



# CREDIT RATING REPORT

## 报告名称

# 山东省商业集团有限公司 主体与相关债项2022年度跟踪评级报告

## 目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
主体概况
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
评级结论



## 信用等级公告

DGZX-R【2022】00607

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”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”的信用等级维持 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任 席宁

二〇二二年六月二十八日



## 评定等级

### 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	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
16鲁商01	10	7 (5+2)	AA+	AA+	2021.6

### 主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	1,301	1,328	1,174	1,039
所有者权益	251.50	250.45	225.30	198.33
总有息债务	496.44	513.19	554.98	530.50
营业收入	61.49	298.96	357.05	397.67
净利润	1.03	2.84	2.42	6.55
经营性净现金流	6.87	38.56	39.92	19.12
毛利率	37.07	31.29	23.39	20.83
总资产报酬率	0.60	1.35	1.58	1.84
资产负债率	80.67	81.13	80.80	80.91
债务资本比率	66.37	67.20	71.13	72.79
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	0.90	1.09	1.04
经营性净现金流/总负债	0.65	3.81	4.46	2.39

注: 公司提供了 2021 年及 2022 年 1~3 月财务报表, 中审亚太会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2021 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。本报告 2019 年和 2020 年财务数据分别采用 2020 年和 2021 年审计报告调整后数据。公司 2022 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 于鸣宇

评级小组成员: 刘银玲

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

## 主要观点

山东省商业集团有限公司(以下简称“山东商业集团”或“公司”)主要从事零售、房地产和生物制药等业务。跟踪期内公司仍具备多元化经营格局, 在山东省具有一定的区域竞争优势, 生物制药规模快速提升, 股东支持力度较大; 但 2021 年营业收入同比下降, 减值损失对利润形成严重侵蚀, 非经常性损益对利润稳定性的影响仍较大, 房地产开发未来资金需求仍较大, 受限资产占净资产比重仍很高且存货周转效率较低, 同时有息债务规模仍较大, 存在较大的短期偿债压力。

## 优势与风险关注

### 主要优势/机遇:

- 公司仍具备多元化经营格局, 利于扩大经营规模和分散业务风险;
- 公司是山东省零售行业龙头企业, “银座”品牌市场认可度高, 仍具有一定的区域竞争优势;
- 2021 年, 化妆品、原料及添加剂销售量同比大幅增长, 随疫情影响减弱, 药品销售量逐步恢复性增长, 生物制药对业绩的贡献持续提升;
- 山东省国资委作为公司股东在资产划拨方面给予公司较大支持, 同时公司受托管理多家事业单位并纳入合并报表范围内, 扩大了公司资产规模并可为业务发展提供人才支持。

### 主要风险/挑战:

- 2021 年, 公司营业收入同比下降, 信用及资产减值损失同比大幅增加, 对利润形成严重侵蚀, 同时投资收益规模仍较大, 非经常性损益对利润稳定性的影响仍较大;
- 截至 2022 年 3 月末, 公司房地产在建项目较多, 未来面临较大的支出压力, 同时在房地产市场下行背景下, 业务发展面临一定政策及去化风险;
- 2022 年 3 月末, 公司受限资产规模很大, 占净资产的比重仍很高, 同时存货周转效率较低, 影响资产流动性和再融资能力;
- 2022 年 3 月末, 公司资产负债率仍处较高水平, 有息债务规模仍较大且短期债务占比较高, 存在较大的短期偿债压力。



## 评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《零售企业信用评级方法》，版本号为 PF-：PF-LS-2021-V.3，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
<b>要素一：财富创造能力（71%）</b>	<b>5.68</b>
（一）产品与服务竞争力	6.22
（二）盈利能力	3.95
<b>要素二：偿债来源与负债平衡（29%）</b>	<b>2.84</b>
（一）债务状况	2.59
（二）偿债来源对债务的保障程度	2.90
<b>调整项</b>	<b>0.20</b>
<b>模型结果</b>	<b>AA+</b>

调整项说明：政府支持上调 0.20，理由为山东省国资委作为公司控股股东在资产划拨方面给予公司较大支持，同时可持续获得一定财政补助，对偿债来源形成补充。

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形。

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理。

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

## 评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	16 鲁商 01	AA+	2021/06/27	于鸣宇、刘银玲	零售企业信用评级方法(V.3.1)	<a href="#">点击阅读全文</a>
AA+/稳定	16 鲁商 01	AA+	2016/03/25	郑孝君、彭娴	大公评级方法总论（修订版）	<a href="#">点击阅读全文</a>





## 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、除因本次评级事项构成的委托关系外，评级对象或其发行人与大公、大公子公司、大公控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，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性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

二、大公及评级项目组履行了尽职调查以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

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，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

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。大公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。

六、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期至被





跟踪债券到期日，在有效期限内，大公将根据《跟踪评级安排》对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象或其发行人做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

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、未经大公书面同意，本次评级报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。





## 跟踪评级说明

根据大公承做的山东商业集团存续债券信用评级的跟踪评级安排,大公对评级对象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,并结合其外部经营环境变化等因素,得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

## 跟踪债券及募资使用情况

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 (单位: 亿元)**

债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
16 鲁商 01	10.00	0.30	2016.04.08~ 2023.04.08	偿还金融机构借款, 补充营运资金	已按募集资金要求使用

数据来源: 根据公司提供资料整理

## 主体概况

山东商业集团前身为山东省商业厅, 经山东省人民政府批准, 山东省商业厅于 1992 年整体改制为山东省商业集团总公司, 初始注册资本 1.74 亿元。后经改制、收并购、多次增资等事项, 截至 2011 年末, 公司注册资本增加至 12.20 亿元。2017 年 5 月, 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”) 将公司的部分国家资本合计 36,600 万元及享有的权益 (占总股本 30%) 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”) 持有。2018 年 5 月, 山东省社保基金将所持有的公司 20% 国有资本及享有的权益划转给山东省国资委出资成立的山东国惠投资有限公司 (以下简称“山东国惠”, 已于 2021 年 12 月更名为山东国惠投资控股集团有限公司), 此部分股权由山东省国资委履行出资人职责。以上变更完成后, 公司注册资本未发生变化, 股东变更为山东省国资委、山东国惠和山东省社保基金, 持股比例分别为 70%、20% 和 10%, 山东省国资委为公司控股股东和实际控制人。跟踪期内, 山东省社保基金将持有公司的全部股权转让给山东省财欣资产运营有限公司 (以下简称“山东财欣”), 变更后, 山东省国资委、山东国惠和山东财欣持有公司 70%、20% 和 10% 股权, 控股股东和实际控制人未发生变化。截至 2022 年 3 月末, 公司注册资本为 12.20 亿元, 实收资本为 20.97 亿元<sup>1</sup>。

公司现已形成包括现代零售、生物制药、房地产开发、教育、文旅及传媒等领域的多元化业务结构, 零售、生物制药及房地产开发是公司的核心业务。截至

<sup>1</sup> 截至 2022 年 3 月末, 公司实收资本为 20.9734 亿元, 同比减少 43.07 万元, 除股东直接投资 12.20 亿元外, 其余为山东省财政厅向公司未持股但纳入公司合并范围代管的 5 家事业单位的资本金拨款。





2022 年 3 月末，公司纳入合并范围的二级子公司共 38 家，包括 27 家全资子公司和 11 家控股子公司；纳入合并范围的事业单位 5 家，同比减少 2 家<sup>2</sup>；旗下拥有银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”，证券代码 600858.SH）和鲁商健康产业发展股份有限公司（以下简称“鲁商发展”，证券代码 600223.SH）两家上市公司。此外，公司名下托管单位共 3 家，包括山东世界贸易中心、山东省林工商投资有限公司和青岛海景（国际）大酒店发展有限公司。

