银座商城资产负债率仍维持在90%以上，债务负担较重。2017年，银座股份加强管控逐步扭亏，净利润为0.05亿元；2018年1～3月实现净利润0.58亿元。公司百货及超市大多采用“百货+超市”的复合经营方式，市场定位“高档为主、中档为辅”。截至2018年3月末，公司共拥有163家百货及超市复合店，经营面积合计达357.16万平方米，主要分布在山东省内，省外部分主要是河南省8家、河北省4家及江苏省1家。购物中心业态是公司近年来重点拓展新型的业态形

[1] 详情见附件4。

式，采用“品牌专柜＋大型超市”的经营方式，截至 2018 年 3 月末，公司拥有济南银座和谐广场、临沂和谐广场、菏泽和谐广场、青岛和谐广场和北京和谐广场等 5 家已开业购物中心，经营面积合计 60.10 万平方米，其中临沂和济南已经运作成熟实现盈利，青岛和北京分别于 2016 年 6 月和 2016 年 10 月开业，菏泽于 2017 年 10 月开业，目前处于培育期亏损状态。

表 1　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司百货零售营业收入、毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1～3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**86.69**	**100.00**	**268.39**	**100.00**	**247.26**	**100.00**	**279.46**	**100.00**
百货及超市复合店	66.95	77.23	193.11	71.95	183.20	74.09	207.73	74.33
便利店	2.54	2.93	9.29	3.46	9.12	3.69	9.11	3.26
家居店	0.98	1.13	3.57	1.33	3.34	1.35	3.20	1.15
家电店	2.17	2.50	8.75	3.26	8.47	3.43	14.69	5.26
购物中心	2.82	3.25	10.82	4.03	11.99	4.85	16.87	6.04
汽车 4S 店	11.23	12.95	42.85	15.97	31.14	12.59	27.86	9.97
毛利润	**14.07**	**100.00**	**50.24**	**100.00**	**49.88**	**100.00**	**51.51**	**100.00**
百货及超市复合店	11.16	79.32	39.21	78.05	38.75	77.69	39.50	76.68
便利店	0.70	4.98	2.66	5.29	2.52	5.05	2.45	4.76
家居店	0.63	4.48	2.31	4.60	2.22	4.47	2.20	4.27
家电店	0.18	1.28	0.59	1.17	0.48	0.96	0.50	0.97
购物中心	0.86	6.11	3.39	6.75	3.95	7.92	5.31	10.31
汽车 4S 店	0.54	3.84	2.08	4.14	1.95	3.91	1.55	3.01
毛利率		**16.23**		**18.72**		**20.17**		**18.43**
百货及超市复合店		16.67		20.30		21.15		19.02
便利店		27.56		28.63		27.63		26.89
家居店		64.29		64.71		66.47		68.75
家电店		8.29		6.74		5.67		3.40
购物中心		30.50		31.33		32.94		31.48
汽车 4S 店		4.81		4.85		6.26		5.56

数据来源：根据公司提供资料整理

公司汽车 4S 店的经营主体为山东银座汽车有限公司，公司汽车销售定位于中高档主流汽车品牌 4S 店经营，目前在济南市内拥有 6 家汽车 4S 店[2]和 3 家城市展厅，公司汽车销售业务采取“订货-采购-

[2] 详情见附件 4。

销售”的运作模式，库存规模相对较小。家电专业店以“银座电器”为统一商号，截至2018年3月末，公司在济南、东营、菏泽等14个城市拥有37家门店。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统一超商香港控股有限公司（以下简称“统一超商”）合资组建的山东统一银座商业有限公司（以下简称“统一银座”），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年开业以来发展迅速，截至2018年3月末，统一银座在山东省内已有205家门店。家居专卖店经营主体为山东银座家居有限公司（以下简称“银座家居”），以“银座家居广场”为统一商号，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，在山东省建材家居行业中处于领先地位，截至2018年3月末，银座家居在济南、东营、青岛等城市拥有11家门店。

从具体业态来看，公司零售业务以百货及超市复合店业态为主，百货及超市复合店收入占比保持在70%以上，毛利润占比保持在75%以上。2015～2017年，公司零售业务收入有所波动，其中2016年同比下降11.52%，主要是受实体零售市场持续低迷的影响百货及超市复合店收入下降11.81%，以及购物中心建设项目中附带的商品房销售收入[3]大幅下降所致；2017年同比增长8.55%，主要是实体零售市场回暖带动百货及超市复合店收入增长及公司4S店收入大幅增长所致。同期，零售业务毛利润有所波动，主要是受收入波动的影响。从毛利率来看，2015～2017年，公司零售业务毛利率有所波动，主要是受百货及超市复合店毛利率波动的影响，其中2016年百货及超市复合店毛利率同比增长2.13个百分点，主要是关闭部分亏损店面所致，2017年同比小幅下降0.85个百分点，主要是为扩大销售规模，损失部分毛利。2018年1～3月，公司零售业务收入86.69亿元，同比增长10.76%，毛利率同比略有下降。

此外，公司积极拓展零售业经营渠道，发展第三方支付和网上商城业务。第三方支付业务主要是制作、发行和推广“山东一卡通”，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”）经营，2017年山东一卡通实现销售52.31亿元，同比增长5.63%，截

[3] 经营购物中心的青岛银座投资开发有限公司和山东银座置业有限公司天桥分公司投资建设的项目中附带的商品房大部分与2015年完成交房。该部分产业属于零售业，故该部分收益体现在零售业中。

至2018年3月末，山东一卡通签约商户达3.46万家，刷卡POS终端达到8.02万台。电子商务方面，公司开展银座网上商城业务，2017年，银座网上商城实现销售收入0.21亿元；截至2018年3月末，银座网上商城签约商户达1,502家。

公司采用多种经营模式，有效地降低经营风险；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。2017年，上述四种模式在营业收入中的占比约为61.80%、30.25%、4.90%、3.05%。公司通过采用不同的经营模式，实现资源的充分利用，并有效地降低了经营风险，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，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关系，货源供应稳定。

截至2018年3月末，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，并由当地就近选择物流配送；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，严把商品

上市关。公司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%，订单处理满意程度达 95%以上，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支持。

2、房地产

公司房地产开发以住宅为主，在山东省内具有一定品牌知名度；公司房地产业务未来两年内投资规模较大，面临较大的资金支出压力；鲁商置业资产负债率较高，维持在 90%以上。

公司的房地产项目主要由鲁商置业负责运营，鲁商置业拥有房地产一级开发资质，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，主要以自主开发为主。2017 年以来，鲁商置业资产负债率仍维持在 90%以上，其债务主要是用于项目开发的贷款和发行的债券。

表 2　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月房地产板块营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1～3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**7.66**	**100.00**	**75.49**	**100.00**	**76.46**	**100.00**	**58.64**	**100.00**
住宅	2.39	31.20	60.25	79.81	62.84	82.19	48.37	82.49
商业	4.42	57.70	11.85	15.70	10.76	14.07	7.72	13.17
其他	0.85	11.10	3.39	4.49	2.86	3.74	2.55	4.35
毛利润	**1.55**	**100.00**	**10.79**	**100.00**	**11.17**	**100.00**	**11.69**	**100.00**
住宅	0.25	16.13	7.08	65.62	7.17	64.19	8.73	74.68
商业	1.20	77.42	3.04	28.17	3.23	28.92	1.98	16.94
其他	0.10	6.45	0.67	6.21	0.77	6.89	0.98	8.38
毛利率		**20.16**		**14.29**		**14.61**		**19.94**
住宅		10.46		11.75		11.41		18.05
商业		27.15		25.65		30.02		25.65
其他		11.76		19.76		26.92		38.43

数据来源：根据公司提供资料整理

公司的房地产所开发项目业态涵盖了大型购物广场、住宅、写字楼、酒店等，其中以住宅为主，在山东省内具有一定品牌知名度。2015～2017 年，公司房地产业务收入有所波动，其中 2016 年同比增长 30.39%，主要是哈尔滨松江新城、青岛蓝岸丽舍等项目交房增加所致，2017 年同比略有下降；毛利率逐年下降，其中 2016 年同比下

降5.33个百分点，主要是由于公司业务主要集中在三线城市，房价涨幅不大但拿地成本逐年提升，以及毛利较高的高档住宅销售下降所致，2017年同比略有下降。2018年1～3月，公司房地产营业收入7.66亿元，同比略有提升，毛利率同比上升1.82个百分点，主要是房价同比有所上涨所致。

2015～2017年，公司房地产开工面积、竣工面积、签约销售面积和签约销售额均逐年增长，主要是在品牌房企入驻带动、改善型需求释放等因素影响下，三四线城市房地产市场销售改善，促使公司相应加大在三四线城市的布局。同期，开发完成投资波动较大，2016年同比大幅提升，主要是公司根据市场情况加快开发进度以及青岛等地项目投资规模较大所致；2017年同比大幅下降，主要是公司放慢开发进度以及当期投资项目多位于三四线城市，开发成本较低所致。同期，确认销售面积和收入在2017年同比小幅下降，主要是房地产项目开发周期较长，商品房预售收款与交房确认收入存在时间差异所致。2018年1～3月，公司开工面积、签约销售面积与签约销售额同比均有所下降，开发完成投资和竣工面积同比有所上升。

