

信用评级公告

联合〔2021〕5167号

联合资信评估股份有限公司通过对山东省商业集团有限公司主体信用状况进行跟踪分析和评估，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⁺，维持“18 鲁商 MTN001”“18 鲁商 MTN003”“19 鲁商 MTN001”“20 鲁商 MTN001”“18 鲁商 Y1”“18 鲁商 Y2”及“20 鲁商 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:



二〇二一年六月二十五日

山东省商业集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东省商业集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
18 鲁商 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
*18 鲁商 MTN003	AA+	稳定	AA+	稳定
19 鲁商 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 鲁商 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
*18 鲁商 Y1	AA+	稳定	AA+	稳定
*18 鲁商 Y2	AA+	稳定	AA+	稳定
20 鲁商 01	AA+	稳定	AA+	稳定

评级观点

山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省内国有资本投融资、产业整合及创业投资主体。跟踪期内，公司仍保持多元化经营格局，整体经营情况稳定，政府支持持续，区域零售业龙头地位稳固。2020 年，公司零售业区域优势仍突出，房地产业务签约销售收入和签约销售面积大幅增加，生物制药业务经营情况良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到零售行业市场竞争激烈且受新冠肺炎疫情冲击较大、公司房地产项目去化仍存压力、在建项目未来投资支出较大、整体债务负担重且短期资金周转压力大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，公司将持续推动各产业转型升级。其中零售业务将运用互联网技术，结合实体资源，创新经营管理模式；公司未来将加大生物制药业科技研发力度。整体盈利能力和抗风险能力有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“18 鲁商 MTN001”“18 鲁商 MTN003”“19 鲁商 MTN001”“20 鲁商 MTN001”“18 鲁商 Y1”“18 鲁商 Y2”及“20 鲁商 01”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

跟踪评级债券概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 鲁商 MTN001	9.00 亿元	9.00 亿元	2021/11/16
*18 鲁商 MTN003	6.00 亿元	6.00 亿元	2021/12/14
19 鲁商 MTN001	15.40 亿元	15.40 亿元	2022/11/01
20 鲁商 MTN001	1.60 亿元	1.60 亿元	2023/04/24
*18 鲁商 Y1	6.40 亿元	6.40 亿元	2021/12/18
*18 鲁商 Y2	10.00 亿元	10.00 亿元	2021/12/24
20 鲁商 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/8/27

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券，*为永续债，所列到期兑付日为首个约定赎回日

评级时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

优势

1. 作为山东省直属企业，公司获得的股东支持力度大。公司是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”）下属国有企业，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，可在资产划转、资本注入等方面获得股东持续大力支持。2020 年，公司收到疫情补贴款 1 亿元。
2. 公司零售业务深耕山东省省内市场，区域龙头优势突出，经营网点数量保持稳定。公司是山东省零售行

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级
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，在资产划转、资本注入等方面持续获得支持。				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：候珍珍 刘祎旭

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

业的龙头企业，“银座”品牌知名度高。截至 2020 年底，公司拥有百货及百货超市复合店 177 家，便利店 204 家，家电商店 61 家，家居店 8 家。

3. 公司持有两家上市子公司股权且均未质押，可为公司提供流动性支持。截至 2021 年 3 月底，公司直接持有银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”）25.48% 股权，参考市值 9.24 亿元，直接持有鲁商健康产业发展股份有限公司（以下简称“鲁商发展”）52.00% 股权，均未质押，参考市值 62.34 亿元；可为公司提供一定流动性支持。

关注

1. 公司零售业务受新冠肺炎疫情冲击较大，经营业绩明显下降，银座股份发生亏损。2020 年受新冠疫情及新收入准则影响，公司零售业销售额下降，同时疫情期间执行租户租金减免政策，进一步削减利润。当期，银座股份实现营业收入 54.12 亿元，同比下降 55.87%；实现利润总额 -2.95 亿元，由上年盈利 1.25 亿元转为亏损。

2. 公司地产项目区域集中度高，存在去库存压力和较大的资金支出压力。公司土地储备和在建地产项目主要分布于哈尔滨和山东省内二、三、四线城市，开发周期较长，存在去化压力；同时公司在建房地产项目计划投资规模较大，后续面临较大的资金支出压力。

3. 公司债务负担重，短期资金周转压力大。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务资本化比率为 69.82%；截至 2021 年 5 月底，公司存续债券合计金额为 136.16 亿元，其中将于一年内到期或行权的债券金额合计 112.26 亿元，短期资金周转压力大且存在集中兑付压力。

4. 本部债务负担很重。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。截至 2021 年 3 月底，本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 90.16% 和 85.85%。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产 (亿元)	137.27	149.14	193.00	191.73
资产总额 (亿元)	917.74	1033.86	1173.57	1219.38
所有者权益 (亿元)	165.93	198.33	225.30	221.19
短期债务 (亿元)	284.70	304.81	384.74	370.33
长期债务 (亿元)	151.78	175.39	135.83	141.45
全部债务 (亿元)	436.47	480.20	520.58	511.78
营业收入 (亿元)	379.56	398.33	358.02	65.37
利润总额 (亿元)	8.70	11.14	8.70	2.77
EBITDA (亿元)	28.20	29.51	37.90	--
经营性净现金流 (亿元)	28.46	19.12	39.92	11.25
营业利润率 (%)	18.75	18.62	20.59	32.90
净资产收益率 (%)	2.07	3.30	1.08	--
资产负债率 (%)	81.92	80.82	80.80	81.86
全部债务资本化比率 (%)	72.46	70.77	69.79	69.82
流动比率 (%)	115.53	117.33	105.53	107.04
经营现金流流动负债比 (%)	4.80	2.93	4.96	--
现金短期债务比 (倍)	0.48	0.49	0.50	0.52
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.61	1.04	1.10	--
全部债务/EBITDA (倍)	15.48	16.27	13.74	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额 (亿元)	351.66	353.28	362.99	372.05
所有者权益 (亿元)	67.55	60.09	37.31	36.59
全部债务 (亿元)	215.41	220.84	213.18	222.09
营业收入 (亿元)	0.10	0.49	0.59	0.04
利润总额 (亿元)	-4.20	0.53	-1.06	-0.68
资产负债率 (%)	80.79	82.99	89.72	90.16
全部债务资本化比率 (%)	76.13	78.61	85.10	85.85
流动比率 (%)	137.81	141.28	93.14	96.03
经营现金流流动负债比 (%)	-2.50	8.85	25.86	--
现金短期债务比 (倍)	0.11	0.08	0.12	0.23

注: 2021 年一季度财务数据未经审计; 合并口径及母公司所有者权益中均包括永续债券, 相关债券未计入全部债务; 合并口径中有息部分已调整至长期债务
资料来源: 公司提供, 联合资信根据审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 鲁商 01	AA+	AA+	稳定	2020/8/14	候珍珍 罗峤	联合信用评级有限公司零售行业企业信用评级方法	阅读全文
18 鲁商 MTN001 18 鲁商 MTN003 19 鲁商 MTN001 20 鲁商 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/07/01	陈婷 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
18 鲁商 Y1 18 鲁商 Y2	AA+	AA+	稳定	2020/6/18	候珍珍 罗峤	联合信用评级有限公司零售行业企业信用评级方法	阅读全文
20 鲁商 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/04/10	徐璨 陈婷	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
19 鲁商 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/10/21	徐璨 陈婷	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
18 鲁商 Y2	AA+	AA+	稳定	2018/12/11	冯磊 候珍珍	联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文
18 鲁商 Y1	AA+	AA+	稳定	2018/12/11	冯磊 候珍珍	联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文
18 鲁商 MTN003	AA+	AA+	稳定	2018/06/14	景雪 陈婷	多元化企业主体信用评级方法 (2018 年)	阅读全文
18 鲁商 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/01/12	景雪 陈婷	主体评级方法总论 (2013 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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,联合资信评估股份有限公司(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,符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

分析师:



联合资信评估股份有限公司



山东省商业集团有限公司2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为山东省商业厅，经山东省人民政府（92）鲁政函 179 号文批准，山东省商业厅于 1992 年整体改制为山东省商业集团总公司，2009 年变更为现用名。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”）对公司增资 2.20 亿元，公司注册资本由 10.00 亿元变更为 12.20 亿元。2015 年，山东省国资委决定将持有的公司 30% 股权无偿划转至山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东省社保基金”），股权划转于 2017 年 5 月完成。2018 年 5 月，山东省社保基金将持有的公司 20% 股权划转给山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠投资”），划转后，山东省社保基金持有公司 10% 股权，山东国惠投资持有公司 20% 股权，山东省国资委持有公司 70% 股权；公司章程及工商登记变更登记于 2018 年 5 月完成。跟踪期内，公司注册资本无变化。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 12.20 亿元¹，山东省国资委、山东国惠投资和山东省社保基金分别持股 70%、20% 和 10%，山东省国资委为公司控股股东和实际控制人。