公司根据《中国共产党章程》、《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国企业国有资产法》及《企业国有资产监督管理暂行条例》等法律法规和有关规范性文件，建立了较规范的法人治理结构。股东会由全体股东组成，山东省国资委对公司履行出资人职责、国有资产监管职责和党建职责，山东国惠、山东财欣均授权山东省国资委代为行使股东表决权。公司党委领导班子成员由 5~9 人组成，设党委书记 1 人、纪委书记 1 人，重大经营管理事项须经公司党委前置研究讨论后，再由董事会或者经理层决策。董事会是公司的经营决策主体，对股东会负责，由 9 名董事组成，其中外部董事 5 名、职工董事 1 名，设董事长 1 名，按照企业领导人员管理权限任免，外部董事由山东省国资委聘任或者推荐派出，职工董事通过职工代表大会等形式选举产生；山东财欣一般不向公司派出董事，必要时，经省政府批准可派出董事。经理层是公司的执行机构，设总经理 1 名、副总经理若干名，对董事会负责；设财务总监 1 名，由山东省国资委委派或者向董事会推荐，对山东省国资委和董事会负责。公司不设监事会，设职工监事 1 名。2022 年 3 月，公司对《章程》进行了修订，以上为修订后的最新内容。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自助查询版），截至 2022 年 6 月 13 日，公司本部已结清信贷中存在 5 笔不良类中长期借款，12 笔关注类短期借款和 15 笔不良类短期借款，以上款项最后一次还款日均在 2009 年以前，最后一次还款形式均显示正常还款<sup>3</sup>。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。

<sup>2</sup> 减少的两家企业分别为山东省医药工业设计院有限公司和山东省商业集团有限公司幼儿园，其中，山东省医药工业设计院有限公司由事业单位改制为企业，仍在公司合并报表范围内；山东省商业集团有限公司幼儿园由山东省教育厅进行管理。

<sup>3</sup> 根据公司提供资料，以上关注及不良记录为 2005 年承接传统批发流通企业而承接的不良贷款，相关款项已于 2009 年底之前全部清偿。





## 偿债环境

2022 年我国经济稳增长压力增大，但经济韧性较强，发展质量有望进一步提升；2021 年，伴随疫情影响逐渐减弱，被抑制的消费需求逐渐释放，我国消费市场实现了良好恢复，但疫情冲击下网络购物等模式快速发展，消费者消费习惯持续向网络零售市场转移，对传统零售市场形成冲击；房地产行业“房住不炒”的政策主基调坚定，2022 年以来部分城市购房政策有所放松，但短期内投资仍处于探底阶段。

### （一）宏观环境

2021 年我国经济持续恢复，增长结构进一步优化；2022 年我国经济稳增长压力增大，经济增速或将有所放缓，但我国经济韧性较强，政策联动、前置发力将巩固经济修复成果，经济发展质量有望进一步提升。

2021 年，我国统筹推进疫情防控和经济社会发展，国民经济持续恢复，国内生产总值（GDP）达到 1,143,670 亿元，按不变价格计算，同比增长 8.1%，两年平均增速 5.1%。三次产业保持恢复态势，稳中向好，产业结构得到进一步优化；社会消费品零售总额、固定资产投资、货物进出口同比分别增长 12.5%、4.9% 和 21.4%，消费支出、资本支出和货物及服务贸易进出口分别对经济拉动 5.3、1.1 和 1.7 个百分点，内需对经济增长的贡献率达 79.1%，同比提升了 4.4 个百分点，经济增长结构得到持续改善。宏观政策方面，2021 年我国宏观经济政策保持稳定性、连续性。财政政策坚持“提质增效、更可持续”，有力支持疫情防控和经济社会发展，全年新增减税降费 1.1 万亿元，继续减轻实体经济税收负担，加大对实体经济支持力度；债券发行规模同比有所扩大，平均发行利率略有下降，债券发行节奏呈现“前慢后快”的态势，在下半年经济下行压力增大时，带动扩大了有效投资。货币政策保持“稳”字当头，突出“稳增长”服务实体经济的总体理念，加强跨周期设计，自 7 月以后先后全面降准两次，释放长期资金 2.2 万亿元、新增 3,000 亿元支小再贷款额度、推出 2,000 亿元碳减排支持工具，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点，1 年期 LPR 0.05 个百分点，一系列密集调控措施出台充分保证了银行体系的流动性合理充裕。

2021 年在基数效应和新的“三重压力”叠加影响下，我国经济增速出现逐季放缓的态势。2022 年，我国面临的内外部环境依然复杂，疫情局部扰动对消费需求形成抑制，部分投资领域尚在探底，稳增长压力有所加大，经济增速或将有所放缓。面临新的宏观经济形势，宏观政策将协调联动，前置发力，加强跨周期和逆周期调控的有机结合，实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。基建将发挥“稳增长”功能，教育、社会保障与就业、医疗卫生等民生相关支出有望继续保持较高增速，财政政策与货币政策协调联动，将加大对水利、城市管网建设等



重大项目的支持力度，维护好人民群众的切身利益，扎实推进共同富裕。预计在政策统筹协调，前置发力之下，经济修复成果将得到巩固，经济增长结构将持续优化，经济发展质量有望进一步提升。

## （二）行业环境

### 1、零售行业

2021 年，伴随疫情影响逐渐减弱，被抑制的消费需求逐渐释放，我国消费市场实现了良好恢复，居民人均可支配收入也呈现良好恢复；疫情冲击下，网络购物、无接触配送、直播带货等模式快速发展，消费者消费习惯持续向网络零售市场转移，对传统零售市场形成冲击，但也加速了传统零售企业的调整转型。

经济增长、居民收入水平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。得益于国内经济的不断发展、庞大的人口基数、居民可支配收入持续提升及城镇化推进带来消费需求的提升，我国零售行业多年来总体保持着持续增长的发展态势。但受宏观经济放缓影响，零售行业增长乏力，增速持续放缓。2021 年，随着疫情影响缓解，并叠加 2020 年低基数因素，全社会消费品零售额实现恢复性增长，全年累计实现 44.08 万亿元，同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%；从数据看，2021 年增速有大幅提升，但两年平均增速仍远低于疫前 8% 以上的增长水平；从消费类型结构看，2021 年商品零售额 39.39 万亿元，同比增长 11.8%，餐饮收入额 4.69 万亿元，同比增长 18.6%。

从消费需求方面看，我国人口规模的不断增加，居民收入水平的提升及城镇化的持续推进，均为零售行业发展提供了有利的保障。根据 2021 年统计公报，2021 年末全国人口 14.13 亿人，同比继续增长，巨大的人口基数为我国零售行业提供了稳定的刚需。同时，随国内经济持续增长，全国居民人均可支配收入水平不断提升，进而促进了居民消费能力的提升和升级。2020 年，受疫情影响，居民可支配收入增速同比大幅放缓至 2.1%，与此同时，扣除价格因素后的全国居民人均消费性支出同比下降 4.0%，分季度看，随着疫情逐步缓解，居民消费支出全年呈现持续恢复态势。2021 年，全国居民人均可支配收入和人均消费性支出实际增速分别为 8.1% 和 12.6%，两年平均实际增长 5.1% 和 4.0%，实现了良好恢复。分城乡看，2021 年，城镇居民人均可支配收入 47,412 元，实际增长 7.1%，农村居民人均可支配收入 18,931 元，实际增长 9.7%；城镇居民人均消费支出 30,307 元，实际增长 11.1%，农村居民人均消费支出 15,916 元，实际增长 15.3%。从数据看，城镇居民人均消费能力和消费性支出远高于农村居民，但农村居民人均消费能力和消费性支出增速更快，未来城镇化的持续推进将会对消费提升形成持续支撑。总体来看，伴随疫情影响逐渐减弱，被抑制的消费需求逐渐释放，我国消费市场实现了良好恢复。





从消费业态来看，2021 年，各零售业态均实现恢复性增长，限额以上零售业单位中的超市零售额比上年增长 6.0%，百货店零售额比上年增长 11.7%；全国网上零售额 13.09 万亿元，比上年增长 14.1%，增速较同比提高 3.2 个百分点，其中实物商品网上零售额 10.80 万亿元，比上年增长 12.0%，占社会消费品零售总额的比重 24.5%。网络购物作为一种新兴消费方式，近年来规模迅速扩大，对传统销售模式构成冲击，2020 年以来，疫情的爆发及蔓延，进一步促进网络购物、无接触配送、直播带货、在线教育、在线医疗、在线文娱、线上健身等模式快速发展。与实体零售相比，网络购物在便捷性、价格、品类多样性等方面具有较大优势，未来随着电子商务技术持续创新及物流配送的不断完善，大众的消费习惯可能会继续向网络零售市场转移，此次疫情也会在一定程度上重塑大众的消费习惯。但在网络零售市场渗透率持续扩大、销售占比不断提升的同时，其人口红利减少、获客难度及成本增加，增速有可能放缓。