公司房地产业务形成“鲁商城市广场”、“鲁商花园住宅”、“鲁商生态别墅”三大产品系列[4]，鲁商城市广场主要依托公司商业零售的产业背景，将商业步行街、写字楼、娱乐餐饮、星级酒店、高端公寓进行整合开发，发展商业综合体；截至2018年3月末，在开发的有青岛鲁商中心燕儿岛、泰安鲁商中心、临沂鲁商中心等，规划面积共计182.93万平方米，总投资额为152.00亿元，累计完成投资90.50亿元。鲁商花园住宅是依托城市配套服务，发展宜居住宅为主；截至2018年3月末，在开发的主要有青岛惜福镇、临沂金悦城、哈尔滨鲁商松江新城等，规划面积共计785.90万平方米，总投资额为591.00亿元，累计完成投资355.05亿元。鲁商生态别墅以独栋、双拼、联排、花园洋房等高端产品为基础，发展低密度高端社区；截至2018年3月末，在开发的主要有鲁商国际社区和临沂知春湖，规划面积共计216.49万平方米，总投资额为65.00亿元，累计完成投资22.50亿元。2018年4至2020年，公司在建房地产项目拟继续投资规模为

[4] 详情见附件4。

210.55亿元，面临较大的资金支出压力。

截至2018年3月末，公司的土地储备拟开发建筑面积约为149.19万平方米，主要是青岛28.41万平方米，哈尔滨74.99万平方米，临沂8.55万平方米，潍坊10.24万平方米，济宁27.00万平方米。

总体来看，公司项目及土地储备一般，但房地产业务面临较大的资金支出压力。

3、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，主要产品销售收入逐年增长；2017年，受益于自有产品价格提升及压减费用，净利润规模大幅提升。

公司生物制药业务包括医药工业和医药商业，生产经营主要由福瑞达医药负责，其拥有12家子公司、1家省级科研院所和3个省级实验室。公司经营的医药产品主要有骨科中西药品，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，且为“润舒”、“润洁”、“施沛特”等知名品牌主要渠道销售商。在医药生产、流通过程中，公司严格按照GMP、GSP规范要求进行管理，公司所生产的颈痛片、颈痛颗粒、小儿解感颗粒等皆通过了新版GMP认证。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”）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，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70%。

表3　2015～2017年及2018年1～3月生物制药板块主要产品销售收入情况（单位：万元）

产品名称	2018年1～3月	2017年	2016年	2015年
颈痛片	2,760	10,859	8,824	7,905
颈痛颗粒	1,805	6,839	5,125	4,466
四季感冒胶囊	681	2,229	1,792	1,554
小儿解感颗粒	597	2,172	1,705	1,460
雪莲归芪口服液	389	1,487	1,282	1,108
医药工业合计	6,232	23,586	18,728	16,493
医药商业合计	13,581	53,740	47,662	43,570

数据来源：根据公司提供数据整理

2015～2017年，公司生物制药业务营业收入分别为6.01亿元、6.64亿元和7.73亿元，逐年增长，主要得益于公司加强全国销售网点布局以及各类主打药品销售稳定增长所致，其中，医药商业对生物制药板块收入的贡献较大。2017年，受益于自有品牌产品销售价格提升及压减人工成本和生产管理成本等费用支出，福瑞达医药整体净利润规模同比大幅提升。

公司其他业务主要包括教育、传媒等。教育业务方面，公司先后创办了山东商业职业技术学院（以下简称“山东商职学院”）、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，2017年教育业务实现营业收入8.27亿元，同比增长16.15%，实现营业利润1.02亿元；2018年1～3月，教育业务实现营业收入3.09亿元，实现营业利润1.50亿元。传媒业务主要经营单位是山东商报社，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，2016年公司继续通过对新闻纸采购、印刷费实行竞标，压缩费用支出，已经实现了稳定的盈利。2017年传媒业实现营业收入1.20亿元，同比略有减少；实现净利润0.21亿元，同比增加0.10亿元；2018年1～3月，传媒业实现营业收入0.21亿元，实现净利润0.10亿元。

（三）盈利能力

公司形成了多元化经营格局，有利于扩大经营规模和分散单一业务带来的经营风险；其中，零售和房地产业务是公司收入和毛利润的主要来源；2015年以来，公司营业总收入及毛利润有所波动。

公司已形成以现代零售业和房地产为主，生物制药、酒店旅游、文化传媒以及教育等其他业务为辅多元化经营格局，有利于扩大公司经营规模和分散单一业务带来的经营风险。零售和房地产业务是公司营业总收入和毛利润的主要来源，其中零售业务对收入和毛利润的贡献率保持在70%以上。公司其他业务主要包括教育、传媒、金融服务及酒店旅游等。

2015～2017年，公司营业总收入有所波动，其中，2016年同比下降2.51%，2017年同比增长6.45%，均主要是受公司零售业务收入

波动的影响；毛利润小幅波动，其中 2017 年同比增长 1.55%，主要是受零售业务和生物制药毛利润增长的推动。此外，公司其他业务收入 2016 年同比增加 4.93 亿元，主要是教育和金融服务业务收入增加所致，2017 年同比小幅增长；随着收入逐年增长，毛利润同比保持增长。从毛利率水平来看，2015～2017 年，公司毛利率小幅波动，均主要是受零售业务毛利率波动的影响，其中，2016 年，受零售业务关停亏损店面毛利率同比提升的拉动，公司毛利率同比增长 0.46 个百分点；2017 年，受零售业务在扩大销售的过程中损失部分毛利的影响，公司毛利率同比下降 0.94 个百分点。

表 4　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司营业总收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1～3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入	**100.27**	**100.00**	**365.58**	**100.00**	**343.42**	**100.00**	**352.25**	**100.00**
零售	86.69	86.46	268.40	73.42	247.26	72.00	279.46	79.34
房地产	7.66	7.64	75.49	20.65	76.46	22.26	58.64	16.65
生物制药	1.98	1.98	7.73	2.11	6.64	1.93	6.01	1.71
其他[5]	3.93	3.92	13.96	3.82	13.06	3.80	8.13	2.31
毛利润	**18.30**	**100.00**	**71.15**	**100.00**	**70.14**	**100.00**	**70.35**	**100.00**
零售	14.07	76.90	50.24	70.62	49.88	71.12	51.51	73.22
房地产	1.55	8.47	10.79	15.17	11.17	15.93	11.69	16.62
生物制药	1.17	6.39	4.69	6.59	3.90	5.56	3.61	5.13
其他	1.51	8.23	5.43	7.63	5.19	7.40	3.54	5.03
综合毛利率		**18.25**		**19.46**		**20.42**		**19.97**
零售		16.23		18.72		20.17		18.43
房地产		20.23		14.29		14.61		19.94
生物制药		59.09		60.67		58.73		60.07
其他		38.32		38.87		39.72		43.50

数据来源：根据公司提供的资料整理

2018 年 1～3 月，公司实现营业总收入 100.27 亿元，同比上升 10.02%，其中零售业务同比增长 10.76%；毛利润为 18.31 亿元，同比上升 7.90%；毛利率为 18.26%，同比小幅下降 0.36 个百分点，主要是零售业务毛利率同比下降 0.62 个百分点所致。

随着实体零售行业趋向回暖，公司零售业务经营规模有望继续保持回升，但零售业务经营模式短期内难以快速调整升级，限制了零售

[5] 2015～2017 年及 2018 年 1～3 月，公司金融服务业务产生的利息收入和手续费及佣金收入分别为 0.50 亿元、0.96 亿元、1.11 亿元及 0.65 亿元；产生的利息支出和手续费及佣金支出分别为 0.03 亿元、0.06 亿元、0.14 亿元及 0.13 亿元。

的盈利提升空间；房地产业务受严格的调控政策以及项目和土地储备规模较小的影响，其经营规模及盈利短期内提升空间较小。整体来看，预计公司收入规模短期内将稳步增长，盈利能力短期内将保持稳定。

偿债来源

公司偿债来源较为充足。受益于债务收入渠道通畅，经营性现金流净流入规模大幅增长，公司流动性偿债来源较为充足；受限资产规模较大，对资产流动性有一定不利影响；可变现资产规模一般，使得公司清偿性偿债来源一般。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA

（一）盈利

2015～2017 年，公司净利润规模逐年下降，同时投资收益规模较大，对公司利润水平有较大的影响；期间费用率维持在较高水平，费用控制能力有待提升。

2015～2017 年，公司营业利润分别为 9.00 亿元、7.35 亿元和 8.05 亿元，有所波动；公司营业外净收入有所波动，但规模较小，对利润总额影响不大；利润总额分别为 8.77 亿元、7.76 亿元和 7.13 亿元，净利润分别为 4.37 亿元、4.31 亿元和 3.70 亿元，均逐年下降。2018 年 1～3 月，公司营业利润为 1.81 亿元、利润总额为 1.97 亿元及净利润为 1.08 亿元，同比均有所提升。2015～2017 年，公司总资产报酬率分别为 2.73%、2.55%和 2.07%，净资产收益率分别为 3.09%、2.93%和 2.73%，公司盈利水平逐年下降。

2015～2017 年，公司期间费用中销售费用占比较高，规模逐年增长。2016 年，公司期间费用同比增长 3.82%，主要是有息债务增长导致财务费用同比增长 58.26%，以及人力成本上升推动管理费用同比增长 8.68%所致；2017 年同比增长 2.97%，主要是受财务费用同比增长 32.39%的推动。期间费用率小幅波动，维持在较高水平，公司费用控制能力有待加强。

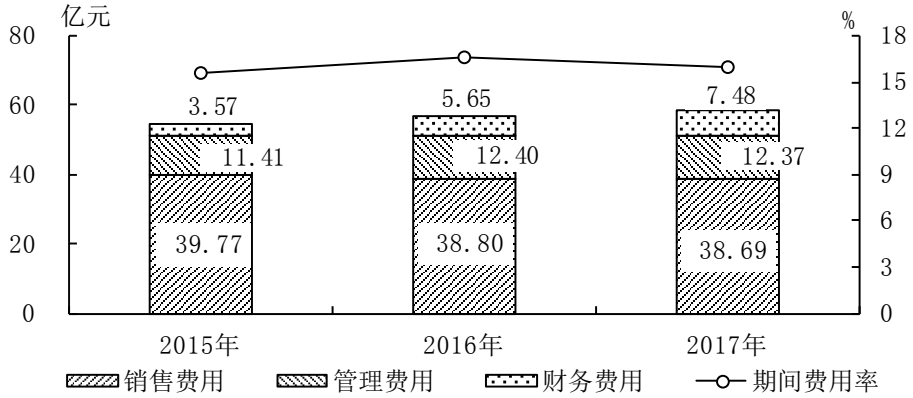


图 4　2015～2017 年公司期间费用及占营业收入比重情况

数据来源：根据公司提供资料整理

非经常损益方面，2015～2017 年，公司资产减值损失波动幅度较大，其中 2016 年为-0.01 亿元，同比大幅下降 0.51 亿元，主要是当期计提减值损失较少，同时鲁商置业收回坏账所致，2017 年为 1.42 亿元，同比大幅增长，主要是当期对商誉等计提减值增长所致；投资收益分别为 2.95 亿元、3.03 亿元和 3.58 亿元，逐年增长，主要是处置长期股权投资和可供出售金融资产取的收益规模增长所致，其在营业利润中占比维持在 30%以上，对公司利润规模有较大影响；营业外收入主要是政府补助，规模较小，对利润规模影响较小；归属母公司所有者的净利润分别为 2.97 亿元、3.08 亿元和 2.84 亿元。整体来看，投资收益等非经常性收益对公司利润规模有较大影响。

（二）自由现金流

2015～2017 年，公司经营性现金流持续净流入，但不够稳定；经营性净现金流对流动负债保障能力较弱和对利息的保障能力不稳定。

2015～2017 年，公司经营性净现金流规模逐年增长，2017 年经营性净现金流为 38.92 亿元，同比大幅增加 38.79 亿元，主要是房地产业务销售回款增长以及零售业务中应付账款增长所致。同期，经营性净现金流与流动负债之比分别为 0.03%、0.04%和 9.33%，经营性净现金流对利息的保障倍数分别为 0.01 倍、0.01 倍和 2.05 倍，其中，2017 年经营性净现金流大幅增长，使得经营性净现金流对流动负债和利息的保障能力大幅提升，但整体上，经营性净现金流对流动负债的覆盖程度仍较弱，对利息的保障能力不够稳定。2018 年 1～3 月，

公司经营性净现金流为 1.01 亿元，同比下降 13.11 亿元，主要是公司零售业务货款支付增长所致。

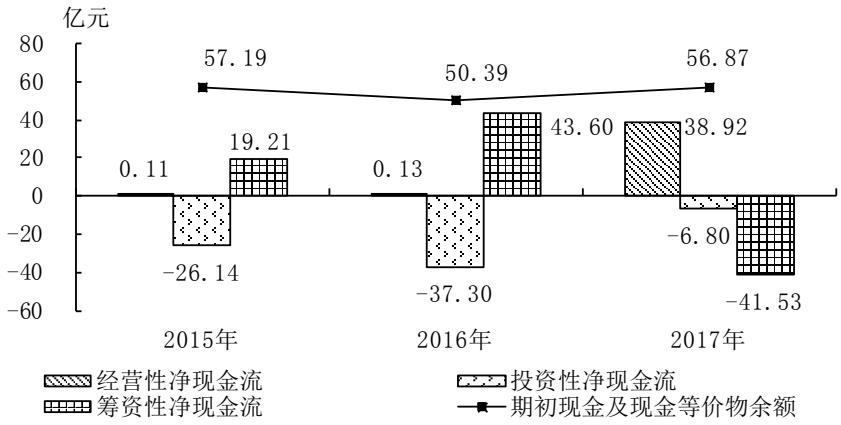


图 5　2015～2017 年现金流和期初现金及现金等价物余额情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2015～2017 年，公司投资性现金流持续为净流出，净流出规模有所波动，其中 2016 年净流出 37.30 亿元，同比增加 11.16 亿元；2017 年净流出 6.80 亿元，同比下降 30.50 亿元，主要是购建固定资产等支出规模及股权投资规模大幅下降所致。2018 年 1～3 月，公司投资性现金流净流出 3.76 亿元，净流出同比增长 3.60 亿元，主要是在建项目投资金额较大所致。截至 2018 年 3 月末，公司主要在建项目[6]有济南天启、淄博中心、齐鲁医药学院新校区等，拟建项目有东营银座中心店扩建项目，已累计完成投资 8.75 亿元，预计至 2020 年仍需投入 26.71 亿元，对公司未来投资性现金支出构成一定压力。

公司经营性现金流持续净流入，但不够稳定；投资性现金流持续大额净流出，使得公司自由现金流状况较差。零售市场回暖以及三四线城市房地产销售改善，有利于公司营收规模扩大以及房地产销售回款，预计未来 1～2 年经营性现金流将保持净流入状态。公司在建工程未来资金需求较大，预计未来 1～2 年投资性现金支出压力仍较大。

（三）债务收入

2015～2017 年，公司筹资性净现金流规模大幅波动；公司拥有多元化的债务收入渠道，其中以银行借款和发行债券为主。

2015～2017 年，公司筹资性净现金流分别为 19.21 亿元、43.60

[6] 此处不包含地产业务的在建项目。

亿元和-41.53 亿元，大幅波动。其中 2017 年同比由正转负，主要是到期债券规模大幅提升所致。从筹资性现金流入来源来看，主要是银行借款和发行债券，其中，2015～2017 年，通过银行借款收到的现金维持在 190 亿元左右；通过发行债券收到的现金逐年增长，2017 年达到 226.00 亿元。公司与多家银行保持良好的合作关系，截至 2018 年 3 月末，共获得银行授信 399.97 亿元，其中尚未使用额度为 195.03 亿元；在银行间、交易所等渠道多次发行不同品种债券，通过债券融资的渠道保持通畅；此外，公司拥有 2 家上市子公司，进一步丰富了公司融资渠道。从筹资性现金流出来看，主要是偿还银行贷款及债券。整体来看，公司拥有多元化的融资渠道，以银行借款和发行债券为主。

表 5　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
筹资性现金流入	76.58	427.69	391.53	375.56
借款所收到的现金	47.57	198.12	187.98	189.12
发行债券收到的现金	29.00	226.00	199.85	183.00
筹资性现金流出	81.63	469.22	347.93	356.35
偿还债务所支付的现金	76.81	443.98	322.60	334.24

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）外部支持

公司获得的外部支持主要是政府补助，政府每年给予公司一定比例的财政扶持，2015～2017 年，公司获得的政府补助分别为 0.31 亿元、0.46 亿元和 0.31 亿元，规模较小，在偿债来源中占比极小。

（五）可变现资产

2015～2017 年末，公司资产规模逐年增长，其中流动资产占比较高，但资产变现能力一般；公司受限资产规模较大，对公司资产流动性产生一定不利影响。

2015～2017 年末，公司资产规模逐年增长，其中流动资产占比很高，且逐年提升。截至 2018 年 3 月末，资产总额为 838.84 亿元，较 2017 年末小幅下降 1.02%，其中流动资产占比为 74.81%，较 2017 年末小幅增加 0.36 个百分点。