公司经营范围：在法律法规规定的范围内对外投资与管理。（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 2021 年 3 月底，公司本部设总经理办公室、投资管理部、财务管理部、审计部、法务安全部、教育科技管理部共 6 个职能部门；设青岛办事处、资金管理中心、信息中心、离退休人员管理服务中心和招标中心共 5 个直属机构，以及其他支持部门（见附件 1-2）。截至 2020 年底，公司纳入合并范围内的二级子公司共有 34 家、下属事业单位共 7 家。

截至 2021 年 3 月底，公司直接持有 2 家上市公司股权。其中，直接持有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）25.48% 的股权；直接持有鲁商健康产业股份有限公司（以下简称“鲁商发展”，证券代码为 600223.SH）52.00% 的股权，均未质押。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 1173.57 亿元，所有者权益 225.30 亿元（含少数股东权益 129.43 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 358.02 亿元，利润总额 8.70 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1219.38 亿元，所有者权益 221.19 亿元（含少数股东权益 129.87 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 65.37 亿元，利润总额 2.77 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司公开发行由联合资信评级的存续债券如下表所示，募集资金均已按计划使用完毕，跟踪期内均按时足额付息。

¹ 截至 2021 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 截至本报告出具日联合资信所评公司存续债券概况

(单位: 亿元)

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
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
19 鲁商 MTN001	15.40	15.40	2019/11/01	2022/11/01
20 鲁商 MTN001	1.60	1.60	2020/04/24	2023/04/24
*18 鲁商 Y1	6.40	6.40	2018/12/18	2021/12/18
*18 鲁商 Y2	10.00	10.00	2018/12/24	2021/12/24
20 鲁商 01	10.00	10.00	2020/8/27	2023/8/27

注: *为永续债, 所列到期兑付日为首个约定赎回日
资料来源: wind

“18 鲁商 MTN003” “18 鲁商 Y1” “18 鲁商 Y2” 的发行期限均为 3 (3+N) 年。根据上述债券发行条款, 在赎回权方面, 上述债券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 “18 鲁商 MTN003” 的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具, “18 鲁商 Y1” “18 鲁商 Y2” 在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

② “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。“18 鲁商 Y1” “18 鲁商 Y2” 如不赎回, 则从第 2 个重新定价周期开始, 每个重新定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 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推迟至下一个付息日支付。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。

综合以上分析, 公司存续期内永续债券具有公司可赎回权、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、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年, 新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响, 以“六稳”“六保”为中心, 全力保证经济运行在合理区间。在此背景下, 2020 年中国经济逐季复苏, GDP 全年累计增长 2.30%², 成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家, GDP 首次突破百万亿大关, 投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度, 中国经济运行持续恢复, 宏观政策整体保持了连贯性, 稳健的货币政策灵活精准、合理适度, 把服务实体经济放到更加突出的位置; 积极的财政政策提质增效, 推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度, 中国国内生产总值现价 24.93 万亿元, 实际同比增长 18.30%, 两年平均增长 5.00%³, 低于往年同期水平, 主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看, 三大产业中**第二产业恢复最快, 第三产业仍有较大恢复空间**。具体看, 第二产业增加值两年平均增长 6.05%, 已经接近疫情前正常水平 (5%~6%), 第二产业恢复情况良好, 其中工业生产恢复良好, 工业企业盈利改善明显; 而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%, 增速略微低于疫情前正常水平; 第三产业两年平均增长 4.68%, 较 2019 年同期值低 2.52 个百分点, 第三产业仍有恢复空间, 主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

²文中 GDP 增长均为实际增速, 下同。

³为剔除基数效应影响, 方便对经济实际运行情况进行分析判断, 文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比

较计算的几何平均增长率, 下同。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的

核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺

口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从

“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境分析

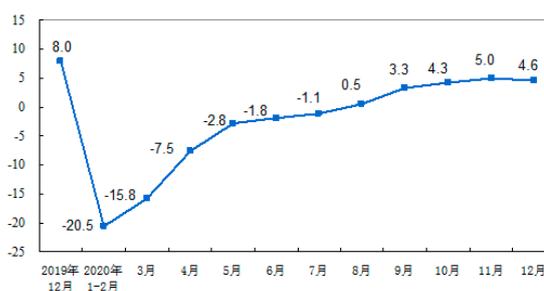
1. 商业零售业

2020 年零售行业受新冠肺炎疫情影响较大。受新冠肺炎疫情冲击大的主要集中在实体零售企业，网上零售虽同时存在较大下降幅度，但增速始终维持正增长。新冠肺炎疫情推动消费渠道向线上转移，电商渗透率逐步提升。实体零售企业中，百货企业受疫情冲击明显，百货、购物中心、奥莱业态在疫情期间客流骤减，

经营业绩受到了严重影响。受到居家隔离、餐饮停业、农贸关停等多种因素驱动，超市企业凭借强大的供应链、控费以及议价能力，承担起居民的基础物资供应并取得了稳健的业绩。

受新冠肺炎疫情影响，2020年，社会消费品零售总额391981亿元，比上年下降3.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额352566亿元，下降4.1%。其中2月份社会消费品零售总额当月增速降至低点。疫情缓和后，社会消费稳步复苏，二季度以来零售行业景气度逐步回暖，在第三季度社会消费品零售总额当月同比由负转正。至年底，零售行业整体继续恢复但略低于预期。

图1 社会消费品零售总额分月同比增长速度 (单位：%)



资料来源：国家统计局

新冠肺炎疫情冲击下，首当其冲的是实体零售企业，网上零售虽也受到冲击，但增速始终维持正增长。

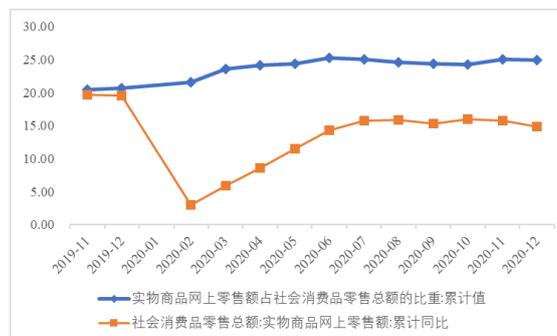
受到居家隔离、餐饮停业、农贸市场关停等多种因素驱动，大型连锁超市企业凭借强大的供应链、控费以及议价能力，承担起居民的基础物资供应并取得了稳健的业绩。2020年，超市龙头企业永辉超市实现营业收入和利润总额分别为931.99亿元和21.74亿元，同比分别增长9.80%和22.34%。

百货企业受疫情冲击较大，百货、购物中心、奥莱业态在疫情期间客流骤减，经营业绩受到了严重影响。2020年，百货龙头企业王府井实现营业收入和利润总额分别为82.23亿元和6.47亿元，同比分别下降69.30%和55.23%。

百联股份实现营业收入和利润总额分别为352.09亿元和14.27亿元，同比分别下降30.22%和10.72%。

据国家统计局，分渠道来看，2020年，实物商品网上零售额增速为14.8%，占社会消费品零售总额的比重为24.9%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长30.6%、5.8%和16.2%。疫情期间，社会消费品零售总额口径线上渗透率持续提升。得益于国内高效的疫情防控措施，2020年初以来，疫情对线下消费的影响逐渐消退，但消费者的消费习惯已经形成，线上消费热情依然高涨。

图2 近年来线上商品渗透率情况 (单位：%)



资料来源：国家统计局，联合资信整理

展望2021年，在新冠肺炎疫情催化下，居民消费习惯开始向线上转移。疫情得到控制后，线下继续回暖但略低于预期，线上渗透率持续提升。

随着新冠肺炎疫情缓和，整体社会消费和零售企业经营均已在稳步复苏。新冠肺炎疫情倒逼实体零售企业加速数字化建设和全渠道营销升级，实体零售企业到家服务、直播卖货、小程序交易等渗透率明显提升，会员体系运营也更加完善。新冠肺炎疫情是短期事件，尽管未来部分消费者可能仍会重返线下，但本次疫情培养了部分用户线上消费的习惯，线上渗透率相较疫情前水平将有显著提升。

2. 房地产行业

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政

策调控。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020年初，新冠肺炎疫情导致房地

产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图3 2019—2020年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020年，全国房地产开发投资完成额14.14万亿元，累计同比增长7.00%，增速较2019年下降2.90个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额10.44万亿元，累计同比增长7.6%，增速相较于2019年下降13.90个百分点；办公楼完成投资额0.65万亿元，累计同比增长5.4%，增速相较于2019年提升2.60个百分点；商业营业用房完成投资额1.31万亿元，累计同比下降1.1%，相较于2019年降幅收窄5.6个百分点。

施工方面，2020年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020年房屋新开工面积22.44亿平方米，同比下降1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020年全国房屋施工面积达92.68亿平方米，同比增长3.70%，增速相较于2019年下降5.00个百分点；同期全国房屋竣工面积9.12亿平方米，同比下降4.90%。