对于实体零售企业，为应对电商冲击及消费升级的影响，近年来加快了改革步伐，积极推进业务调整及革新，包括以顾客为中心提升运营体验，加强经营模式创新，扩大智慧零售应用场景，探索线上业务，布局移动端等。此外，目前零售市场线上线下融合发展趋势明显，一方面实体零售企业积极部署电商渠道，通过构建自己的电商平台或是加入互联网企业的电商平台扩大客户群，一方面电商零售平台如天猫、京东等通过投资或者战略合作加快线下布局，电商与线下超市合作日益深入。2020 年以来，疫情下的居家隔离促使线上需求提升，逆向推动了传统零售企业发展线上业务，使其线上业务能力在短时间内得以强化。未来随着大众越来越习惯于网上购物、配送到家等模式，线上线下融合的趋势将得到加强。

## 2、房地产行业

房地产行业“房住不炒”的政策主基调坚定，为维护房地产市场平稳运行，2022 年以来部分城市购房政策有所放松，但短期内投资仍处于探底阶段。

2021 年，“房住不炒”、“三稳”、“促进房地产市场平稳健康发展”的政策基调不断被重申和坚持，并贯穿全年，房地产政策全年保持紧缩状态，尤其是房地产金融政策受到进一步收紧，引发房企信用风险事件频发，导致各地预售资金监管政策收紧，行业整体流动性风险进一步上升，房地产市场开发端和销售端持续走弱。2022 年以来，多部门强调房地产行业以“稳”为主，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展，各地出现不同程度的政策放松，北京、上海、深圳等一线城市降低贷款利率，郑州、宁波、南昌等二线城市根据当地市场热度，适当放松限售限购条件，苏州因城施策，保障房企经营压力，促进平稳交房，三四线城市多地降低首付款比例、进行购房补贴和放宽公积金等政策。

但从土拍市场看，2021 年以来，随着土地市场供给侧调控的进一步深入，房





企拿地意愿及拿地能力双双受阻，土地市场明显降温，从城市能级来看，二三线城市供应量均同比下降。2021 年，一、二、三线城市供应住宅类用地土地规划建筑面积同比分别变化 4.22%、-15.06%和-23.15%，二三线土地市场降温明显。根据 Wind 数据，2022 年前 4 个月，100 大中城市住宅类成交土地规划建筑面积同比下降超 60%，5 月广州 18 宗涉宅土地成功出让 17 宗，仅 2 宗溢价成交，无锡 8 宗地综合溢价率仅 0.08%，市场信心仍有待提升，短期内投资仍处于探底阶段。

随着房地产调控政策的持续影响以及部分房企信用风险的发生，2021 年以来，房地产行业销售呈现先扬后抑态势，行业基本面向下，在此背景下，融资环境及调控政策的变化都将对房地产企业的经营产生影响。

2021 年以来，房地产业销售与投资均呈现先扬后抑态势。年初，受去年同期低基数、就地过年导致需求前置以及集中供地进一步推升地价等因素影响，年初房地产销售金额及面积均同比大幅增长，在 2 月达到顶峰。但随后由于调控政策收紧、房企调整销售策略以及房企违约加重观望情况等原因，居民购房意愿下降，销售景气快速回落，全年商品房销售金额及面积同比分别增长 4.90%和 1.90%，增速同比下滑 3.90 个百分点和 0.70 个百分点。2022 年 1~3 月，房地产市场延续了去年下半年走弱态势，需求端和开发端下滑幅度均较大，全国商品房销售额、销售面积及新开工面积同比均继续下降，在“保交付”的压力下，房地产开发投资同比小幅增长，但房企到位资金同比由涨转跌，房企资金压力较大，行业基本面向下，在此背景下，短期内房地产开发投资仍将处于探底阶段，融资环境及调控政策的变化都将对房企经营产生影响。

### （三）区域环境

山东省区位优势较好，人口基数大，为当地企业提供了良好的外部发展环境。

山东省位于我国东部沿海、黄河下游，境域包括半岛和内陆两部分。依托良好的区位优势和政策支持，山东省经济保持良好发展，经济总量位居全国前列。2021 年，山东省实现地区生产总值 8.31 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.3%，经济总量仍位列全国第三位，经济增速高于全国平均水平；居民人均可支配收入 3.57 万元，同比增长 8.6%；人均消费支出 2.28 万元，同比增长 9.0%；地方一般公共预算收入 7,285 亿元，同比增长 11.0%，其中税收收入 5,476 亿元，增长 15.1%，占一般公共预算收入的比重为 75.2%。同时，山东省为人口大省，大量的人口基数为山东省零售业发展提供了持续动力，根据山东省统计公报数据，2021 年末山东省常住人口已突破 1 亿人；全年省内社会消费品零售总额 3.37 万亿元，占全国社会消费品零售额的 7.5%左右，其中商品零售额 2.99 万亿元，同比增长 14.4%，餐饮收入 3,828 亿元，同比增长 22.4%。总体来看，山东省区位优势较好，人口基数大，为当地企业提供了良好的外部发展环境。





## 财富创造能力

公司仍具备多元化经营格局，有利于扩大公司经营规模和分散业务风险；零售和房地产业务仍是收入和毛利润的主要来源，生物制药对业绩的贡献持续提升；2021 年以来，公司营业总收入同比下滑，综合毛利率同比持续提升，生物制药业务规模快速增长。

公司仍主要从事现代零售、房地产和生物制药业务，同时开展教育、文旅、传媒等其他业务，多元化的经营格局有利于扩大公司经营规模和分散业务风险。零售和房地产业务仍是公司营业总收入和毛利润的主要来源，生物制药对业绩的贡献持续提升。

**表2 2019~2021 年及 2022 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	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入 <sup>4</sup>	61.83	100.00	300.52	100.00	358.02	100.00	398.33	100.00
零售	40.95	66.24	141.53	47.10	186.29	52.03	274.14	68.82
房地产	8.87	14.35	99.80	33.21	121.39	33.90	92.50	23.22
生物制药	5.95	9.62	23.83	7.93	14.77	4.13	10.39	2.61
其他	6.05	9.79	35.36	11.77	35.57	9.94	21.29	5.34
毛利润	23.14	100.00	94.84	100.00	84.49	100.00	83.24	100.00
零售	13.59	58.75	46.74	49.28	45.11	53.39	54.81	65.84
房地产	2.68	11.58	17.74	18.71	18.98	22.46	15.09	18.13
生物制药	3.41	14.73	14.02	14.78	8.71	10.31	6.59	7.92
其他	3.46	14.94	16.34	17.23	11.69	13.84	6.76	8.12
综合毛利率	37.42		31.56		23.60		20.90	
零售	33.19		33.02		24.22		19.99	
房地产	30.18		17.78		15.63		16.31	
生物制药	57.28		58.82		58.96		63.44	
其他	57.10		46.21		32.87		31.73	

数据来源：根据公司提供的资料整理

2021 年，公司营业总收入同比有所下降，分板块看，零售业务收入同比下降，主要是公司整体于 2021 年 1 月 1 日起执行新收入准则，联营模式相关收入改为净额法核算所致，同期，零售业务毛利润同比略有增长；受房地产市场下行影响，房地产业务收入同比出现下降，相应毛利润同比减少；受益于化妆品业务规模的快速扩大，生物制药收入及毛利润同比均大幅增长。其他业务收入同比变动不大，毛利润同比有较大幅度增长。毛利率方面，2021 年，公司综合毛利率同

<sup>4</sup> 依据《企业会计准则第 14 号—收入》（以下简称“新收入准则”），上市子公司银座股份及鲁商发展于 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，公司整体于 2021 年 1 月 1 日起执行新收入准则，新准则下，零售业务中联营经营模式按净额法确认收入。



比提高 7.96 个百分点,其中,由于联营模式收入确认方法调整及疫情影响减弱,零售毛利率同比提高 8.80 个百分点;房地产及生物制药毛利率同比变动不大;其他业务毛利率同比大幅提高 13.34 个百分点,主要是盈利能力较强的文旅及教育业务收入占比提升所致。

2022 年 1~3 月,公司营业总收入同比小幅下降,其中,零售业务收入同比变动不大;受市场下行影响,房地产收入同比下降 31.40%;生物制药收入同比增长 44.42%。同期,综合毛利率同比小幅提高 2.30 个百分点,其中,零售和生物制药业务毛利率同比变动不大;房地产业务毛利率同比提高 5.36 个百分点,主要是当期结转的高端房占比较高。