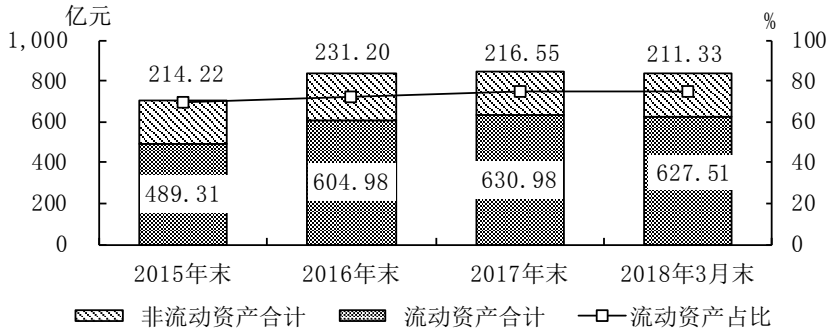


图 6　2015～2017 年末及 2018 年 3 月末公司资产结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由存货、其他应收款、预付款项、货币资金和其他流动资产构成。2015～2017 年末，存货规模较大，分别为 311.71 亿元、359.57 亿元和 365.36 亿元，逐年增长；其中 2016 年末同比增长 15.36%，主要是由于鲁商置业开发成本和开发产品增加较多所致，2017 年末同比小幅增长 1.61%，主要是银座股份库存商品和鲁商置业开发成本增长所致；截至 2017 年末，存货中主要包含开发成本 221.84 亿元、开发产品 116.94 亿元和库存商品 23.15 亿元，计提跌价准备 0.05 亿元。同期，其他应收款逐年增长，分别为 29.40 亿元、58.91 亿元和 67.64 亿元，主要为房地产预售保证金和对托管单位[7]的业务支持款；其中 2016 年末同比增加 29.51 亿元，主要是对托管单位的业务支持款增加所致，2017 年末同比增长 14.83%，主要是原子公司北京天创伟业投资管理有限公司（以下简称“天创伟业”）并入被托管单位山东世界贸易中心，天创伟业所欠公司款项计入其他应收款所致；截至 2017 年末，其他应收款计提坏账准备 3.42 亿元，前五名金额合计 2.60 亿元[8]，占比 3.85%，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为 14.17 亿元，其中账龄 1 年以内的占比 70.41%，账龄 3 年以上的占比为 19.99%，整体来看，公司其他应收款金额较大，存在一定回收风险。

2015～2017 年末，公司预付款项逐年增长，分别为 35.67 亿元、49.24 亿元和 65.08 亿元，其中 2016 年末同比增长 38.05%，主要是

[7] 根据山东省国资委安排，公司对山东银座旅游集团有限公司、山东省林工商总公司、山东世界贸易中心、青岛海景（国际）大酒店有限公司、山东朝能福瑞达生物科技有限公司等单位进行托管。截至 2018 年 3 月末，公司为以上被托管单位提供业务支持款余额为 49.66 亿元，详情见附件 4。

[8] 不包含托管单位的业务支持款。

由于房地产项目缴纳的土地保证金及竞拍保证金增加所致，2017 年末同比增长 32.17%，主要是房地产项目支付土地保证金及拆迁款增长所致；公司货币资金分别为 55.18 亿元、66.26 亿元和 61.63 亿元，以银行存款为主，其中 2016 年末同比增加 20.08%，主要是由于发行债券增加所致，2017 年末同比小幅下降，其中受限货币资金 14.17 亿元，占货币资金比重为 22.99%；其他流动资产逐年递增，分别为 43.60 亿元、55.34 亿元和 60.83 亿元，其中 2016 年末同比增长 26.93%，主要是新增委托贷款 5.10 亿元和易通集团一卡通预存金额形成的沉淀资金同比增加 6.23 亿元所致，2017 年末同比增长 9.92%，主要是预交税费和沉淀资金同比增长所致。其他的流动资产科目同比变动不大。

2018 年 3 月末，公司货币资金为 49.93 亿元，较 2017 年末下降 18.99%，主要是偿还到期债务及在建项目投资支出规模较大所致；预付账款为 73.79 亿元，较 2017 年末增长 13.38%，主要是房地产业务支付的土地保证金增加所致；其他流动资产为 67.35 亿元，较 2017 年末增长 10.71%，其他主要流动资产科目较 2017 年末变动不大。

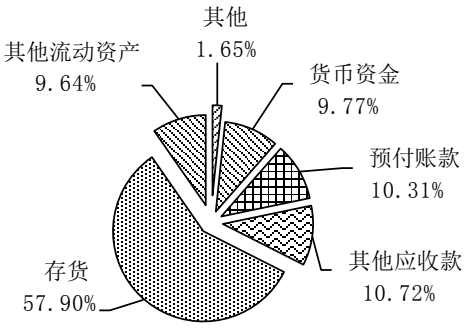


图 7　2017 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司的非流动资产主要由固定资产、投资性房地产、无形资产、商誉、在建工程和可供出售金融资产构成。2015～2017 年末，公司固定资产，分别为 81.22 亿元、110.51 亿元和 86.58 亿元，其中 2016 年末同比增长 36.07%，主要是青岛乾豪项目和北京六里桥购物中心项目竣工转入所致，2017 年同比下降 21.65%，主要是处置子公司天创伟业后，其固定资产不再纳入合并范围以及部分自用房地产转投资性房地产所致。同期，投资性房地产金额有所波动，分别为 33.25 亿

元、32.34亿元和38.87亿元，主要为房屋、建筑物和土地使用权；2017年末同比增长20.19%，主要是威海宏图和济南和谐广场两处自用房地产转出租所致，其中尚未办妥产权证书（正在办理中）的房屋建筑物价值7.39亿元。同期，无形资产分别为26.05亿元、26.26亿元和23.66亿元，主要是土地使用权、商标权及软件等；其中2017年末同比下降9.90%，主要是土地使用权减少所致。同期，商誉分别为19.89亿元、19.89亿元和19.21亿元，变动不大；在建工程分别为27.68亿元、7.28亿元和11.79亿元，其中2016年末同比减少20.40亿元，主要是由于青岛乾豪项目和北京六里桥购物中心项目完工转为固定资产所致，2017年末同比增长61.95%，主要是齐鲁医药学院新校区开建以及天启地产项目进一步建设所致；可供出售金融资产逐年增长，分别为2.84亿元、10.92亿元和11.02亿元，其中2016年末同比增加8.08亿元，主要是增持国泰君安证券股份有限公司和滨州农村商业银行股份有限公司股票所致。2018年3月末，公司固定资产为95.02亿元，较2017年末增长9.74%，在建工程为8.79亿元，较2017年末下降25.45%，主要是德州银座项目竣工，由在建工程转入固定资产所致；投资性房地产为31.81亿元，同比下降18.15%，主要是银座三期部分房产出租转自用所致；无形资产为21.98亿元，同比下降7.09%；非流动资产中主要科目较2017年末均变动不大。

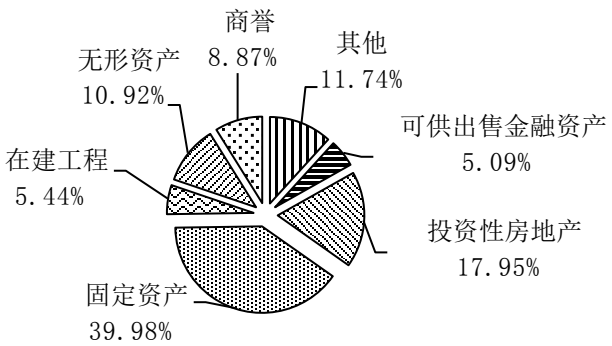


图8　2017年末公司非流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

从资产的运转效率来看，2015～2017年，公司应收账款周转天数分别为7.58天、6.31天和5.21天，应收账款周转效率逐年提升，由于百货零售业终端消费者基本采用现款结算，采用赊销方式较少，

因此公司应收账款金额总体较小，且周转效率较高。存货周转天数分别为389.96天、442.25天和443.40天，由于房地产存货比重较大，公司存货周转效率较低，对资金形成一定占用。2018年1～3月，公司应收账款周转天数为4.87天，同比周转效率略有下降，存货周转天数为400.08天，同比周转效率有所提升。

受限资产方面，截至2018年3月末，公司受限资产合计132.66亿元，占总资产的比重为15.81%，占净资产比重为97.35%，其中受限货币资金为14.12亿元，占货币资金的比重为28.28%；受限的存货为63.02亿元，占存货的比重为17.35%；受限投资性房地产为13.11亿元，受限固定资产为30.22亿元，受限无形资产为12.18亿元。受限货币资金主要是各类保证金及专项资金，其他受限资产均是用于贷款抵押。整体来看，公司受限资产规模较大，对公司资产流动性有较大的不利影响。