从销售情况来看，2020年，商品房销售面

积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

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。2020 年，山东省经济发展形势良好，居民消费能力稳步增强，房地产市场发展稳健，为公司经营提供了有利的外部环境。

据山东省统计局公布的《2020年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2020年山东省经济运行稳中有进，全省实现生产总值73129.0亿元，按可比价格计算，比上年增长3.6%。分产业看，第一产业增加值5363.8亿元，增长2.7%；第二产业增加值28612.2亿元，增长3.3%；第三产业增加值39153.1亿元，增长3.9%。三次产业结构由上年的7.3：39.9：52.8调整为7.3：39.1：53.6。

2020 年，山东省居民生活质量持续提高。2020 年，山东省居民人均可支配收入 32886 元，比上年增长 4.1%；人均消费支出 20940 元，增长 2.5%。其中，城镇居民人均可支配收入 43726 元，增长 3.3%；人均消费支出 27291 元，增长 2.1%。农村居民人均可支配收入 18753 元，增长 5.5%；人均消费支出 12660 元，增长 2.9%。居民人均现住房建筑面积 40.0 平方米，其中城镇、农村居民分别为 37.3 平方米和 43.4 平方米。

2020 年，山东省房地产市场稳健发展。房地产开发投资 9450.5 亿元，比上年增长 9.7%。其中，住宅投资 7296.4 亿元，增长 9.4%。商品房施工面积 79791.9 万平方米，增长 5.3%。其中，住宅施工面积 58913.6 万平方米，增长 5.3%。

商品房销售面积 13271.7 万平方米，增长 4.3%。其中，住宅销售面积 11904.7 万平方米，增长 4.2%。商品房销售额 11065.6 亿元，增长 7.7%。其中，住宅销售额 10109.6 亿元，增长 8.9%。年末商品房待售面积 2533.4 万平方米，比上年末增长 4.1%。

六、基础素质分析

1. 产权状况及竞争力

跟踪期内，公司在控股股东、实际控制人及核心竞争力方面无重大变化。

2. 股东支持

2020 年，公司收到疫情补贴款 1.00 亿元。资产划转方面，2020 年 8 月，根据山东省委、省政府要求，山东省国欣文化旅游发展集团有限公司（以下简称“国欣文旅”）在原山东省文化旅游发展集团有限公司（公司全资子公司）的基础上正式组建成立，并由国欣文旅整合鲁商集团、鲁信集团、山东黄金、山东能源、山东国惠、山东高速等省属企业优质文旅资产。2020 年底，国欣文旅注册资本由 5 亿元增加至 82 亿元，公司对其持股 44%，国欣文旅暂纳入公司合并范围。新组建的国欣文旅集团经营业态已经实现吃、住、行、游、娱、购等领域全布局，在全国拥有中高端及连锁酒店 12 个品牌、300 余家，5A 级景区两个、4A 级景区两个。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

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 2021 年 6 月 3 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子公司的早期贷款，且目前已全部清偿。公司本部过往债务履约情况良好。

七、管理分析

根据山东省省委省政府要求，公司不再设置监事会，山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅。跟踪期内，公司管理运作正常，新任总经理到位。

2019年5月，根据《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》（鲁发〔2018〕42号），规定山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，不再设立省属企业监事会；山东省国资委、山东省发展和改革委员会、山东省财政厅和山东省社保基金理事会联合下发的《关于杨少军等20人免职的通知》（鲁国资任字〔2018〕42号）、《关于臧云廷免职的通知》（鲁国资任字〔2018〕52号）要求，原山东省委派驻的公司监事会主席韩斌及监事沈万秀、臧云廷职务自然免除。

2020年6月29日，公司发布《山东省商业集团有限公司总经理发生变动的公告》，根据鲁商任免字〔2020〕69号文件，郭训成任公司总经理。郭训成，1963年生，研究生学历，农学硕士；历任山东省计划委员会综合处副处长，省发改委国民经济综合处处长、地区经济处处长、政治法规处处长，山东省宏观经济研究院党委书记等职务；2014年出任山东省全面深化改革领导小组办公室专职副主任；2018年10月任山东省统计局局长、党组书记。

2020年12月6日，公司发布《山东省商业集团有限公司高级管理人员变动公告》，给予公司原党委委员、副总经理王志盛开除党籍、开除处分，并免除其副总经理职务。王志盛原分管工作已由公司市委常委、党委副书记刘守亮接管。

除上述变动外，跟踪期内，公司董事会和其他高级管理人员未发生变动，主要管理制度延续以往，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

公司已形成多元化业务格局。2020年，新冠疫情对零售业务冲击较大，同时零售业务执行新收入准则，收入同比下降幅度较大。公司房地产业务结转规模提升，以及生物制药业务新增化妆品销售，一定程度抵消营业收入下降幅度。公司综合毛利率较上年小幅提升。

公司已形成包括商业零售、生物制药、房地产、传媒、教育等板块在内的多元化业务格局，其中商业零售、生物制药和房地产业务是公司收入的主要来源和发展的重点领域。

2020年，公司实现营业收入358.02亿元，同比下降10.12%，主要系零售业务受疫情影响销售额下降以及上市公司银座股份执行新收入准则联营业务按净额法核算确认收入减少所致。2020年，公司利润总额8.70亿元，同比下降21.96%，主要系受疫情及减免租金影响零售业务经营业绩下滑以及期间费用上升所致。

从收入构成来看，2020年，零售业仍为公司核心业务，受疫情影响，公司百货商场、购物中心阶段性闭店销售额下滑，同时银座股份执行新收入准则，联营模式下按净额法确认收入，零售业收入较上年下降32.05%；房地产业务为公司第二大业务板块，2020年地产项目结转收入规模同比增长31.23%；公司生物制药收入同比增长42.16%，主要系公司加大化妆品促销力度所致；公司其他业务主要包括教育、传媒、电商、物资贸易等业务，2020年实现收入35.57亿元，同比增长67.07%，主要系合并控股子公司山东省国欣文化旅游发展集团有限公司（以下简称“国欣文旅”，公司持有国欣文旅股权44.00%），同时山东省国资委将山东省属国企文旅板块整合至国欣文旅，文旅业务收入增加所致。

2020年，公司综合毛利率为23.60%，较上年同期增长2.64个百分点。其中零售业毛利率24.22%，较上年增长4.23个百分点，主要系执行

新收入准则联营业务按照净额法核算所致。生物制药业毛利率较上年下降4.48个百分点，主要系受疫情影响，医院处方药药品销售受阻所致。房地产业务和其他业务毛利率相对稳定。

2021年1—3月，公司实现营业收入65.37亿元，同比下降18.77%，主要系公司零售业务执

行新收入准则联营业务按净额法核算确认收入减少（2020年仅银座股份零售业务采取净额法核算）所致；2021年1—3月，实现利润总额2.77亿元，较上年同期-1.17亿元扭亏为盈。

表3 2018—2020年及2021年1—3月公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
零售业	271.84	71.62	20.46	274.14	68.82	19.99	186.29	52.03	24.22	40.31	61.66	33.81
生物制药业	8.58	2.26	62.85	10.39	2.61	63.44	14.77	4.13	58.96	4.12	6.30	57.20
房地产业	79.63	20.98	15.67	92.50	23.22	16.31	121.39	33.91	15.63	12.93	19.78	24.82
其他	19.50	5.14	29.05	21.29	5.34	31.73	35.57	9.94	32.87	8.01	12.25	46.92
合计	379.56	100.00	20.85	398.33	100.00	20.96	358.02	100.00	23.60	65.37	100.00	35.12

资料来源：公司提供

2. 零售业

公司零售业务深耕山东省省内市场，采取以百货超市复合店为主、其他多种业态相结合的方式经营，零售业态丰富，在山东省内具有相对竞争优势。公司零售业自有店铺较多，租赁门店签约期限较长，新开部分门店采用与业主合作模式，能在一定程度上抵消租金上涨的风险。2020年，公司各业态经营网点数量和经营面积较为稳定，但受疫情、市场竞争、执行新收入准则的影响，销售额和收入规模下降，部分门店亏损。

公司零售业务主要由上市公司银座股份及公司本部负责（非上市体系）运营。2020年，银座股份受新冠疫情影响，销售额下降，同时执行新收入准则，联营业务确认收入减少，银座股份实现营业收入54.12亿元，同比下降55.87%⁴；实现利润总额-2.95亿元，由上年盈利1.25亿元转为亏损，主要系银座股份疫情期间执行租户租金减免政策，导致利润减少。

2020年，公司仍采取统一采购与分散采购相结合的方式。公司与主要供货商保持了良好的关系，货源供应稳定，并且进价较低，结算方

式为一月一结，以银行承兑汇票结算为主。公司零售业供应商较为分散，总计两千余家，采购集中度很低，符合零售业的经营特点。

截至2021年3月底，公司已有四个物流配送中心在运营。山东银座配送中心、曲阜银座配送中心、潍坊配送中心和统一银座物流配货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。公司对物流中心在管理系统、业务流程、制度体系等方面进行持续更新，配送准确率接近100%，订单处理满足程度达到95%以上。公司物流中心主要为超市业态提供仓储和配送服务，自主配送和供应商配送的商品分别占约39%和61%，其中自主配送的主要为生鲜等类商品。