### (一) 零售业务

公司是山东省零售业龙头企业,“银座”品牌市场认可度高,仍具有一定的区域竞争优势;公司仍采用以百货及超市复合店为主、其他多种业态相结合的方式经营,零售业态丰富;2021 年以来,受执行新收入准则影响,公司零售业务收入同比下滑,区域性疫情时发给零售业务造成了一定不确定影响。

零售业务是公司重点发展的核心业务,近年来公司以“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,不断优化零售门店布局。截至 2022 年 3 月末,公司经营门店 444 个,同比减少 26 个,主要体现为百货超市复合店的减少,门店主要分布于山东省内,省外主要是河南省 8 家及河北省 4 家;店面自有和租赁比例同比变动不大,分别约为 40%和 60%,店面租赁合同多为 20 年长期租约,租金每 5 年调整一次,租赁期限较长且有同等条件下优先续租权。2021 年以来,公司零售业务收入同比出现下滑,主要是执行新收入准则所致,但目前国内疫情防控压力仍然存在,区域性疫情时发,也会对零售业务造成一定不确定影响。

**表 3 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司零售业务板块店面经营情况 (单位:个、万平方米)**

店面种类	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	店面数量	经营面积	店面数量	经营面积	店面数量	经营面积	店面数量	经营面积
百货超市复合店	165	369.11	171	371.20	177	391.42	168	370.34
便利店	204	8.32	204	8.32	204	8.32	204	8.35
家居店	8	71.40	8	71.40	8	71.40	10	92.60
购物中心	5	60.10	5	60.10	5	60.10	5	60.10
家电店	57	5.43	57	5.43	61	6.93	37	6.62
汽车	5	7.03	5	7.03	6	2.79	6	2.79
<b>合计</b>	<b>444</b>	<b>521.39</b>	<b>450</b>	<b>523.48</b>	<b>461</b>	<b>540.96</b>	<b>430</b>	<b>540.80</b>

数据来源:根据公司提供的资料整理



公司是山东省零售行业龙头企业，“银座”品牌有较高的消费者认可度，在山东区域仍具有一定的区域竞争优势。根据中国连锁经营协会发布的《2021 年中国连锁百强》榜单，银座股份排名第 21 位，在山东省入围企业中排名第 1。公司在深耕山东市场的同时，继续积极围绕周边省市选址，不断延伸经营网络，进行全国化布局。截至 2021 年末，公司已在山东 16 个地级市布局，覆盖省内大部分地区。

在经营方式上，公司继续实施多业态并举、立体式发展的战略，目前涉及百货、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，百货及超市复合店仍为主要业态，2021 年百货及超市复合店销售收入为 79.49 亿元，占零售收入的比重为 56.16%。

公司百货、超市及购物中心的经营主体主要为上市子公司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”，非上市体系）。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”，2021 年以来，公司百货及超市复合店的数量及面积持续小幅下降，主要是优化长期亏损且扭亏无望门店所致。购物中心业态是公司近年来重点拓展的新型业态形式，采用“品牌专柜+大型超市”的经营方式，2021 年以来，公司拥有的已开业购物中心数量及经营面积未变化，包括济南和谐广场、临沂和谐广场、菏泽和谐广场、北京和谐广场和青岛和谐广场 5 家。

便利店以“统一银座”作为商号，经营主体为银座股份与统一超商香港控股有限公司<sup>5</sup>合资组建的山东统一银座商业有限公司，近年来便利店数量稳定在 204 家，各门店除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，均为 24 小时提供营业服务。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 2022 年 3 月末，银座家居在济南、淄博、威海、东营、临沂、滨州、青岛、潍坊等城市拥有 8 家门店，门店数量同比未发生变化。家电专业店以“银座电器”为统一商号，截至 2022 年 3 月末，公司在济南、东营、菏泽等 16 个城市拥有 57 家门店，较 2020 年末减少 4 家。汽车 4S 店的经营主体为山东银座汽车有限公司，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 5 家汽车 4S 店，通过自营及合作模式经营品牌有奥迪、一汽大众、上海大众、上海通用、斯柯达和长安马自达等；汽车销售仍采取“订货-采购-销售”的运作模式，库存规模相对较小，进销差价作为利润。2021 年以来，公司对 4S 店构成进行了调整，新开业两家店面，

<sup>5</sup> 统一超商香港控股有限公司为“7-Eleven”的运营商。





包括烟台银座悦奥汽车有限公司和济南银座悦奥行汽车有限公司，运营品牌为奥迪，另有 3 家 4S 店由控股改为参股，不再纳入合并范围。

**公司零售业仍采用多种经营模式，以联营和经销为主，同时拥有较为完善的物流配送系统，可对业务发展提供强有力支持。**

公司零售业的经营模式仍主要有联营、经销、代销和租赁四种，以联营和经销为主，2021 年以上四种模式占零售板块收入比重分别为 18.48%、69.91%、6.02% 和 5.59%。其中，联营收入占比下滑 15.85 个百分点，经销收入占比提高 12.99 个百分点，主要是执行新收入准则改变联营模式收入确认方法所致。

公司零售业商品采购仍采取统一与分散相结合的方式，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合作关系，货源供应稳定，供应商集中度较低，符合零售业经营特点。

此外，公司拥有较为完善的物流配送系统，为业务连锁经营模式扩张提供了强有力支持。截至 2022 年 3 月末，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占比分别约为 42% 和 58%。在生鲜品采购方面，为保证蔬果质优价廉，公司仍采用产地直接采购的方式，并由当地就近选择物流配送。

## （二）房地产业务

公司房地产业务仍以住宅开发为主，并逐步向房地产上下游产业延伸，拓展轻资产业务；房地产项目仍主要分布在山东省内，具有一定的区域品牌知名度；2021 年，受房地产市场下行影响，公司房地产开发签约销售金额和销售面积同比均出现下滑。

公司房地产开发主要由鲁商发展负责运营，仍以住宅开发为主，拥有房地产一级开发资质，同时，在房地产市场整体低迷背景下，持续推动从开发商向生活服务商的转型，向房地产上下游产业链延伸，拓展轻资产业务。目前，公司房地产轻资产业务涵盖康养、代建、商业管理、产业园区创新等多个细分领域。公司房地产项目主要分布在山东省内，在山东省具有一定品牌知名度。根据中国房地





产 TOP10 研究组发布的 2021 年中国房地产品牌价值研究报告，鲁商发展获得“2021 中国房地产综合开发专业领先品牌”、“2021 山东半岛城市群房地产公司品牌价值 TOP10”两项荣誉，鲁商发展子公司鲁商生活服务股份有限公司及山东省鲁商建设管理有限公司分别获得“2021 物业服务专业化运营领先品牌”荣誉和“2021 中国房地产代建领先品牌”荣誉。

**表 4 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月房地产业务经营状况**

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
开发完成投资（亿元）	10.31	80.26	121.60	147.25
开工面积（万平方米）	19.60	137.75	188.13	180.09
竣工面积（万平方米）	20.74	114.73	116.71	128.35
签约销售面积（万平方米）	7.91	137.11	167.60	125.75
签约销售额（亿元）	7.77	146.45	175.98	143.62
确认销售面积（万平方米）	10.39	126.88	121.87	97.37
确认销售收入（亿元） <sup>6</sup>	6.97	92.80	115.22	87.59
实现销售回款（亿元）	6.08	140.00	171.38	137.62
期末在建项目数量（个）	28	28	25	26

数据来源：根据公司提供资料整理

公司房地产开发根据项目不同在开发中采取自主开发及合作开发两种模式，以自主开发为主。2021 年，公司房地产开发完成投资及新开工面积同比均有较大幅度下滑，主要是受市场下行影响，控制了开发节奏。同期，签约销售金额和销售面积同比均下降 17%左右，本期销售主要集中在济南和青岛，两城市销售额合计占比约 54%。

公司房地产开发在建项目较多，未来面临较大的支出压力，同时在房地产市场下行背景下，业务发展面临一定政策及去化风险；房地产土地储备较为充足，可对未来业务持续发展提供较好支撑。