整体来看，可变现资产以存货、货币资金、其他应收款及预付款项为主，整体上资产变现能力一般，经测算公司2017年末可变现资产规模约为532.46亿元[9]，变现资产规模一般。预计未来1～2年，公司可变现资产结构变化不大，其可变现能力将保持稳定。

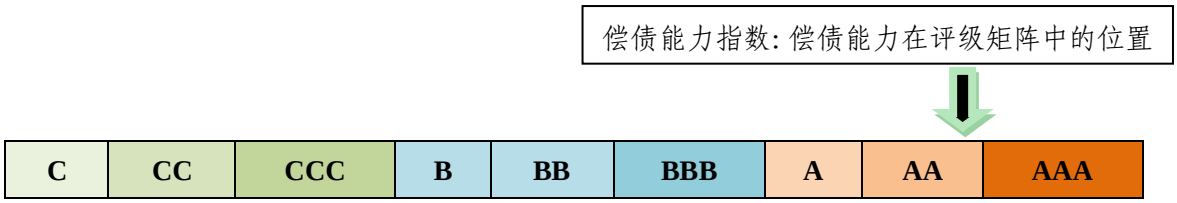
受益于债务收入渠道通畅，经营性现金流净流入规模大幅增长，公司流动性偿债来源较为充足；受限资产规模较大，可变现资产规模一般，使得公司清偿性偿债来源一般。

公司流动性偿债来源以债务收入、现金及现金等价物为主，较为充足，其中公司债务收入渠道保持通畅，截至2018年3月末，公司未使用银行授信额度为195.03亿元；期初现金及现金等价物规模保持在50亿元以上，规模较大；另外，2017年经营性现金流净流入规模大幅增长，能够对流动性偿债来源形成一定补充。清偿性偿债来源为可变现资产，公司可变现资产以存货、货币资金等流动资产为主，整体上变现能力一般，变现资产规模一般，使得公司清偿性偿债来源一般。整体来看，公司流动性偿债来源较为充足，但2017年公司流动性偿债来源偏离度为5.43，流动性偿债来源安全度一般；清偿性偿债来源规模一般。

[9] 公司2017年末可变现资产数据未经专业评估。

偿债能力

公司偿债能力很强。公司流动性来源能够形成对流动性消耗的覆盖，流动性偿债能力较强；EBITDA 利息保障倍数逐年提升，公司盈利对利息的覆盖能力较强。



（一）存量债务分析

2015～2017 年末，公司负债规模持续增长，其中以流动负债为主。

2015～2017 年末，公司总负债规模持续增长，其中以流动负债为主；截至 2018 年 3 月末，公司总负债 702.57 亿元，与 2017 年末相比变动不大，其中流动负债占比为 64.18%。

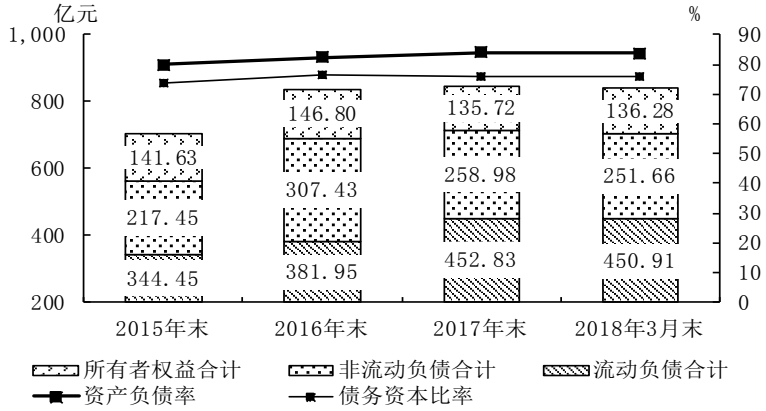


图 9　2015～2017 年末及 2018 年 3 月末公司资本结构情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由预收款项、短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2015～2017 年末，公司预收款项逐年增长，分别为 81.22 亿元、100.89 亿元和 131.06 亿元，均主要是房地产预售款项增长所致；短期借款分别为 84.95 亿元、104.41 亿元和 91.44 亿元，其中 2016 年末同比增长 22.90%，主要是业务开发使得资金需求增长所致，2017 年末同比减少 12.42%，主要是公司较多通过发债获得资金所致；应付账款分别为 75.02 亿元、73.27 亿

元和 80.29 亿元，其中 2017 年末同比增长 9.58%；其他应付款分别为 34.41 亿元、66.79 亿元和 75.36 亿元，其中 2016 年末同比增加 32.56 亿元，主要是由于预售购物卡、购物券和一卡通预存金额增加所致；一年内到期的非流动负债分别为 44.94 亿元、16.57 亿元和 48.33 亿元，其中 2016 年末同比减少 63.14%，主要是由于偿还到期银行贷款和债券所致，2017 年末同比增加 31.76 亿元，主要是一年内到期的长期借款和债券转入所致。2018 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债为 57.14 亿元，较 2017 年末增长 18.21%。其他主要流动负债科目较 2017 年末变动不大。

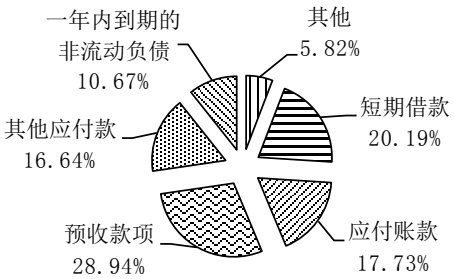


图 10　2017 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债主要由应付债券、长期借款和其他非流动负债构成。2015～2017 年末，公司应付债券分别为 158.00 亿元、202.62 亿元和 133.10 亿元，其中 2016 年末同比增长 28.24%，主要是当年新发债券规模增长所致，2017 年末同比下降 34.31%，主要是将 40.32 亿元的长期应付债券转入其他非流动负债中的其他应付债券[10]以及偿还部分到期债券所致；长期借款分别为 54.89 亿元、101.02 亿元和 80.54 亿元，其中 2016 年末同比增长 84.04%，主要是房地产业务开发借款需求增加所致，2017 年末同比下降 20.27%，主要是部分转入一年内到期的非流动负债所致；其他非流动负债分别为 0.06 亿元、0.06 亿元和 40.38 亿元，其中 2017 年末同比增长 40.32 亿元，主要是其他应付债券增长所致。2018 年 3 月末，公司应付债券为 120.00 亿元，较 2017 年末下降 9.84%；长期借款为 89.23 亿元，较 2017 年末增长 10.79%。其他主要非流动负债科目较 2017 年末无较大变动。

[10] 山东省国资委 2017 年度对公司安排了全面审计，审计意见中对应付债券提出了会计科目重分类的意见，建议将长期债券调整至其他非流动负债。故本年度会予以调整。

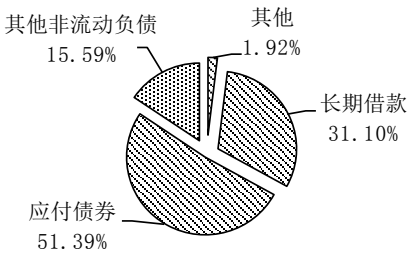


图 11　2017 年末公司非流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2015～2017 年末，公司有息债务在总负债中的占比较高，债务负担较重；其中以短期有息债务为主，面临较大的短期偿债压力。

有息债务方面，2015～2017 年末，公司有息债务规模有所波动，在总负债中的占比较高，但逐年下降，其中以短期有息债务为主。截至 2018 年 3 月末，公司总有息债务为 429.85 亿元，较 2017 年末小幅下降，总有息债务占总负债的比重为 61.18%，较 2017 年末增长 0.50 个百分点。从有息债务期限结构来看，截至 2018 年 3 月末，公司有息债务主要集中于 1 年以内，一年以内到期的有息债务金额 274.93 亿元，占总有息债务比重 63.96%，公司面临较大的短期偿债压力。

从债务杠杆情况来看，2015～2017 年末，公司资产负债率分别为 79.87%，82.44%和 83.99%，债务资本比率分别为 73.65%、76.28%和 76.09%，均处于较高水平；流动比率分别为 1.42 倍、1.58 倍和 1.39 倍，速动比率分别为 0.52 倍、0.64 倍和 0.59 倍，公司流动资产对流动负债保障程度一般，由于存货规模较大，使得公司速动比率较低。整体来看，公司债务杠杆处于较高水平，债务负担较重。

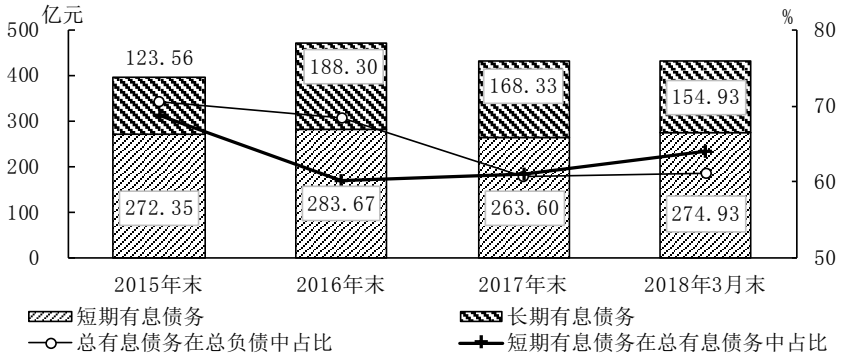


图 12　2015～2017 年末及 2018 年 3 月末公司存量债务结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司对外担保及涉诉金额均较小。