公司零售业的经营模式仍采用联营、经销、代销、租赁等方式，2020年，公司执行新收入准则，联营模式采用净额法核算，联营模式下收入占比下降。联营、经销、代销、租赁四种模式在营业收入中的占比为34.33%、56.92%、6.28%和2.47%。

零售业态方面，公司实施多业态并举、立体式发展的战略，涉及有百货超市复合店、便利店、家居广场、家电店、购物中心、便利店、

⁴ 根据银座股份2020年年报披露，2019年营业收入按新收入准则口径应为57.82亿元，2020年按新收入准则该可比口径相比下

降6.41%。

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2020年底，公司拥有百货及百货超市复合店177家，便利店204家，家电店61家，家居店8家。其中百货及百货超市复合店经营面积较

上年底有所增长，主要系新开店面积较大，闭店面积较小所致。家电店数量较上年底大幅增长，主要系结合市场趋势，家电销售品牌调整，销售门店按照品牌细分所致，总经营面积较上年底变化不大。

表4 2018—2020年公司零售业店面情况（单位：家、万平方米）

店面种类	2018年底		2019年底		2020年底	
	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	168	370.34	178	387.89	177	391.42
便利店	204	8.35	203	8.32	204	8.32
家居店	10	92.60	10	92.60	8	71.40
家电店	37	6.62	37	6.62	61	6.93
购物中心	5	60.10	5	60.10	5	60.10
汽车	6	2.79	6	2.79	6	2.79
合计	430	540.80	439	558.32	461	540.96

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个分店。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。在山东省外，截至2021年3月底，公司已在河北邢台、河北石家庄、河南濮阳及北京等地拥有13家省外百货超市复合店及购物中心。公司零售业店面大部分处于所在城市的商业中心区域，主要经营网点中自有门店面积占比较高；部分门店为公司通过租赁形式获取，公司与业主签订的租

赁合同多为20年的长期租约，租金每5年调整一次。公司新增零售店铺的获取方式以租赁为主，部分门店采用和业主合作模式，前期不需支付租金，业主享受利润分成，租金成本整体可控。从经营情况看，受市场竞争、执行新收入准则及疫情影响，2020年，公司零售业下属46家主要经营门店销售额同比下降37.73%，净利润总额同比下降85.26%，其中18家门店亏损，较上年亏损门店数量有所增加。2021年一季度，公司线下经营门店经营业绩整体向好，净利润有所改善。

表5 2020年及2021年1—3月公司零售业主要经营网点销售情况（单位：万平方米、年、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		净利润	
						2020年	2021年3月末	2020年	2021年3月末
1	山东银座商城	4.20	1996年	自有	百货	227203.99	42771.36	71.70	999.07
2	济南银座购物广场	2.27	1999年	租赁	百货+超市	68580.38	17944.53	1174.06	436.34
3	济南银座商城	1.37	2002年	租赁	百货	47789.41	5889.98	587.66	300.00
4	东营银座购物广场	3.81	2003年	自有	百货+超市	18200.43	4836.72	2887.07	887.79
5	泰安银座商城	3.19	2001年	自有	百货+超市	33852.45	9103.42	1567.86	763.73
6	淄博银座商城	3.14	2003年	自有	百货+超市	28260.51	8783.96	1053.90	1154.82
7	济南银座北园购物广场	2.84	2002年	自有	百货+超市	25176.57	3613.39	623.68	278.92
8	滨州银座购物广场	1.73	2003年	租赁	百货+超市	10230.68	2763.88	370.40	270.55

9	滕州银座商城	2.02	2009年	自有	百货+超市	23016.99	3654.53	(1585.95)	(7.20)
10	临沂银座商城	3.13	2005年	自有	百货+超市	19000.76	5511.52	2779.50	1569.10
11	日照银座商城	1.90	2006年	租赁	百货+超市	40909.76	6606.67	1315.76	757.62
12	淄博银座商城周村购物广场	1.94	2006年	自有	百货+超市	7702.13	2353.75	201.17	120.70
13	潍坊银座商城	5.66	2010年	自有	百货+超市	15522.53	4397.98	256.83	428.31
14	菏泽银座商城	3.25	2006年	自有	百货+超市	18283.97	5209.24	2324.90	783.55
15	新泰银座商城	0.93	2006年	租赁	百货+超市	5674.99	2096.08	612.94	4.02
16	泰安银座商城东湖店	1.25	2006年	租赁	百货+超市	1878.78	621.39	(663.80)	(61.63)
17	济宁银座商城	1.86	2007年	租赁	百货+超市	42575.72	3686.02	(1140.75)	9.88
18	邢台银座商城	1.91	2007年	租赁	百货+超市	592.60	185.62	(190.82)	7.35
19	济南华信购物广场	1.74	2007年	租赁	百货+超市	8098.97	2662.77	278.19	168.67
20	莱芜银座商城	2.75	2007年	自有	百货+超市	8347.25	2751.24	828.08	333.38
21	济南银座家居	2.47	2003年	自有	家居	19934.95	5064.81	4120.09	707.39
22	石家庄东方购物广场	5.50	2009年	自有	百货+超市	4671.05	750.33	(2483.50)	(998.25)
23	博山银座店	1.41	2007年	自有	百货+超市	5508.72	1642.38	103.51	95.33
24	长清银座店	2.05	2006年	租赁	百货+超市	5784.41	1448.60	355.76	81.40
25	章丘银座店	1.51	2008年	租赁	百货+超市	14215.16	1790.50	570.60	312.79
26	济宁银座购物广场	2.30	2008年	自有	百货+超市	8502.13	1174.38	(1781.43)	(421.45)
27	莱芜银座钢城店	1.57	2008年	租赁	百货+超市	4583.69	1440.64	356.15	156.85
28	滨州银座黄河店	2.36	2009年	自有	百货+超市	6195.41	2093.63	295.29	267.85
29	银座燕山店	0.96	2008年	租赁	百货+超市	10871.74	4143.45	(54.29)	471.75
30	濮阳银座店	1.88	2009年	租赁	百货+超市	22323.39	2422.62	(372.16)	246.90
31	洛阳银座商城	1.96	2010年	租赁	百货+超市	5469.95	570.40	96.24	103.58
32	安阳银座商城	1.55	2012年	自有	百货+超市	3060.84	539.50	(63.35)	71.94
33	鹤壁银座商城	1.80	2010年	自有	百货+超市	3893.28	881.91	57.26	(29.12)
34	烟台银座商城	3.78	2010年	自有	百货+超市	6914.62	1339.19	(1349.70)	(190.92)
35	聊城银座商城	2.35	2012年	自有	百货+超市	2328.77	808.07	(1812.98)	(468.64)
36	保定银座商城	3.56	2013年	租赁	百货+超市	4456.76	1222.52	(879.13)	(387.24)
37	张家口银座商城	4.10	2014年	自有	百货+超市	5596.64	1918.09	1559.66	614.16
38	济南和谐广场	14.50	2011年	自有	购物中心	29104.84	9632.36	2003.92	1723.46
39	临沂和谐广场	8.20	2012年	自有	购物中心	15455.02	2159.70	(2478.51)	(70.59)
40	银座商城七里山店	1.30	2013年	租赁	百货+超市	30491.06	3412.54	1617.01	677.42
41	青岛银座商城	5.22	2016年	自有	百货+超市	7171.73	2252.93	123.96	362.65

42	北京和谐广场	14.00	2016年	自有	购物中心	9867.35	2739.54	(3580.71)	(968.64)
43	菏泽和谐广场	10.00	2017年	租赁	购物中心	6646.87	2176.12	(1434.93)	(506.94)
44	淄博高青银座	2.02	2017年	租赁	百货+超市	2202.23	576.75	(416.77)	(188.36)
45	临沂银座人民广场店	2.38	2017年	租赁	百货+超市	2722.54	486.31	(1886.98)	(535.56)
46	德州齐河银座	1.85	2017年	租赁	百货+超市	2389.98	824.86	(125.34)	55.35
合计		151.47	--	--	--	891262.04	188956.17	5892.05	10388.09

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司零售业无在建项目，拟建项目为东营银座中心店扩建项目，计划总投资金额 3.50 亿元，投资资金压力较小。

3. 房地产业务

2020 年，公司签约销售面积、签约销售金额同比实现大幅增长。考虑到公司在售项目主要分布在山东省内二、三、四线城市，区域集中程度较高，未来可能存在一定政策风险。公司在建项目仍需较大规模的资金投入，公司未来面临较大的资金支出压力。截至 2021 年 3 月底，公司土地储备充足，可以满足公司未来几年房地产业务发展需求。但公司部分土地拿地时间较早，开发进度较为缓慢，推升项目成本。