公司房地产业务形成了“鲁商城市广场”、“鲁商花园住宅”、“鲁商生态别墅”三大产品系列。“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 2022 年 3 月末，在开发项目包括青岛鲁商中心燕儿岛、泰安鲁商中心和临沂鲁商中心 3 个，规划建筑面积 178.44 万平方米，规划总投资 148.18 亿元，累计完成投资 108.70 亿元，尚需投资 39.48 亿元，项目完工日分布于 2023~2025 年。“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 2022 年 3 月末，在开发项目包括午山鲁商蓝岸丽舍、岛蓝湾运动中心等 23 个，其中 22 个项目位于山东省内，位于青岛、济南、烟台、临沂、济宁、菏泽、淄

<sup>6</sup> 表 2 房地产收入包含少量物业收入，与本表数据有差异。



博、泰安等地，省外项目 1 个，位于哈尔滨；规划建筑面积 1,252.98 万平方米，规划总投资 1,063.91 亿元，累计完成投资 735.84 亿元，尚需投资 328.07 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 2022 年 3 月末，在开发项目为鲁商国际社区和临沂知春湖项目，规划建筑面积 66.63 万平方米，规划总投资 62.00 亿元，累计完成投资 37.90 亿元，尚需投资 24.10 亿元。其中，临沂知春湖项目是鲁商发展向医药康养产业转型的探索，是公司首个养老旅游地产项目，项目位于临沂市河东区汤头镇，项目整体占地约 2,600 亩，总建筑面积约 190 万平方米。总体来看，公司在建房地产项目较多，截至 2022 年 3 月末房地产项目整体规划投资 1,274.09 亿元，累计已完成投资 882.44 亿元，尚需投资 391.65 亿元，未来仍面临较大的资金支出压力。同时，在房地产市场下行背景下，业务发展面临一定政策及去化风险。

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及房地产市场情况而定。根据鲁商发展 2021 年年报，年末鲁商发展持有待开发土地共 74.60 万平方米，规划计容建筑面积 177.24 万平方米，部分项目为合作开发模式，持有待开发土地主要分布于青岛、烟台、哈尔滨、临沂等地。

### （三）生物制药

公司在生物制药领域拥有多个知名品牌，透明质酸产能仍居全球前列；2021 年，受益于销售渠道拓展，化妆品收入同比大幅增长，同期，药品收入恢复性增长，原料及添加剂收入保持增长。

公司生物制药业务仍主要分为药品、化妆品和原料及添加剂三大类。其中，药品及化妆品主要由鲁商发展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”）负责，原料及添加剂主要由鲁商发展子公司山东焦点福瑞达生物股份有限公司（以下简称“焦点福瑞达”）和福瑞达医药下属公司山东福瑞达生物科技有限公司（以下简称“福瑞达科技”）负责。

药品方面，公司产品涵盖中药及化药制剂、生化药品，拥有施沛特、颈痛颗粒、小儿解感颗粒等多个知名品牌。截至 2022 年 3 月末，公司拥有基本药物 28 个产品，涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域，纳入国家基本药品目录的有 22 个，纳入各省增补基本药物名单的有 6 个。其中，明仁颈痛系列产品是国内首个专业治疗神经根型颈椎病的系列中成药，被列为国家重点新产品。合作医药生产商山东博士伦福瑞达制药有限公司是国内最重要的眼科药品生产基地之一，其主导的“润舒”、“润洁”滴眼液在国内市场占据重要地位，同时，玻璃酸钠系列产品研制水平较为先进，拥有的“施沛特”产品是用于骨关节炎领域关节腔注射治疗的玻璃酸钠注射液第一品牌。2021 年，随着疫情缓解，医院就诊及药店销售逐步恢复，公司药品收入同比恢复性增长，但仍未达到 2019 年水平。



**表 5 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司生物制药业务收入构成情况 (单位: 亿元、%)**

分行业	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
药品	0.90	15.05	5.41	22.69	4.98	33.69	5.99	57.68
化妆品	4.19	70.50	14.95	62.73	6.89	46.65	3.13	30.16
原料及添加剂	0.77	12.99	2.41	10.11	1.98	13.38	0.68	6.57
其他	0.09	1.45	1.06	4.46	0.93	6.29	0.58	5.60
<b>合计</b>	<b>5.95</b>	<b>100.00</b>	<b>23.83</b>	<b>100.00</b>	<b>14.77</b>	<b>100.00</b>	<b>10.39</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 根据公司提供资料整理

化妆品方面, 公司控股和参股企业拥有颐莲、善颜、瑗尔博士、伊帕尔汗等多个知名品牌。受益于线上、线下销售模式的拓展, 2021 年, 化妆品收入同比大幅增长 1.17 倍, 占生物制药收入的比重提高至 62.73%, 线下主要是开发直营店和加盟店, 线上主要是通过直播, 与抖音、快手等平台合作等加大推广力度。其中, 颐莲、瑗尔博士收入分别为 6.46 亿元和 7.44 亿元, 同比分别增长 73.08% 和 2.72 倍, 线上销售占比在 95% 以上。

原料及添加剂方面, 公司拥有全球领先的透明质酸原料生产基地, 集透明质酸研制和销售为一体, 运营主体包括焦点福瑞达和福瑞达科技, 其中焦点福瑞达现拥有透明质酸原材料 420 吨/年的产能, 产能位居全球前列<sup>7</sup>, 可生产食品级和化妆品级透明质酸, 其中约 60% 出口, 外贸出口地区主要为东亚、北美、欧盟等。福瑞达科技主要开展生物防腐剂和化妆品原料的研发、生产和销售, 包括食品添加剂、化妆品功效原料等产品。2021 年, 公司原料及添加剂收入继续保持增长。

公司生物医药产品仍主要采用经销和直销两种销售方式, 以经销为主, 已建成覆盖全国的营销网络; 2021 年, 化妆品、原料及添加剂销售量同比大幅增长, 随疫情影响减弱, 药品销售逐步恢复性增长。

公司生物制药产品主要采用经销和直销两种方式进行销售, 以经销为主。截至 2022 年 3 月末, 公司以国内大城市为中心设立了 30 多个业务办事处, 营销网络覆盖全国。从产销数据看, 2021 年, 中西药产销同比不同程度增长, 化妆品产销量同比大幅提升, 同时, 受化妆品需求带动, 原料及添加剂产销同比大幅增长。从产销率看, 西药、中成药及化妆品产销率处于高水平, 原料及添加剂产销率略低, 主要是部分产品供应内部使用。

<sup>7</sup> 资料来源: 鲁商发展 2021 年年报。

**表 6 2020~2021 年及 2022 年 1~3 月公司生物制药业务主要产品产销情况（单位：%）**

主要产品	2022 年 1~3 月			2021 年			2020 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
西药（万支）	5,611	5,282	94.14	28,257	28,605	101.23	21,331	21,027	98.57
中成药（吨）	71	56	78.62	346	336	97.04	320	308	96.35
化妆品（万个）	1,450	1,673	115.34	7,330	6,133	83.68	3,399	3,367	99.05
原料及添加剂（吨）	285	232	81.52	777	718	92.40	615	507	82.51

数据来源：根据公司提供资料整理

公司下游客户基本为经销商。2021 年，公司药品、化妆品、原料及添加剂前五大客户销售额集中度分别为 18.20%、12.96%和 44.44%，前五大客户均为经销商。公司生物制药销售的货款回收主要采用两种方式，其中 30%客户为现款销售（先款后货），70%客户可享受一个月的赊销期（一般为合作两年以上，销货额 500 万以上的客户）。总体来看，销售货款回收迅速。

生产方面，目前公司在济南、临沂、济宁、新疆伊宁等地建有 7 个生产基地，拥有西药产能 2.73 亿支/年、中成药 400 吨/年、化妆品 7,704 万个/年和原料及添加剂 799 吨/年。此外，福瑞达医药于 2019 年启动“智美科技园”项目建设，现已完成一期化妆品新厂建设，在 2021 年竣工投产。该产业园规划设计水乳、面膜、喷雾、次抛等化妆品生产线 35 条，年产值超过 40 亿元。

采购方面，公司生物制药原材料主要通过药材供应商进行采购，其中，中药材采购量占比在 50%以上，一般采用压批（收到货验收合格后再付款，如果存在质量问题可不收货直接退回）的付款方式，通常有三个月账期，结算方式主要为承兑或电汇。2021 年，公司药品、化妆品、原料及添加剂前五大供应商采购额集中度分别为 53.83%、30.04%和 59.59%，原料及添加剂供应商集中度较高且同比大幅提升。