对外担保方面，截至2018年3月末，公司对外担保余额共计3.70亿元，担保比率为2.72%，其中公司对山东鲁信龙山置业有限公司担保余额为2.00亿元，鲁商置业为商品房承购人提供的抵押贷款担保累计余额为1.70亿元。诉讼方面，2017年9月，因威海乐源置业有限公司（以下简称“威海乐源”）与银座股份就协商变更原租赁合同并相关处理等事宜未能达成一致，威海乐源提起诉讼，要求银座股份承担违约金及损失赔偿共计1.76亿元，外加本案全部诉讼费用，截至2018年5月末，此诉讼尚在审理中。整体来看，公司对外担保及涉诉金额均较小。

2015～2017年末，公司所有者权益规模有所波动，其中少数股东权益在所有者权益中占比较大。

2015～2017年末，所有者权益分别为142.66亿元、146.80亿元和135.71亿元，2017年因偿还部分永续债券使得规模有所下降。其中，实收资本分别为25.93亿元、22.77亿元和22.52亿元，2016年末同比下降12.19%，主要是由于公司下属事业单位固定资产计提折旧所致；资本公积分别为7.76亿元、7.33亿元和6.26亿元，2017年末同比减少14.60%，主要是1.14亿元的固定基金减少所致；盈余公积分别为8.29亿元、6.53亿元和7.03亿元，2016年末同比下降21.32%，主要是山东商职学院转入的事业结余为负所致，2107年同比增长7.66%，主要是按法定比例计提的盈余增长所致；未分配利润分别为15.84亿元、18.82亿元和18.57亿元，2016年同比增长18.77%，主要是净利润转入所致；其他综合收益分别为-0.14亿元、6.25亿元和6.26亿元，2016年末同比大幅增加，主要是由于公司持有国泰君安股权价值增加所致；公司其他权益工具分别为35.67亿元、35.67亿元和25.70亿元，公司分别于2014年和2015年发行17亿元和19亿元永续中票，2017年偿还其中的9.97亿元；少数股东权益分别为48.19亿元、49.42亿元和49.37亿元，少数股东权益在所有者权益中占比较高，维持在50%以上。2018年3月末，所有者权益为136.28亿元，较2017年末小幅增长，主要是未分配利润增长所致。

（二）偿债能力分析

公司偿债能力很强。公司流动性来源能够形成对流动性消耗的覆盖，流动性偿债能力较强；EBITDA 利息保障倍数逐年提升，公司盈利对利息的覆盖能力较强。

公司流动性偿债来源以债务收入、现金及现金等价物为主，其中公司债务收入渠道保持通畅；期初现金及现金等价物规模保持在 50 亿元以上，规模较大；另外，2017 年经营性现金流净流入规模大幅增长，能够对流动性偿债来源形成一定补充。公司流动性消耗主要是到期债务偿还及购建固定资产等投资支出，公司较为充足的流动性来源能够形成对流动性消耗的覆盖，流动性还本付息能力较强。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，可变现资产以存货、货币资金等为主，整体上变现能力一般，变现资产规模一般，难以形成对总债务规模的覆盖，公司清偿性还本付息能力一般。2015～2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.42 倍、1.52 倍、1.70 倍，逐年提升，公司盈利对利息的覆盖能力较强。

表 5 2017～2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
清偿性还本付息能力	0.75	0.75
流动性还本付息能力	1.01	1.21
盈利对利息覆盖能力	1.70	1.62

数据来源：公司提供、大公测算

随着实体零售的趋向回暖，公司零售业务经营规模有望继续保持回升；房地产业务由于受到政策的严格调控，其经营规模短期内提升空间较小，但三四线城市房地产销售状况的改善有利于房地产销售回款，预计公司短期内还本付息能力短期内将进一步改善。整体来看，公司流动性还本付息能力较强，盈利对利息的覆盖能力较强，公司整体的偿债能力很强。

结论

公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小，抗风险能力很强。公司已经形成以现代零售业为主，房地产、生物制药、教育和文化传媒等其他业务为辅的多元化业务经营格局，有利于

分散单一业务带来的风险。公司采用多种业态发展零售业务，深耕山东市场，“银座”品牌具有一定的区域竞争优势，同时，公司向周边地区拓展网点，规模优势凸显，2017 年随着实体零售行业回暖，公司零售业务收入和利润规模均有所增长。公司房地产开发业务主要分布在三四线城市，具有一定品牌知名度，2017 年受益于三四线城市销售状态改善，公司销售回款提升。但是，近年来公司负债规模持续增长，有息债务规模较大，债务负担较重且面临较大的短期偿付压力；期间费用占比较高，期间费用控制能力有待提升；未来两年内公司整体投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

预计未来 1～2 年，公司业务业务结构将保持稳定。因此，大公对山东商业集团的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对山东省商业集团有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容:

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级: 大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级: 大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