公司房地产项目主要由下属上市公司鲁商发展负责运营。截至 2020 年底，鲁商发展资产总额 614.99 亿元，所有者权益 65.17 亿元；实现营业收入 136.15 亿元，利润总额 8.54 亿元，同比增长 50.01%。跟踪期内，鲁商发展加大存货去化力度，经营业绩同比实现明显提升。

鲁商发展所开发项目业态涵盖住宅、大型购物广场、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。

公司土地获取方式以“招拍挂”为主，每年拿地规模根据现有土地储备量以及房地产市场情况而定。2019 年，公司与中国金茂、华润置地、中航信托和万科成立合资公司，分别获取济南神武、青岛西海岸国际体育中心、青岛即墨蓝谷项目和临沂河东区褚庄 4 个项目 21 宗土地，新增土地储备权益建筑面积 100 余万平方米；并创新“地产+产业”模式，其中三个项目分别落地了“地产+绿建金融”“地产+文体”和“地产+医疗”模式。2020 年，公司新增三滩 1 号 B 地块、鲁商嘉会新城两块土地储备，主要位于烟台区域。

截至 2021 年 3 月底，公司土地储备拟开发建筑面积共 372.15 万平方米，较上年底有所增长。公司土地储备主要位于哈尔滨、济南市、青岛市、临沂市和菏泽市等二、三、四线城市。土地储备中，2018 年以前拿地但尚未开发项目较多，拿地成本占合计成本比重较高，项目开发进度较为缓慢，未来拟建商业和公寓，资金占用时间长，推高项目成本。

表 6 截至 2021 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

土地储备项目	开发类型	其中：商业地产占地面积	拟开发建筑面积	取得时间	取得成本	未来开发计划
哈尔滨	住宅、商业	7.8	56.48	2011.05.16	10.40	2021 年 12 月动工
济南神武 A-1	商业	3.36	10.0656	2019.05.30	6.48	2020.4.13 开工，2022.12.31 交付
济南神武 B-9	住宅	-	8.4297	2019.05.30	9.75	2020.10 月开工，2023 年 6 月交付
济南韩仓河	住宅、商业商务	5.064	36.53	2018.02	22.58	2018.6.5 开工
济南韩仓河	商业	6.36	6.36	2017.12	1.53	2021 年开发

鲁商万科城 C 地块	住宅、商业	1.02	30.49	2020.8.21	6.55	首期交付预计 2023 年 3 月
鲁商万科城 A4 地块	住宅、商业	0.11	3.6	2020.8.21	0.65	2021 年 4 月开工
临沂鲁商知春湖	住宅+商业	1.27	1.84	2017 年	0.75	2021 年底开工
临沂鲁商鲁商中心	商业	0.62	6.1	2013.06	0.06	预计 2021 年内开工
济宁话太白国风项目	住宅+商业	0.43	20.94	2021.1	6.011	预计 6 月份实现销售
青岛鲁商中央公馆(A 地块)	住宅+商业	1.1	2.05	2014.03、2017.10	0.23	预计竣工时间 2024 年 11 月
青岛鲁商中央公馆(B 地块)	住宅+商业	3.7	5.5	2014.01	0.77	待规划
青岛燕儿岛 (1c 地块)	商业	7.45	24.28	2016.09	12.75	预计于 2025 年 6 月完工
青岛西海岸奥体中心项目	住宅+商业	2.13	20.42	2019.06	10.12	5#地块 2020 年开工; 10#、11#地块 2021 年开工
青岛蓝谷健康城 (B 地块)	住宅+商业	0.50	9.88	2019.07	3.17	预计竣工时间 2024 年 12 月
青岛蓝谷健康齐鲁医院	医疗用地	-	10	2019.07	6.02	预计竣工时间 2022 年 12 月
青岛蓝谷健康科技港	住宅+商业	0.10	22.08	2019.07	0.39	预计竣工时间 2025 年 12 月
青岛鲁商蓝岸新城	商业	1.28	10.1	2014	0.36	2021 年开发
三滩 1 号 B 地块	高层住宅, 商业, 酒店	1.45	61.99	2020.3.2	16.82	已开发
鲁商嘉会新城	住宅	0.00	25.01	2020.12.18	3.13	2021.4 月开工
合计		43.74	372.15		118.54	

资料来源: 公司提供

开发方面, 2020 年, 公司把控项目开发节奏, 新开工面积较上年保持增长, 房地产新开工面积和竣工面积分别为 188.13 万平方米和 116.71 万平方米。销售方面, 公司在售项目主要分布于山东省内二、三、四线城市。2020 年, 公司签约销售面积为 167.60 万平方米, 签约销售额 175.98 亿元, 签约销售面积和签约销售金额较上年均大幅增长。

表 7 2018—2020 年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	2018年	2019年	2020年
当期开工面积	148.24	180.09	188.13
当期竣工面积	114.84	128.35	116.71
当期签约销售面积	123.15	125.75	167.60
当期签约销售金额	117.09	143.62	175.98
当期签约销售均价	9507.92	11421.07	10500.00

资料来源: 公司提供

从在建项目分布看, 公司在建项目以“鲁商城市广场”“鲁商花园住宅”“鲁商生态别

墅”三大产品系列为主。

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, 打造地标式商业综合体。目前已开发完成的有济南鲁商广场、泰安银座城市广场、济南银座晶都国际等项目, 在建、在售的为青岛鲁商中心燕儿岛、临沂鲁商中心和泰安鲁商中心等。截至 2021 年 3 月底, 上述在建项目规划建筑面积 178.44 万平方米, 总投资额 157.00 亿元, 已完成投资 106.88 亿元。

鲁商花园住宅是公司结合城市服务配套、地域人文脉络、自然景观资源, 所开发的城市生活怡居项目。目前在建、在售的主要有济南鲁商常春藤、哈尔滨鲁商松江新城、菏泽鲁商凤凰城等项目等。截至 2021 年 3 月底, 上述项目规划建筑面积 1089.70 万平方米, 计划总投资 908.52 亿元, 已完成投资 576.92 亿元。

鲁商生态别墅为位于城市自然风景区的高端品牌项目。公司已完工项目包括青岛即墨一

山一墅、北京顺义蓝岸丽舍项目和重庆云山原筑等；目前在建项目为鲁商国际社区、临沂知春湖。截至2021年3月底，上述项目规划建筑面积66.63万平方米，计划投资总额62.00亿元，已完成投资31.63亿元。

总体看，公司在建项目仍需较大规模的资金投入，公司未来面临较大的资金支出压力。

4. 生物制药

福瑞达医药集团拥有多个药品知名品牌，经营业绩稳步提升。2020年，公司加大了化妆品各渠道促销推广力度，生物制药板块营业收入同比大幅增加。

公司生物制药业务主要由全资子公司山东福瑞达医药集团有限公司（以下简称“福瑞达医药集团”）和控股子公司山东焦点福瑞达生物股份有限公司（以下简称“焦点生物”）运营。

福瑞达医药集团拥有全球领先的透明质酸研发和应用技术的领跑者，所属行业涉及药品、保健食品、功能性食品、化妆品、原料等，建有生物发酵原料、植物提取原料、化学合成原料药、药物制剂、肌肤及香氛护理化妆品等生产基地，建立了与ICH、FDA、EDQM、PMDA等国际质量监管理念接轨的质量保证体系，通过国家新版GMP认证，其控股和参股公司拥有“润舒”、“润洁”、“施沛特”、“明仁”、“颐莲”、“善颜”、“悦己”、“伊帕尔汗”等多个知名品牌，产品销售区域覆盖北美、欧盟、日韩、东南亚等80多个国家和地区。2020年，福瑞达医药集团实现营业收入13.08亿元，利润总额1.27亿元，归属于母公司所有者的净利润1.06亿元，福瑞达医药集团营业收入、利润总额和归属于母公司所有者的净利润同比分别增长25.91%、6.09%和17.99%；截至2020年底，福瑞达医药集团有限公司总资产25.11亿元，归属于母公司所有者的净资产5.71亿元。

2020年2月，子公司鲁商发展完成对焦点生物的股权收购，成为其控股股东，在透明质酸产业领域进一步延伸。焦点生物专业生产透明

质酸，其产品应用于化妆品、营养保健品行业。焦点生物股权收购完成后，鲁商发展成为其控股股东，与鲁商发展原有医药产业形成协同。2020年，焦点生物经营情况良好，焦点生物实现营业收入1.69亿元，实现利润总额2752.97万元，实现归属于母公司所有者的净利润2461.24万元；截至2020年底，山东焦点福瑞达生物股份有限公司总资产3.03亿元，归属于母公司所有者的净资产1.41亿元。

5. 经营效率

2018—2020年，公司销售债权周转次数分别为47.42次、38.72次和31.88次，持续下降；存货周转次数分别为0.79次、0.73次和0.56次，持续下降。总资产周转次数分别为0.43次、0.41次和0.32次，持续下降。公司经营效率有待提升。