技术研发方面，公司重视新产品和新技术的开发工作，已形成较为丰富的研究成果，截至 2022 年 3 月末，公司生物制药方面拥有 1 个国家企业技术中心、1 个院士工作站、1 个省级企业重点实验室、2 个工程实验室及 8 个省级企业技术中心/工程技术研究中心；先后承担国家、省部级重大科技专项 30 余项；获授权专利 197 项；获国家科技进步二等奖 3 项，国家科技进步三等奖 1 项，透明质酸研究开发水平国际领先<sup>8</sup>。跟踪期内，与山东大学、江南大学等高校新建 3 个研究中心，校企共建研发机构达 6 个，焦点福瑞达被山东省发展改革委认定为 2021 年山东省企业技术中心。

<sup>8</sup> 资料来源：鲁商发展 2021 年年报。



#### （四）其他业务

公司其他业务主要包括教育、文旅及传媒等。教育业务方面，公司拥有山东商业职业技术学院、青岛酒店管理职业技术学院、山东省城市服务技师学院、齐鲁医药学院等四所高校，以及山东银座英才幼儿园直管园及加盟园 300 余家，并有教育服务平台公司和企业大学各一家。2021 年，教育业务实现营业收入 13.88 亿元，同比增长 11.70%，毛利率为 35.51%。文旅业务主要由山东文旅集团有限公司（以下简称“山东文旅集团”）负责运营，2021 年实现营业收入超过 10 亿元，在其他业务收入中占比较高。截至 2022 年 3 月末，山东文旅集团注册资本 85.24 亿元，公司持有其 42.26% 股权。

### 偿债来源与负债平衡

2021 年，公司营业收入同比下降，净利润同比有所增加，期间费用规模仍较大且同比增长，信用及资产减值损失同比大幅增加，对利润形成严重侵蚀；经营性现金流保持较大规模净流入，可对利息形成覆盖，地产项目未来资金需求较大；受限资产占净资产比重仍很高，存货周转效率较低，影响资产流动性，同时其他应收款金额较大，存在一定回收风险；资产负债率较高且短期偿债压力较大。

#### （一）偿债来源

##### 1、盈利

2021 年，公司营业收入同比下降，净利润同比有所增加，但归母净利润同比转亏；期间费用规模仍较大且同比增长，信用及资产减值损失同比大幅增加，对利润形成严重侵蚀，同时投资收益规模仍较大，非经常性损益对利润稳定性的影响仍较大。

2021 年，受零售及房地产开发业务收入同比减少影响，公司营业收入同比下降 16.27%。同期，期间费用仍以销售费用和管理费用为主，期间费用规模仍较大且同比增长，对利润侵蚀影响加大，期间费用率同比大幅提高 6.09 个百分点。其中，销售费用同比增长 15.19%，主要体现为职工薪酬和广告及宣传费的增长；管理费用同比变动不大；财务费用同比有所减少。

2021 年，公司其他收益同比有所减少，仍以政府补助为主。投资收益同比变动不大，本期主要包括处置交易性金融资产获取收益 4.95 亿元（主要为处置国泰君安证券股份有限公司股票获取的收益）、权益法核算的长期股权投资收益 2.60 亿元（临沂锦琴房地产开发有限公司 0.97 亿元、山东博士伦福瑞达制药有限公司 0.69 亿元、山东鲁商资本管理有限公司 0.41 亿元）和债权投资持有期间利息收入 1.05 亿元。公允价值变动同比转为小幅亏损，主要是持有股票公允价值当期下降所致。信用减值损失同比大幅扩大，主要是应收账款规模扩大且计提坏账准备比例提高以及其他应收款同比增长计提坏账准备相应增多等原因所致。





资产减值损失也同比大幅扩大，主要是基于谨慎性原则对房地产相关的开发成本和开发产品计提了 1.88 亿元的存货跌价损失以及新增了约 1 亿元固定资产（主要对房屋及建筑物）和无形资产（主要对土地使用权）减值损失。总体来看，2021 年，公司投资收益规模仍较大，需要关注对利润稳定性的影响，同时，信用及资产减值损失同比大幅增加，对利润形成严重侵蚀。同期，由于期间费用增加及减值损失规模扩大等原因，公司营业利润同比下降 26.24%；营业外收支净额同比转正，主要是 2020 年处置亏损企业产生的营业外支出规模较大。利润总额同比小幅下降，净利润同比有所增加，但当期归母净利润发生亏损。

**表 7 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）**

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	61.49	298.96	357.05	397.67
营业成本	38.69	205.42	273.53	314.85
毛利率	37.07	31.29	23.39	20.83
期间费用	19.82	80.71	74.66	67.03
其中：销售费用	12.46	49.55	43.01	41.66
管理费用	3.64	18.61	18.23	14.18
财务费用	3.08	9.55	11.30	9.72
期间费用率	32.24	27.00	20.91	16.85
其他收益	0.20	1.53	1.81	0.78
投资收益	0.48	8.54	8.67	6.61
公允价值变动收益	-0.03	-0.45	3.23	0.27
信用减值损失	0.00	-4.40	-0.72	-0.13
资产减值损失	-0.05	-3.02	-0.68	-2.71
营业利润	2.23	7.81	10.59	11.46
营业外收入	0.14	1.39	0.60	0.46
营业外支出	0.19	0.79	2.49	0.78
利润总额	2.18	8.41	8.70	11.14
所得税费用	1.15	5.57	6.27	4.59
净利润	1.03	2.84	2.42	6.55
归属于母公司所有者的净利润	0.46	-0.65	2.67	3.89
少数股东损益	0.57	3.49	-0.25	2.66
总资产报酬率	0.60	1.35	1.58	1.84
净资产收益率	0.41	1.13	1.08	3.30

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年 1~3 月，公司营业收入同比小幅下降 5.58%，毛利率同比提高 2.21 个百分点；期间费用同比略有增加，期间费用率同比有所提升；非经常性损益主要科目同比变动不大；营业利润、利润总额及净利润同比分别下降 18.50%、21.07% 和 29.49%。



## 2、现金流

2021 年，公司经营性现金流保持较大规模净流入，可对利息形成覆盖，投资性现金流净流出规模继续收窄；地产项目未来资金需求较大，存在较大的支出压力。

2021 年，公司经营性净现金流同比变动不大，保持较大规模净流入，可对利息形成覆盖；现金回笼率为 123.28%，仍处于很高水平，收入实现质量较高。同期，投资性现金流的净流出规模继续收窄。2022 年 1~3 月，公司经营性现金流的净流入规模同比减少 4.38 亿元；投资性现金流同比保持净流入。

**表 8 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司现金流偿债指标情况**

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
经营性净现金流（亿元）	6.87	38.56	39.92	19.12
投资性净现金流（亿元）	6.12	-4.72	-7.75	-9.50
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.81	1.32	1.14	0.67
经营性净现金流/流动负债（%）	0.79	4.58	5.46	3.06
经营性净现金流/总负债（%）	0.65	3.81	4.46	2.39

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目仍为齐鲁医药学院新校区项目和福瑞达健康护理用品产业园项目，两个项目规划投资共 10.80 亿元，已累计完成投资 3.90 亿元，尚需投资 6.90 亿元，建设周期分别为 2020~2026 年和 2020~2023 年。同期，目前房地产在建项目规划总投资 1,274.09 亿元，尚需投资 391.65 亿元。总体来看，公司房地产项目未来资金需求较大，存在较大的支出压力。

## 3、债务收入

公司债务融资以银行借款和发行债券为主，金融机构授信仍较充足；2021 年以来，公司筹资性现金流持续净流出。

公司融资渠道以银行借款和发行债券为主。截至 2022 年 3 月末，公司共获得金融机构授信 458.13 亿元<sup>9</sup>，同比减少约 10 亿元，尚未使用授信额度 195.19 亿元，同比增加 27.96 亿元，未使用的授信额度仍较充足。同时，公司在公开市场发行过多期债券且合并范围内有 2 家上市子公司，直接融资渠道通畅。2021 年及 2022 年 1 月至 6 月 15 日，公司共发行 27 只债券，募集资金 120.40 亿元，发行债券品种基本为超短期融资券，发行利率在 5.8%~6.8%。