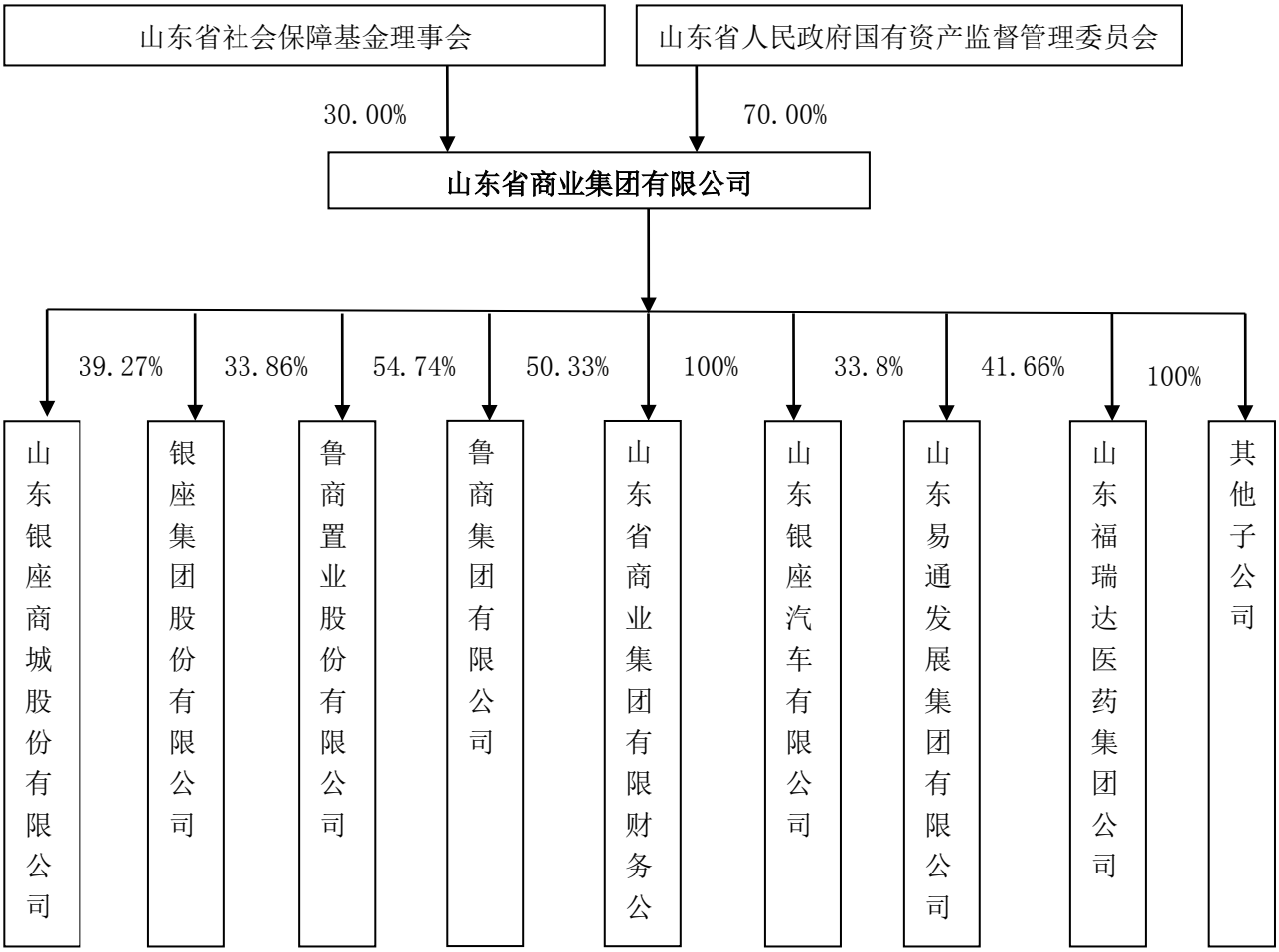
附件 1

报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。

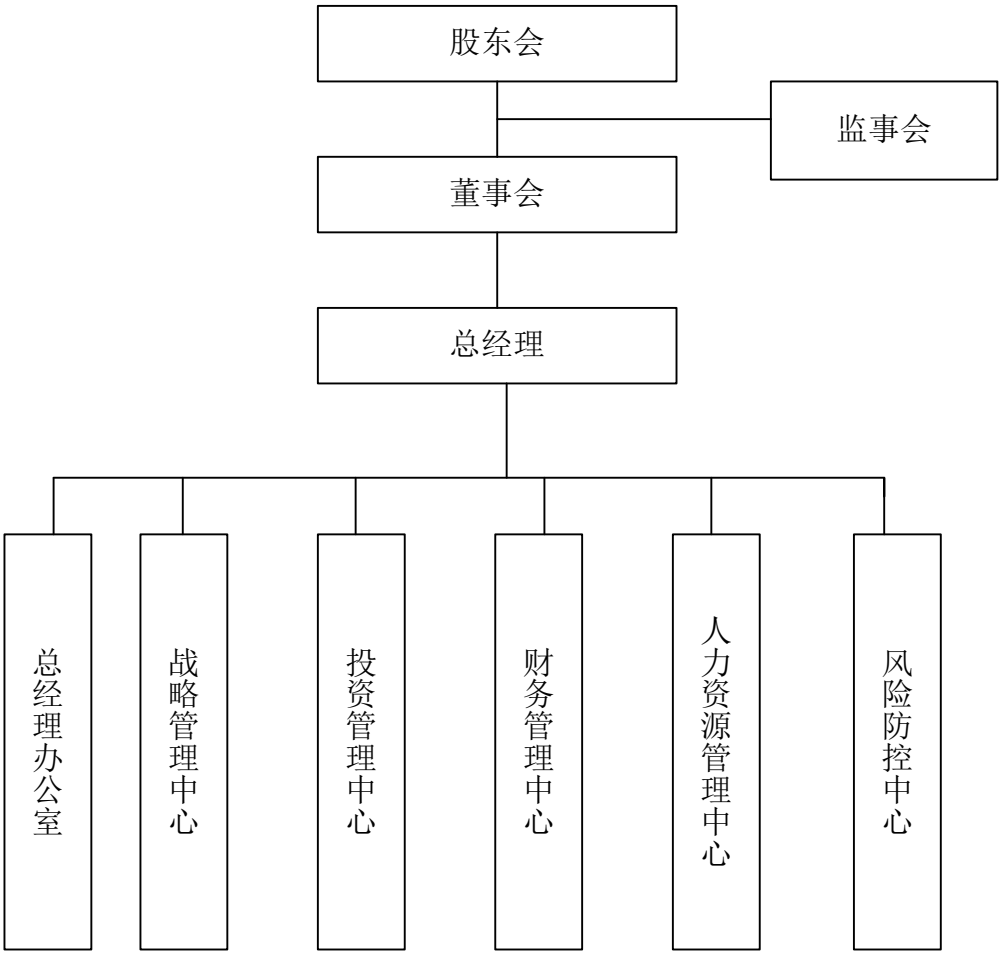
附件 2

截至 2018 年 3 月末山东商业集团股权结构图



附件 3

截至 2018 年 3 月末山东商业集团组织结构图



附件4

山东商业集团相关数据表格

2017年及2018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	2018年1～3月	151.94	93.62	34.82	16.20	0.25	4.22
	2017年	139.56	91.80	114.76	17.19	-0.79	7.45
银座股份	2018年1～3月	117.36	71.98	38.16	17.71	0.58	3.30
	2017年	117.27	72.46	130.06	18.20	0.05	14.01

2017年及2018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
2018年1～3月	445.75	94.06	7.66	20.16	0.26	21.17
2017年	433.95	93.96	75.49	14.29	1.16	15.55

2015～2017年及2018年3月末公司零售业务店面情况（单位：个、万平方米）

店面种类	2018年3月末		2017年末		2016年末		2015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
百货及超市复合店	163	357.16	161	354.22	150	340.18	139	324.18
便利店	205	8.40	205	8.40	204	8.37	197	7.82
家居店	11	92.60	11	92.60	9	73.70	9	73.70
家电店	37	6.62	37	6.62	37	6.62	37	6.62
购物中心	5	60.10	5	60.10	4	50.10	3	36.10
汽车4S店	9	3.02	9	3.02	10	3.13	10	3.13

截至2018年3月末公司汽车4S门店情况

4S店名称	经销品牌	开业时间
山东银座天尊汽车有限公司	奥迪	2007.01.08
山东银座汽车贸易有限公司	一汽大众	1999.05.21
山东银座大众汽车有限公司	上海大众	2002.01.29
山东银座天通汽车有限公司	上海通用	2007.09.05
山东银座天锐汽车有限公司	斯柯达	2007.04.18
山东银座天祥汽车有限公司	长安马自达	2010.05.17

附件 4-1

山东商业集团相关数据表格

2015～2017年及2018年1～3月公司房地产业务经营状况(单位: 亿元、万平方米)

项目	2018年1～3月	2017年	2016年	2015年
开发完成投资	31.60	54.40	110.28	65.99
开工面积	25.35	141.45	115.43	82.12
竣工面积	14.19	145.00	136.06	92.02
签约销售面积	15.95	113.23	99.83	73.35
签约销售额	14.20	95.96	72.58	53.98
确认销售面积	8.03	82.91	93.06	62.87
确认销售收入	6.81	72.10	73.60	56.09

截至2018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		
					2018年4～12月	2019年	2020年
鲁商城市广场							
青岛鲁商中心燕儿岛	住宅+商业	74.50	100.00	61.36	18.64	20.00	0
临沂鲁商中心	商业+办公楼+公寓	65.00	32.00	19.00	2.50	3.50	3.00
泰安鲁商中心	住宅+商业	43.43	20.00	10.14	4.36	3.00	2.50
鲁商花园住宅							
鲁商常春藤	住宅	103.07	45.00	43.50	1.50	0	0
哈尔滨鲁商松江新城	住宅+商业	296.00	190.00	113.05	12.91	19.00	20.00
菏泽鲁商凤凰城	住宅+商业	85.30	40.00	29.26	4.29	4.19	2.05
鲁商·蓝岸新城	住宅+商业	72.93	38.00	21.00	4.00	8.00	5.00
青岛惜福镇	住宅	25.39	25.00	19.30	5.70	0	0
临沂金悦城	住宅	33.18	100.00	15.00	3.00	5.00	5.00
济宁运河公馆	住宅	73.03	33.00	15.25	4.80	6.30	6.00
午山鲁商蓝岸丽舍	住宅	97.00	120.00	98.69	6.31	8.00	7.00
鲁商生态别墅							
鲁商国际社区	别墅	26.49	17.00	12.00	2.50	2.50	0
临沂知春湖	住宅	190.00	48.00	10.50	2.00	4.00	4.00
总计	-	**1185.32**	**808.00**	**468.05**	**72.51**	**83.49**	**54.55**

2017年及2018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	净利润	经营性净现金流
2018年1～3月	12.53	54.35	1.98	0.04	1.23
2017年	17.16	63.74	7.73	1.71	0.71

附件4-2

山东商业集团相关数据表格

2018年3月末公司其他应收款主要构成情况（单位：万元、%）

客户名称	与发行人关系	金额	占比	账龄	款项性质
山东银座旅游集团有限公司	托管单位	220,588	32.61	0～5年	业务支持款
山东世界贸易中心	托管单位	150,412	22.24	0～5年	业务支持款
山东省林工商总公司	托管单位	88,657	13.11	0～5年	业务支持款
青岛海景（国际）大酒店发展有限公司	托管单位	24,900	3.68	1年以内	业务支持款
山东朝能福瑞达生物科技有限公司	托管单位	12,000	1.77	0～5年	业务支持款
济南啤酒集团	非关联方	11,500	1.70	0～5年	员工安置款
济南市住房维修资金管理中心	非关联方	10,813	1.60	0～4年	物业质量保证金
哈尔滨市房屋置业担保有限责任公司	非关联方	6,691	0.99	0～5年	公积金保证金
青岛恒达信投资管理公司	非关联方	4,550	0.67	5年以上	鲁商置业借壳上市重组时形成
北京东方航华投资有限公司	非关联方	2,422	0.36	5年以上	鲁商置业借壳上市重组时形成
济宁市城市建设综合开发中心	非关联方	1,557	0.23	1～3年	物业质量保证金
合　计	-	534,089	78.96	-	-