6. 未来发展

公司结合自身特点制定了详细的未来发展战略，对各业务条线均提出了明确的转型方向，有一定可行性。

公司坚持以政策为引领、以市场为导向、以效益为中心，加快发展“两个主业、一个支撑”，持续优化产业结构，创新业态模式，提升产业链、供应链现代化水平，积极探索战略性新兴产业，加快发展现代服务业，推动产业体系优化升级。

零售板块将持续推进商业模式创新和业态整合融合，加快从传统零售企业向“线上+线下+金融科技”相结合的新模式转型，目前零售板块专门聘请了阿里的新零售团队对新零售进行整合。

健康产业以鲁商发展为主体，以福瑞达、省药科院、省医工设计院为依托，持续构筑城市更新生态链、健康管理服务链、医药研发产业链3大业务链条。以“医养+康养”为发展方向，植根于医药制造与健康服务领域，聚焦药品和化妆品“双主业”定位，推动医药研发新突破，构建医药研发产业链。以省药科院为主体，

加快医药研发和科技成果转移转化体系建设，构建产学研深度融合的产业技术创新体系。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年合并财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司2021年度一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2020年，公司合并范围内二级子公司数量增加6家。截至2020年底，公司纳入合并范围内的二级子公司共有34家、下属事业单位共7家。总体看，跟踪期内，公司合并范围变化对财务数据影响不大，财务数据可比性强。

截至2020年底，公司合并资产总额1173.57亿元，所有者权益225.30亿元（含少数股东权益129.43亿元）；2020年，公司实现营业收入358.02亿元，利润总额8.70亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1219.38亿元，所有者权益221.19亿元（含少数股东权益129.87亿元）；2021年1-3月，公司实现营业收入65.37亿元，利润总额2.77亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产构成仍以流动资产为主。流动资产中，以房地产项目为主的存货占比高，去化速度较慢。非流动资产中商誉存在

一定减值风险。公司整体资产质量尚可。

截至2020年底，公司合并资产总额1173.57亿元，较上年底增长13.51%。其中，流动资产占72.33%，非流动资产占27.67%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至2020年底，流动资产848.87亿元，较上年底增长11.01%。公司流动资产主要由货币资金（占15.89%）、交易性金融资产（占6.63%）、预付款项（占6.38%）、其他应收款（合计）（占7.58%）、存货（占58.93%）构成。

截至2020年底，公司货币资金134.86亿元，较上年底增长26.33%。货币资金中有36.60亿元受限资金，主要为各类保证金存款、预售监管资金及贷款保证金等，受限比例较低。截至2020年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产56.26亿元，较上年底增长41.53%，主要系公司以自有资金和外部融资等临时闲置资金购买的理财产品增加所致。截至2020年底，公司预付款项54.14亿元，较上年底50.14亿元小幅增长，预付款项主要为预付在建项目的地价款、土地竞标保证金、工程价款以及预付材料或商品采购货款等。

截至2020年底，公司其他应收款（合计）64.39亿元，较上年底变化不大。其他应收款（合计）主要为土地保证金、与其他单位的往来借款以及公司与未纳入合并范围的受政府委托代管企业的往来款。该部分款项对公司营运资金占用较大。

表8 公司应收非合并范围内代管企业往来款

（单位：亿元）

债务人名称	2018年底	2019年底	2020年底
山东银座旅游集团有限公司	18.96	13.00	--
山东省林工商投资有限公司	8.87	7.37	6.87
山东世界贸易中心	3.26	2.36	3.53
青岛海景（国际）大酒店发展有限公司	2.49	2.49	4.89
合计	33.58	25.22	15.29

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，但尚未并表；山东银座旅游集团有限公司已于2019年6月完成股权变更，并于2020年下半年划转至国欣文旅，公司作为国欣文旅第一大股东，合并报表资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司存货 500.27 亿元，较上年底增长 5.83%，主要系公司房地产开发项目持续投入所致；存货主要由房地产开发成本（343.64 亿元）和开发产品（149.18 亿元）构成，2020 年计提存货跌价准备 755.79 万元。考虑到公司土地储备和在建项目主要位于山东省内二、三、四线城市，存在一定去化压力。

截至 2020 年底，公司非流动资产 324.69 亿元，较上年底增长 20.61%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占 21.52%）、固定资产（合计）（占 31.10%）、无形资产（占 15.66%）、商誉（占 6.43%）构成。

截至 2020 年底，公司投资性房地产 69.88 亿元，较上年底增长 5.05%，主要系外购项目增加所致。投资性房地产计量方式为公允价值计量。截至 2020 年底，公司投资性房地产中房屋、建筑物账面价值为 57.17 亿元，土地使用权账面价值为 12.71 亿元。投资性房地产公允价值变动合计 13.07 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产（合计）100.97 亿元，较上年底增长 9.09%，公司固定资产主要为房屋建筑物；固定资产累计折旧 68.72 亿元。

截至 2020 年底，公司无形资产 50.85 亿元，较上年底增长 111.64%，主要系合并国欣文旅，同时根据省国资委安排将省属国有企业下属的文旅资产并入国欣文旅，公司土地使用权增加所致。公司无形资产主要为土地使用权。

截至 2020 年底，公司商誉 20.87 亿元，较上年底增长 8.68%，主要系合并焦点生物所致。公司商誉主要系收购子公司产生。其中，收购鲁商置业股份有限公司产生商誉 6.32 亿元，收购石家庄东方城市广场有限公司产生商誉 2.92 亿元，收购山东海佑福瑞达制药有限公司产生商誉 2.25 亿元，收购济南伊特网络信息有限公司产生商誉 1.31 亿元。截至 2020 年底，公司未对商誉计提减值准备。公司商誉规模较大，若被收购企业未来经营业绩不达预期，公司商

誉将面临一定的减值风险。

截至 2020 年底，公司受限资产 224.13 亿元。受限资产占总资产比重为 19.10%，受限比例一般。

表 9 截至 2020 年底公司使用受限的资产情况

(单位：万元)

资产科目	抵押/受限金额	受限原因
货币资金	366003.01	主要是各类保证金、监管资金等
应收票据	425.33	贷款抵质押
应收账款	5624.42	贷款抵质押-
存货	1387716.48	贷款抵质押
固定资产	246805.62	贷款抵质押
无形资产	71379.16	贷款抵质押
投资性房地产	163324.03	贷款抵质押
合计	2241278.05	--

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1219.38 亿元，较上年底增长 3.90%。其中，流动资产占 69.83%，非流动资产占 30.17%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主；整体债务负担重，短期债务规模增长较快，债务结构有待优化。公司所有者权益中少数股东权益和其他权益工具占比较高，权益结构稳定性有待提升。

(1) 负债

截至 2020 年底，公司负债总额 948.27 亿元，较上年底增长 13.49%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 84.82%，非流动负债占 15.18%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2020 年底，公司流动负债 804.36 亿元，较上年底增长 23.43%。公司流动负债主要由短期借款（占 19.23%）、应付票据（占 8.58%）、

应付账款（占 12.61%）、其他应付款（合计）（占 10.93%）、一年内到期的非流动负债（占 19.44%）、合同负债（占 23.12%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 154.72 亿元，较上年底增长 10.71%。短期借款主要为抵押借款（23.86 亿元）、保证借款（88.67 亿元）、信用借款（30.20 亿元）。

截至 2020 年底，公司应付票据 69.03 亿元，较上年底增长 19.47%，主要系零售业务部分供应商结算方式改变所致，公司应付票据中银行承兑汇票 54.76 亿元，商业承兑汇票 14.26 亿元。

截至 2020 年底，公司应付账款 101.45 亿元，较上年底增长 10.73%。应付账款主要为零售业务应付的商品采购款和房地产业务应付的工程款。

截至 2020 年底，公司其他应付款（合计）87.89 亿元，较上年底增长 24.78%，主要系其他股东对地产合作开发项目的资金投入增加所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 156.40 亿元，较上年底增长 59.30%，主要转入一年内到期的长期应付债券所致。

截至 2020 年底，公司合同负债 186.00 亿元，主要为预收购房款，较年初余额 164.36 亿元（原计入预收款项）有所增长。

截至 2020 年底，公司非流动负债 143.90 亿元，较上年底下降 21.72%。公司非流动负债主要由长期借款（占 55.23%）、应付债券（占 27.28%）、长期应付款（合计）（占 11.88%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 79.48 亿元，较上年底下降 5.57%。从期限分布看，2022 年到期的占 26.66%，2023 年及以后到期的占 73.34%。

截至 2020 年底，公司应付债券 39.25 亿元，较上年底下降 44.29%，主要系结转至一年内到期非流动负债科目所致。

截至 2020 年底，公司长期应付款（合计）

17.10 亿元，较上年底下降 17.66%，主要系应付的融资租赁款减少所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 520.58 亿元，较上年底增长 8.41%。债务结构方面，短期债务占 73.91%，长期债务占 26.09%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 年底，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 80.80%、69.79% 和 37.61%，较上年底分别下降 0.01 个百分点、下降 0.98 个百分点和下降 9.32 个百分点。公司债务负担重。