<sup>9</sup> 此部分仅统计在银行的短期借款、长期借款及部分非标业务授信额度，发行债券、应付票据等为专项授信，未在统计范围内。



**表 9 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司债务融资情况分析 (单位: 亿元)**

财务指标	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
筹资性现金流入	120.10	488.91	554.61	375.75
借款所收到的现金	116.24	406.17	472.83	191.12
发行债券收到的现金	-	-	-	155.12
筹资性现金流出	136.94	529.63	563.75	369.87
偿还债务支付的现金	129.19	446.50	456.04	333.05
<b>筹资性净现金流</b>	<b>-16.83</b>	<b>-40.72</b>	<b>-9.14</b>	<b>5.88</b>

数据来源: 根据公司提供资料整理

2021 年以来, 公司筹资性现金流持续净流出, 主要是公司根据自身资金需求和金融市场利率走势适时对债务规模进行了调整。

#### 4、外部支持

山东省国资委作为公司股东在资产划拨方面给予公司较大支持; 公司受托管理多家事业单位并纳入合并报表范围内, 扩大了公司资产规模并可为业务发展提供人才支持, 同时可持续获得一定财政补助, 对偿债来源形成补充。

公司是山东省国资委下属的国有企业, 2016 年被山东省国资委定位为国有资本投融资、产业整合及创业投资主体, 是山东省人民政府重点培育的产业集团之一, 在资产划拨方面可获得政府较大支持。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) 的基础上组建成立, 并由国欣文旅整合公司、山东省鲁信投资控股集团有限公司、山东黄金集团有限公司、山东能源集团有限公司、山东国惠等省属企业的优质文旅资产。2020 年末, 国欣文旅注册资本由 5 亿元增加至 82.27 亿元, 公司持股比例 44%, 纳入公司合并报表范围; 2022 年 1 月, 国欣文旅注册资本再增加至 85.24 亿元, 并更名为山东文旅集团。截至 2022 年 3 月末, 公司持有山东文旅集团 42.46% 股权。山东文旅集团经营业务涵盖吃、住、行、游、娱、购等多领域, 在全国拥有中高端及连锁酒店 12 个品牌、300 余家, 拥有 5A 级景区两个、4A 级景区两个。此外, 公司受托代管山东商业职业技术学院等 5 家事业单位且纳入合并报表范围, 扩大了公司资产规模并可为业务发展提供人才支持; 受山东省国资委委托, 对山东世界贸易中心、山东省林工商投资有限公司和青岛海景 (国际) 大酒店发展有限公司等 3 家企业进行管理。

政府补助方面, 政府每年给予公司一定的财政扶持, 对偿债来源形成补充。2021 年, 公司获得的计入营业外收入的政府补助 673.28 万元, 计入其他收益的政府补助 1.23 亿元, 两项合计同比略有减少。





## 5、可变现资产

2021 年末，公司总资产保持增长，仍以流动资产为主；2022 年 3 月末，受限资产规模很大，占净资产比重仍很高，存货规模较大且周转效率较低，影响资产流动性和再融资能力；其他应收款金额较大，对资金形成一定占用。

2021 年末，公司总资产同比增长 13.12%，仍以流动资产为主。2022 年 3 月末，公司资产规模与 2021 年末相比变动不大，流动资产占比为 69.45%。

**表 10 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）**

项目	2022 年 3 月末		2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产合计</b>	<b>903.67</b>	<b>69.45</b>	<b>928.19</b>	<b>69.92</b>	<b>848.87</b>	<b>72.33</b>	<b>769.73</b>	<b>74.09</b>
货币资金	133.65	10.27	150.56	11.34	134.86	11.49	106.75	10.28
交易性金融资产 <sup>10</sup>	52.21	4.01	59.97	4.52	-	-	-	-
其他应收款	77.01	5.92	77.86	5.86	64.39	5.49	64.72	6.23
存货	523.85	40.26	520.00	39.17	500.27	42.63	472.70	45.50
其他流动资产	70.07	5.39	72.93	5.49	19.06	1.62	24.54	2.36
<b>非流动资产合计</b>	<b>397.49</b>	<b>30.55</b>	<b>399.40</b>	<b>30.08</b>	<b>324.69</b>	<b>27.67</b>	<b>269.20</b>	<b>25.91</b>
投资性房地产	121.42	9.33	121.42	9.15	69.88	5.95	66.53	6.40
固定资产	116.90	8.98	116.64	8.79	100.97	8.60	92.56	8.91
无形资产	21.20	1.63	22.02	1.66	50.85	4.33	24.03	2.31
商誉	20.83	1.60	20.83	1.57	20.87	1.78	19.20	1.85
使用权资产	40.84	3.14	41.77	3.15	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>1,301.16</b>	<b>100.00</b>	<b>1,327.59</b>	<b>100.00</b>	<b>1,173.57</b>	<b>100.00</b>	<b>1,038.93</b>	<b>100.00</b>

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、货币资金、其他应收款、交易性金融资产和其他流动资产构成。2021 年末，公司存货同比小幅增长，仍主要由开发成本和开发产品构成，分别为 375.66 亿元和 137.49 亿元，期末累计计提存货跌价准备/合同履约成本减值准备 1.97 亿元，同比增加 1.89 亿元，主要是基于谨慎性原则对房地产相关的开发成本和开发产品新计提了 1.88 亿元的损失准备。货币资金同比保持增长，仍以银行存款和其他货币资金为主，期末银行存款 89.61 亿元，其他货币资金 59.77 亿元；受限货币资金 56.51 亿元，主要包括各类保证金 37.88 亿元、定期存款或通知存款 10.60 亿元，受限资金占比较高。其他应收款同比增长 20.92%，剔除应付利息和股利后的其他应收款账面余额 90.34 亿元，主要为土地保证金、与其他单位的往来款以及与未纳入合并范围的受政府委托代管企业的往来款，其中，1 年以内账龄款项占比 79.15%，1 至 2 年账龄款项占比 10.93%，3 年及以上账龄款项占比 9.92%；累计计提坏账准备 12.56 亿元；按欠款方归集的

<sup>10</sup> 2020 年 12 月 31 日，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，由于执行新金融工具准则，2021 年 1 月 1 日，将此类资产纳入交易性金融资产科目核算。



期末余额前五名其他应收款账面余额 10.89 亿元，占比 12.06%。总体来看，公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用，存在一定回收风险。交易性金融资产规模同比变动不大，仍主要为理财产品。其他流动资产由 19.06 亿元增加至 72.93 亿元，主要是当期新增了 49.89 亿元的预付充值卡。2022 年 3 月末，公司流动资产与 2021 年末相比变动不大，其中货币资金下降 11.24%，交易性金融资产下降 12.93%，流动资产其他主要科目与 2021 年末相比变动不大。

**表 11 2021 年末公司其他应收款前五大单位期末余额情况（单位：亿元、%）**

客户名称	期末余额	款项类型	账龄	占比	坏账准备余额	是否关联方
华润置地控股有限公司	3.46	合作方经营往来款	1 年以内	3.84		非关联
锦州滨海新区管理委员会	2.34	往来款	1 至 2 年	2.59	1.22	非关联
临沂万顺和管理咨询企业有限公司	1.95	合作方经营往来款	1 年以内	2.16	-	非关联
万科企业股份有限公司	1.62	合作方经营往来款	1 年以内	1.80	-	非关联
济宁瑞和置业发展有限公司	1.52	合作方经营往来款	1 年以上	1.68	-	非关联
<b>合计</b>	<b>10.89</b>	-	-	<b>12.06</b>	<b>1.22</b>	-