附件5

山东商业集团（合并）主要财务指标项

（单位：万元）

资产类				
项目	2018年3月（未经审计）	2017年	2016年（追溯调整）	2015年（追溯调整）
货币资金	499,300	616,330	662,596	551,772
应收票据	4,945	7,449	20,877	33,727
应收账款	50,341	58,195	48,213	71,771
其他应收款	646,293	676,411	589,075	293,993
预付款项	737,896	650,805	492,408	356,689
存货	3,633,109	3,653,578	3,595,734	3,117,061
流动资产合计	6,275,122	6,309,753	6,049,823	4,893,108
可供出售金融资产	104,883	110,208	109,186	28,410
长期股权投资	69,843	69,048	65,068	61,728
投资性房地产	318,128	388,681	323,367	332,487
固定资产	950,163	865,819	1,105,098	812,162
在建工程	87,896	117,901	72,816	276,822
无形资产	219,776	236,554	262,647	260,482
商誉	192,109	192,109	198,893	198,893
长期待摊费用	72,381	82,055	82,425	89,742
非流动资产合计	2,113,314	2,165,484	2,311,965	2,142,176
资产总计	8,388,436	8,475,237	8,361,789	7,035,284
占资产总额比（%）				
货币资金	5.95	7.27	7.92	7.84
应收票据	0.06	0.09	0.25	0.48
应收账款	0.60	0.69	0.58	1.02
其他应收款	7.70	7.98	7.04	4.18
预付款项	8.80	7.68	5.89	5.07
存货	43.31	43.11	43.00	44.31
流动资产合计	74.81	74.45	72.35	69.55
可供出售金融资产	1.25	1.30	1.31	0.40
长期股权投资	0.83	0.81	0.78	0.88
投资性房地产	3.79	4.59	3.87	4.73
固定资产	11.33	10.22	13.22	11.54
在建工程	1.05	1.39	0.87	3.93
无形资产	2.62	2.79	3.14	3.70
商誉	2.29	2.27	2.38	2.83
长期待摊费用	0.86	0.97	0.99	1.28
非流动资产合计	25.19	25.55	27.65	30.45

附件 5-1

山东商业集团（合并）主要财务指标项

（单位：万元）

负债类				
项目	2018年3月（未经审计）	2017年	2016年（追溯调整）	2015年（追溯调整）
短期借款	865,756	914,383	1,044,072	849,520
应付票据	112,135	128,264	106,999	144,494
应付账款	793,253	802,907	732,703	750,225
预收款项	1,397,539	1,310,600	1,008,949	812,215
其他应付款	701,340	753,603	667,901	344,096
一年内到期的非流动负债	571,369	483,343	165,665	449,439
流动负债合计	4,509,053	4,528,277	3,819,486	3,444,477
长期借款	892,287	805,372	1,010,154	548,908
应付债券	1,200,000	1,331,003	2,026,167	1,580,000
其他非流动负债	403,752	403,752	600	600
非流动负债合计	2,516,606	2,589,789	3,074,336	2,174,519
负债合计	7,025,659	7,118,066	6,893,822	5,618,996
占负债总额比（%）				
短期借款	12.32	12.85	15.15	15.12
应付票据	1.60	1.80	1.55	2.57
应付账款	11.29	11.28	10.63	13.35
预收账款	19.89	18.41	14.64	14.45
其他应付款	9.98	10.59	9.69	6.12
一年内到期的非流动负债	8.13	6.79	2.40	8.00
流动负债合计	64.18	63.62	55.40	61.30
长期借款	12.70	11.31	14.65	9.77
应付债券	17.08	18.70	29.39	28.12
其他非流动负债	5.75	5.67	0.01	0.01
非流动负债合计	35.82	36.38	44.60	38.70
权益类				
股本	225,235	225,235	227,701	259,305
资本公积	62,607	62,607	73,254	77,577
盈余公积	70,258	70,258	65,265	82,949
未分配利润	193,109	185,670	188,173	158,439
归属于母公司所有者权益合计	865,613	863,499	973,724	933,534
少数股东权益	497,164	493,672	494,242	482,754
所有者权益合计	1,362,777	1,357,171	1,467,966	1,416,288

附件 5-2

山东商业集团（合并）主要财务指标项

（单位：万元）

损益类				
项目	2018年3月（未经审计）	2017年	2016年（追溯调整）	2015年（追溯调整）
营业收入	1,002,020	3,644,700	3,424,558	3,517,497
营业成本	819,584	2,942,876	2,732,167	2,818,761
营业税金及附加	14,987	70,827	83,445	94,598
销售费用	104,034	386,925	387,983	397,746
管理费用	30,744	123,684	123,987	114,134
财务费用	13,997	74,787	56,492	35,695
资产减值损失	1,365	14,157	-112	5,013
投资收益	124	35,878	30,341	29,508
营业利润	18,095	80,500	73,479	89,972
营业外收支净额	1,651	-9,217	4,137	-2,241
利润总额	19,745	71,283	77,617	87,731
所得税费用	8,964	34,284	34,538	44,007
净利润	10,781	36,999	43,078	43,724
其中：归属于母公司所有者的净利润	7,439	28,404	30,775	29,696
少数股东损益	3,342	8,595	12,303	14,028
占营业收入比（%）				
营业成本	81.74	80.50	79.56	80.02
营业税金及附加	1.49	1.94	2.43	2.69
销售费用	10.38	10.58	11.30	11.29
管理费用	3.07	3.38	3.61	3.24
财务费用	1.40	2.05	1.64	1.01
资产减值损失	0.14	0.39	0.00	0.14
投资收益	0.01	0.98	0.88	0.84
营业利润	1.80	2.20	2.14	2.55
营业外收支净额	0.16	-0.25	0.12	-0.06
利润总额	1.97	1.95	2.26	2.49
所得税费用	0.89	0.94	1.01	1.25
净利润	1.08	1.01	1.25	1.24
其中：归属于母公司所有者的净利润	0.74	0.78	0.90	0.84
少数股东损益	0.33	0.24	0.36	0.40
现金流类				
经营性净现金流	10,124	389,249	1,285	1,068
投资性净现金流	-37,650	-68,029	-373,000	-261,447
筹资性净现金流	-50,481	-415,280	435,968	192,135

附件 5-3

山东商业集团（合并）主要财务指标项

主要财务指标				
项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
EBIT(万元)	46,972	175,143	213,373	192,305
EBITDA(万元)	-	323,059	375,132	290,716
总有息债务(万元)	4,298,516	4,319,334	4,719,767	3,959,071
毛利率（%）	18.21	19.26	20.22	19.86
营业利润率（%）	1.81	2.21	2.15	2.56
总资产报酬率（%）	0.56	2.07	2.55	2.73
净资产收益率（%）	0.79	2.73	2.93	3.09
资产负债率（%）	83.75	83.99	82.44	79.87
债务资本比率（%）	75.93	76.09	76.28	73.65
长期资产适合率（%）	183.57	182.27	196.47	167.62
流动比率（倍）	1.39	1.39	1.58	1.42
速动比率（倍）	0.59	0.59	0.64	0.52
保守速动比率（倍）	0.12	0.14	0.18	0.18
存货周转天数（天）	400.08	443.40	442.25	389.96
应收账款周转天数（天）	4.87	5.26	6.31	7.58
经营性净现金流/流动负债（%）	0.22	9.33	0.04	0.03
经营性净现金流/总负债（%）	0.14	5.56	0.02	0.02
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	0.20	2.05	0.01	0.01
EBIT利息保障倍数（倍）	0.91	0.92	0.87	0.94
EBITDA利息保障倍数（倍）	-	1.70	1.52	1.42
现金比率（%）	11.47	13.92	17.92	16.83
现金回笼率（%）	109.55	109.40	104.06	122.71
担保比率（%）	2.72	1.12	0.95	0.91

附件6

各项指标的计算公式

1. 毛利率[11]（%）＝（1－营业成本/营业总收入）× 100%
2. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
3. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
4. EBITDA利润率（%）＝ EBITDA/营业收入×100%
5. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
6. 净资产收益率（%）＝净利润/年末净资产×100%
7. 现金回笼率（%）＝销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
8. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/（总有息债务＋所有者权益）×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. 担保比率（%）＝担保余额/所有者权益×100%
14. 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%
15. 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%
16. 存货周转天数[12] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
17. 应收账款周转天数[13] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
18. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
19. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
20. 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
21. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%

[11] 毛利率计算中，营收收入改用包含利息和佣金及手续费收入的营业总收入，相应的营业成本中加入利息支出和佣金及手续费支出金额。
[12] 一季度取90天。
[13] 一季度取90天。

22. 流动性来源 ＝ 期初现金及现金等价物余额+未使用授信额度+外部支持+经营活动产生的现金流量净额

23. 流动性损耗 ＝ 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出

24. 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）

25. 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）

26. 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）

附件 7

公司债券及主体信用等级符号和定义

信用等级		定义
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，有较高违约风险。
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。
展望	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。

注：大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同；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。