如将永续债调入长期债务，截至 2020 年底，公司全部债务增至 559.18 亿元。债务结构方面，短期债务 384.74 亿元（占 68.81%），长期债务 174.43 亿元（占 31.19%）。从债务指标看，截至 2020 年底，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 84.09%、74.97% 和 48.30%，较调整前分别上升 3.29 个百分点、5.18 个百分点和 10.69 个百分点。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 998.18 亿元，较上年底增长 5.26%。其中，流动负债占 79.70%，非流动负债占 20.30%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。公司全部债务 511.78 亿元，较上年底下降 1.69%，债务结构仍以短期债务为主；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 81.86%、69.82% 和 39.01%，较上年底分别提高 1.06 个百分点、提高 0.03 个百分点和提高 1.39 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2021 年 3 月底，公司全部债务增至 550.39 亿元。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 85.03%、75.09% 和 49.65%，较调整前分别上升 3.17 个百分点、5.27 个百分点和 10.64 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益 225.30 亿元，较上年底增长 13.60%，主要系公司合并控股子公司国欣文旅，少数股东权益增加所致，公司持有国欣文旅 44.00% 的股权。其中，归属

于母公司所有者权益占比为 42.55%，少数股东权益占比为 57.45%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 9.31%、4.44%、0.44% 和 8.49%。截至 2020 年底，公司少数股东权益 129.43 亿元，主要系公司合并控股子公司国欣文旅所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 221.19 亿元，较上年底下降 1.82%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 41.29%，少数股东权益占比为 58.71%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的比例为 9.48%、4.53%、0.44% 和 6.59%。所有者权益结构稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2020 年，受疫情影响，零售业务经营业绩下滑以及期间费用上升，公司净利润同比大幅下降，费用控制能力仍有待提升；投资收益对公司利润影响较大，公司盈利能力偏弱。

2020 年，公司实现营业收入 358.02 亿元，同比下降 10.12%；营业成本 273.53 亿元，同比下降 13.12%；营业利润率为 20.59%，同比提高 1.98 个百分点。2020 年，公司利润总额 8.70 亿元，同比下降 21.96%。

2020 年，公司费用总额为 74.66 亿元，同比增长 11.39%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 57.61%、24.41%、2.84% 和 15.13%。其中，销售费用为 43.01 亿元，同比增长 3.24%，主要系加大促销力度所致；管理费用为 18.23 亿元，同比增长 28.55%，主要系员工工资增长所致；研发费用为 2.12 亿元，同比增长 45.22%，主要系加大科研开发力度所致；财务费用为 11.30 亿元，同比增长 16.21%，主要系支付利息增加所致。2020 年，公司期间费用率为 20.85%，较上年上升 4.03 个百分点，公司费用对利润侵蚀影响加大，控制能力仍有待提升。

2020 年，公司实现投资收益 8.67 亿元，同比

增长 31.07%，主要系权益核算的长期股权投资收益 2.09 亿元、处置可供出售金融资产 4.08 亿元（处置国泰君安证券股份有限公司股权获得投资收益 2.38 亿元）、持有至到期投资在持有期间获得的投资收益 1.14 亿元，投资收益占营业利润比重为 81.89%，对营业利润影响较大，但可持续性较弱。

盈利指标方面，2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 1.64% 和 1.08%，同比分别下降 0.50 个百分点和下降 2.23 个百分点。公司盈利能力偏弱。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 65.37 亿元，同比下降 18.77%；营业利润率为 32.90%。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流保持净流入状态，收入实现质量尚可；公司投资活动现金流呈净流出状态，考虑到公司在建地产项目尚需较大规模资金投入以及公司短期债务规模大，公司存在较大的外部筹资需求。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 456.68 亿元，同比下降 5.11%，主要为公司销售商品收到的现金以及房地产项目预收款；经营活动现金流出 416.76 亿元，同比下降 9.82%，主要系 2019 年公司支付土地款规模较大所致。2020 年，公司经营活动现金净流入 39.92 亿元，同比增长 108.76%，保持净流入状态。2020 年，公司现金收入比为 120.96%，同比提高 14.45 个百分点，收入实现质量较上年提升。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 51.08 亿元，同比增长 25.31%，主要系赎回理财产品及取得投资收益增加所致；投资活动现金流出 58.83 亿元，同比增长 17.06%，主要系取得子公司支付的现金增加所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 7.75 亿元，同比下降 18.36%。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 554.61 亿元，同比增长 47.60%，主要系取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金

流出563.75亿元，同比增长52.42%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2020年，公司筹资活动现金净流出9.14亿元，同比净流入转为净流出。

2021年1—3月，公司经营活动现金净流入11.25亿元，投资活动现金净流入3.14元，筹资活动现金净流入-255.47亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司在商业零售品牌上的市场知名度、区域市场占有率、经营规模以及股东背景和支持等方面的优势，同时公司融资渠道畅通，所持银座股份和鲁商发展股权均未质押，可为公司提供一定流动性支持，公司整体偿债能力仍很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的117.33%和44.80%分别下降至105.53%和43.34%。截至2020年底，公司经营现金流动负债比率为4.96%，同比提高2.03个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比为0.50倍，较上年底变化不大。

截至2021年3月底，公司流动比率与速动比率分别为107.04%和41.50%，截至2021年3月底，公司现金短期债务比为0.52倍。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

2020年，公司EBITDA为37.90亿元，同比增长28.41%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占36.51%）、摊销（占14.56%）、计入财务费用的利息支出（占25.98%）、利润总额（占22.95%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的1.04倍提高至1.10倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；公司全部债务/EBITDA由上年的16.27倍下降至13.74倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。

截至2021年3月底，公司共获得各家银行授信额度为467.92亿元，其中尚未使用额度为167.23亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公

司拥有银座股份、鲁商发展两家上市公司，具备直接融资渠道。公司持有上述两家上市公司股权均未质押，截至2021年3月底，公司直接持有上市公司银座股份1.33亿股，市值9.24亿元；直接持有上市公司鲁商发展5.25亿股，市值62.34亿元。

截至2020年底，鲁商发展对房屋购买人提供的抵押贷款担保0.96亿元，同时对未纳入合并范围的山东省国资委托管企业担保额共计9.63亿元，公司或有风险较小。

7. 母公司财务分析

公司本部主要承担融资及管理职能，收入规模很小，利润主要来自投资收益；资产以其他应收款和长期股权投资为主，货币资金较少；本部债务负担很重，短期债务占比高，所有者权益构成以其他权益工具（永续债券）为主，未分配利润为负，权益结构稳定性弱。

截至2020年底，母公司资产总额362.99亿元，较上年底增长2.75%。其中，流动资产266.39亿元（占比73.39%），非流动资产96.59亿元（占比26.61%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占8.14%）、其他应收款（占91.14%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占95.93%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为21.67亿元。

截至2020年底，母公司负债总额325.67亿元，较上年底增长11.08%。其中，流动负债286.00亿元（占比87.82%），非流动负债39.67亿元（占比12.18%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占24.26%）、其他应付款（占36.37%）、一年内到期的非流动负债（占37.06%）构成；非流动负债主要由长期借款（占9.15%）、应付债券（占69.68%）、长期应付款（占21.17%）构成。母公司2020年资产负债率为89.72%，较上年底上升6.73个百分点。截至2020年底，母公司全部债务213.18亿元。其中，短期债务占85.33%，长期债务占14.67%。母公司债务负担很重。

截至2020年底，母公司所有者权益为37.31

亿元，较上年底下降 37.91%，主要系亏损增加以及其他权益工具减少所致。在所有者权益中，实收资本为 12.20 亿元、资本公积合计 9.44 亿元、未分配利润合计-22.96 亿元、盈余公积合计 0.04 亿元和其他权益工具 38.60 亿元。

2020 年，母公司营业收入为 0.59 亿元，利润总额为-1.06 亿元。同期，母公司投资收益为 5.13 亿元。公司本部盈利能力较弱。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流净额为 73.97 亿元，主要为与关联方之间的拆借款，投资活动现金流净额-13.39 亿元，筹资活动现金流净额-56.18 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司现金类资产对一年内到期的债券保障情况尚可；公司经营活动现金流入量对存续债券的保障程度较强。

截至2021年5月底，公司存续债券如下表所示，合计金额为147.65亿元；其中将于一年内到期或行权的债券金额合计112.26亿元。

截至2020年底，公司现金类资产（剔除受限货币资金）为156.40亿元，为存续债券（112.26亿元）的1.39倍；2020年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为456.68亿元、39.92亿元、37.90亿元，分别为存续债券（136.16亿元）的3.35倍、0.29倍和0.28倍。经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强。

表 10 截至 2021 年 5 月底公司存续债券明细

(单位：亿元)

债券名称	存续规模	到期日
21 鲁商 SCP008	2.50	2021-07-27
21 鲁商 SCP007	6.00	2021-08-23
21 鲁商 SCP006(乡村振兴)	5.00	2021-07-21
21 鲁商 SCP005	4.00	2022-01-16
21 鲁商 SCP004	5.00	2021-09-27
21 鲁商 SCP002	3.00	2021-08-20
20 鲁商 SCP019	2.80	2021-08-13
20 鲁商 SCP016	4.00	2021-06-26
20 鲁商 01	10.00	2023-08-27
*20 鲁商 MTN002	12.00	2023-06-23
20 鲁商 MTN001	1.60	2023-04-24
19 鲁商 MTN001	15.40	2021-11-01
鲁商集团 8.5% B2021	19.16	2021-12-31
*18 鲁商 Y2	10.00	2021-12-24
*18 鲁商 Y1	6.40	2021-12-18
*18 鲁商 MTN003	6.00	2021-12-14
18 鲁商 MTN001	9.00	2021-11-16
18 鲁商 02	14.00	2021-11-16
16 鲁商 01	0.30	2023-04-08
鲁商集团 7.00% 美元债	11.49	2023-08-27
合计	147.65	--

注：*为永续债券，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；

鲁商集团 8.5% B2021 存续规模 3.00 亿美元，按 2021 年 6 月 2 日汇率进行货币兑换，3 亿美元=19.1571 亿元人民币；鲁商集团 7.00% 美元债存续规模 1.80 亿美元，按 2021 年 6 月 2 日汇率进行货币兑换为 11.49426 亿元人民币

资料来源：Wind

表 11 存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

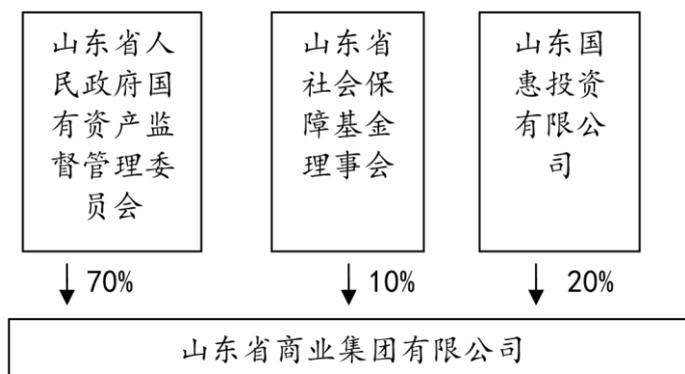
项目	2020 年
一年内到期债券余额	112.26
现金类资产/一年内到期债券余额	1.39
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.35
EBITDA/应付债券余额	0.28

资料来源：联合资信整理

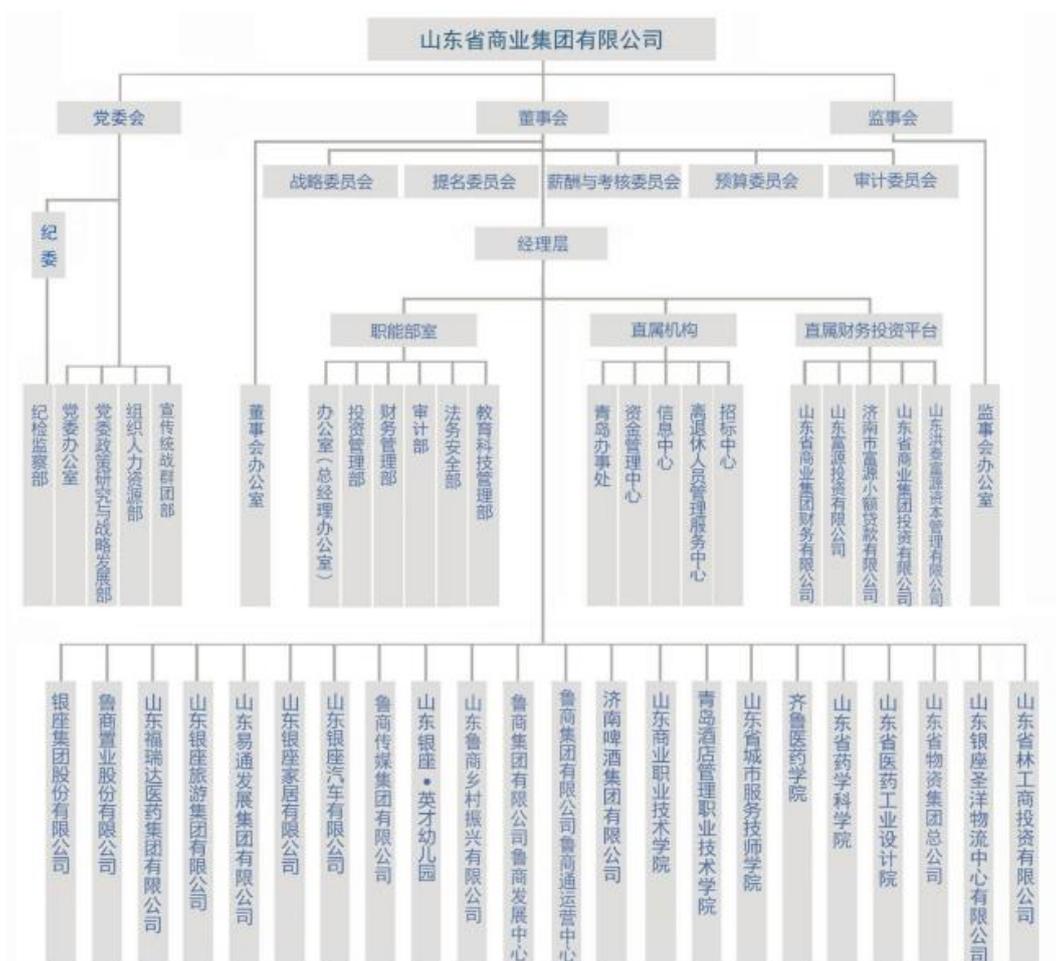
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“18 鲁商 MTN001”“18 鲁商 MTN003”“19 鲁商 MTN001”“20 鲁商 MTN001”“18 鲁商 Y1”“18 鲁商 Y2”及“20 鲁商 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	137.27	149.14	193.00	191.73
资产总额（亿元）	917.74	1,033.86	1,173.57	1,219.38
所有者权益（亿元）	165.93	198.33	225.30	221.19
短期债务（亿元）	284.70	304.81	384.74	370.33
长期债务（亿元）	151.78	175.39	135.83	141.45
全部债务（亿元）	436.47	480.20	520.58	511.78
营业收入（亿元）	379.56	398.33	358.02	65.37
利润总额（亿元）	8.70	11.14	8.70	2.77
EBITDA（亿元）	28.20	29.51	37.90	--
经营性净现金流（亿元）	28.46	19.12	39.92	11.25
财务指标				
销售债权周转次数（次）	47.42	38.72	31.88	--
存货周转次数（次）	0.79	0.73	0.56	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.41	0.32	--
现金收入比（%）	104.19	106.51	120.96	196.11
营业利润率（%）	18.75	18.62	20.59	32.90
总资本收益率（%）	1.58	2.15	1.64	--
净资产收益率（%）	2.07	3.30	1.08	--
长期债务资本化比率（%）	47.77	46.93	37.61	39.01
全部债务资本化比率（%）	72.46	70.77	69.79	69.82
资产负债率（%）	81.92	80.82	80.80	81.86
流动比率（%）	115.53	117.33	105.53	107.04
速动比率（%）	48.97	44.80	43.34	41.50
经营现金流动负债比（%）	4.80	2.93	4.96	--
现金短期债务比（倍）	0.48	0.49	0.50	0.52
EBITDA 利息倍数（倍）	1.61	1.04	1.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.48	16.27	13.74	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；所有者权益中分别包括永续债券，相关债券未计入全部债务；长期应付款中有息部分已调整至长期债务

数据来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.14	11.32	21.67	42.26
资产总额（亿元）	351.66	353.28	362.99	372.05
所有者权益（亿元）	67.55	60.09	37.31	36.59
短期债务（亿元）	145.50	138.78	181.90	180.32
长期债务（亿元）	69.91	82.06	31.27	41.77
全部债务（亿元）	215.41	220.84	213.18	222.09
营业收入（亿元）	0.10	0.49	0.59	0.04
利润总额（亿元）	-4.20	0.53	-1.06	-0.68
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-5.20	17.33	73.97	14.54
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	99.19	44.44	46.17	0.00
营业利润率（%）	93.89	96.50	96.79	97.88
总资本收益率（%）	-1.48	0.19	-0.42	--
净资产收益率（%）	-6.21	0.89	-2.83	--
长期债务资本化比率（%）	50.86	57.73	45.60	53.30
全部债务资本化比率（%）	76.13	78.61	85.10	85.85
资产负债率（%）	80.79	82.99	89.72	90.16
流动比率（%）	137.81	141.28	93.14	96.03
速动比率（%）	137.81	141.28	93.14	96.03
经营现金流动负债比（%）	-2.50	8.85	25.86	--
现金短期债务比（倍）	0.11	0.08	0.12	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计
数据来源：公司提供，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 5-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。