数据来源：根据公司提供资料整理

从资产运营效率来看，2021 年，公司存货周转天数为 894.02 天，同比拉长 253.75 天，周转效率下降；应收账款周转天数为 12.86 天。2022 年 1~3 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 1,214.05 天和 17.62 天。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、使用权资产、无形资产和商誉构成。2021 年末，公司投资性房地产同比增长 73.75%，主要是山东文旅集团原计入无形资产的土地使用权，由于变更用途，对外出租，转入投资性房地产计量，以及其他资产转入投资性房地产所致，同期，无形资产同比减少 28.83 亿元，无形资产仍以土地使用权为主。固定资产同比增长 15.52%，主要是本期通过购置、企业合并、在建工程完工转入及其他转入等途径使房屋及建筑物账面原值增加了 31.87 亿元，固定资产仍主要由房屋及建筑物构成。使用权资产为 2021 年 1 月 1 日执行《企业会计准则第 21 号-租赁》新增科目，期末余额 46.98 亿元，其中房屋及建筑物 45.57 亿元。商誉规模及结构同比基本未发生变化。此外，公司存在 8.15 亿元的发放贷款及垫款，主要客户为中小微企业和个人，其中对公贷款和垫款账面余额 8.08 亿元；按担保方式分，信用贷款占比 18.22%，保证贷款占比 2.24%，附担保物的贷款占比 79.54%。2022 年 3 月末，公司非流动资产规模及结构与 2021 年末相比变动均很小。



从资产受限情况看，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产 208.70 亿元，占总资产比重 16.04%，占净资产比重 82.98%，其中受限存货 132.68 亿元、货币资金 42.30 亿元、固定资产 17.49 亿元。整体来看，公司受限资产规模很大，占净资产比重仍很高，影响资产流动性和再融资能力。此外，截至 2022 年 3 月末，公司持有银座股份 25.48% 股权，无质押或冻结情况；持有鲁商发展 52.00% 股权，持有股份中 0.93 亿股处于质押状态，占公司持有股份数量的 17.72%。

## （二）债务及资本结构

2021 年末，公司负债规模保持增长，仍以流动负债为主，资产负债率持续处于较高水平。

2021 年末，公司总负债同比增长 13.59%，债务结构仍以流动负债为主；2022 年 3 月末总负债较 2021 年末变动不大。2021 年以来，公司资产负债率稳定，但持续处于较高水平。

**表 12 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债构成（单位：亿元、%）**

项目	2022 年 3 月末		2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债合计</b>	<b>859.21</b>	<b>81.86</b>	<b>879.57</b>	<b>81.66</b>	<b>804.36</b>	<b>84.82</b>	<b>656.84</b>	<b>78.14</b>
短期借款	167.70	15.98	158.80	14.74	154.72	16.32	139.76	16.63
应付账款	99.06	9.44	104.68	9.72	101.45	10.70	91.62	10.90
应付票据	70.05	6.67	71.64	6.65	69.03	7.28	57.78	6.87
合同负债	239.14	22.78	238.45	22.14	186.00	19.61	164.36	19.55
其他应付款	170.44	16.24	167.87	15.59	87.89	9.27	70.43	8.38
一年内到期的非流动负债	77.33	7.37	90.17	8.37	156.40	16.49	98.18	11.68
其他流动负债	17.59	1.68	17.67	1.64	7.27	0.77	5.46	0.65
<b>非流动负债合计</b>	<b>190.46</b>	<b>18.14</b>	<b>197.56</b>	<b>18.34</b>	<b>143.90</b>	<b>15.18</b>	<b>183.76</b>	<b>21.86</b>
长期借款	62.09	5.91	68.38	6.35	79.48	8.38	84.16	10.01
应付债券	61.89	5.90	61.64	5.72	39.25	4.14	70.46	8.38
长期应付款	9.92	0.94	10.36	0.96	17.10	1.80	20.77	2.47
租赁负债	47.41	4.52	47.11	4.37	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>1,049.66</b>	<b>100.00</b>	<b>1,077.14</b>	<b>100.00</b>	<b>948.27</b>	<b>100.00</b>	<b>840.59</b>	<b>100.00</b>
<b>资产负债率</b>		<b>80.67</b>		<b>81.13</b>		<b>80.80</b>		<b>80.91</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债分布较为分散，包括合同负债、其他应付款、短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债、应付票据和其他流动负债等。2021 年末，公司合同负债同比增长 28.20%，其中预收房产项目款 218.73 亿元。其他应付款同比增长 91.01%，主要是新增大量的预付充值卡款项，与其他流动资产中预付充值卡相对应。应付账款及应付票据同比小幅增长，仍主要是应付采购款和应付工程



款。一年内到期的非流动负债同比下降 42.35%，仍主要由一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款等构成。其他流动负债同比增长 1.43 倍，主要是待转销项税增长所致。2022 年 3 月末，公司流动负债较 2021 年末小幅减少，其中一年内到期的非流动负债下降 14.24%，流动负债其他主要科目与 2021 年末相比变动不大。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、租赁负债和长期应付款构成。2021 年末，公司长期借款同比有所下降，仍主要由保证借款、抵押借款和抵押+保证借款构成；应付债券同比增长 57.03%，主要是本期新发行了多期美元债；长期应付款同比下降 39.40%，主要是偿还了较多融资租赁款；租赁负债为 2021 年 1 月 1 日执行《企业会计准则第 21 号-租赁》新增科目，期末余额 47.11 亿元。2022 年 3 月末，公司非流动负债规模及结构与 2021 年末相比变动均很小。

2021 年以来，公司总有息债务规模持续减少，但整体有息债务规模仍较大，同时，短期有息债务占比仍较高，仍存在较大的短期偿债压力。

2021 年以来，公司总有息债务规模持续减少，主要体现为一年内到期的非流动负债的减少，有息债务占总负债的比重持续下降，但整体有息债务规模仍较大，存在一定的债务压力。从期限结构来看，截至 2022 年 3 月末，公司短期有息债务占比仍较高，仍存在较大的短期偿债压力。

**表 13 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司有息债务情况<sup>11</sup> (单位: 亿元、%)**

项目	2022 年 3 月末	2021 年末	2020 年末	2019 年末
短期有息债务	315.98	327.70	381.37	296.01
长期有息债务	180.46	185.49	173.61	234.50
<b>总有息债务</b>	<b>496.44</b>	<b>513.19</b>	<b>554.98</b>	<b>530.50</b>
短期有息债务/总有息债务	63.65	63.86	68.72	55.80
总有息债务/总负债	47.30	47.64	58.53	63.11

数据来源：根据公司提供资料整理

公司对外担保及诉讼形成的或有负债规模小，或有风险低。

2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 0.96 亿元，均为下属房地产公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保。同期，公司作为被告的重要未决诉讼共 3 项，涉案金额 8,462 万元。

2021 年以来，公司所有者权益保持增长，其中少数股东权益和其他权益工具规模较大，不利于权益结构稳定性。

2021 年末，公司所有者权益为 250.45 亿元，同比增长 11.16%，主要由少数股东权益、其他权益工具、实收资本、资本公积和未分配利润构成。其中，实收

<sup>11</sup> 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，公司长期有息债务中包含计入其他权益工具中的永续债，分别为 59.10 亿元、38.60 亿元、46.60 亿元和 46.60 亿元。





资本为 20.97 亿元，由于减少 2 家纳入合并范围的事业单位，实收资本同比减少 43.07 万元。其他权益工具 46.60 亿元，同比增加 8 亿元，均为永续债。资本公积 24.36 亿元，同比增加 14.36 亿元，主要是北京泰山饭店股权评估增值形成资本公积 10.85 亿元以及引入战略投资者溢价增资增加 2.97 亿元。未分配利润 7.71 亿元，同比减少 11.42 亿元，其中会计政策变动调减 3.14 亿元、合并范围变动减少 2.88 亿元、利润分配减少 3.64 亿元。少数股东权益 138.62 亿元，同比增加 9.19 亿元，占所有者权益的 55.35%，仍处于较高水平。总体来看，公司所有者权益中少数股东权益和其他权益工具规模较大，不利于权益结构稳定性。2022 年 3 月末，公司所有者权益规模和结构与 2021 年末相比变动很小。

**2021 年，公司 EBITDA 对利息的覆盖能力仍较弱；经营性现金流保持较大规模净流入，银行授信额度仍较充足；受限资产占净资产比重仍很高，存货周转效率较低；有息债务规模仍较大且短期债务占比较高，存在较大的短期偿债压力。**

2021 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.90 倍，同比小幅下滑。公司流动性偿债来源以盈利、经营性净现金流和债务收入为主。2021 年，公司营业利润同比下降 26.24%，净利润同比有所增加，经营性现金流保持较大规模净流入，可对利息形成覆盖；银行授信额度仍较充足。2021 年末，公司流动比率和速动比率分别为 1.06 倍和 0.46 倍，同比基本持平，流动资产对流动负债的覆盖能力较弱。

公司清偿性来源为可变现资产。2021 年末，公司总资产保持增长，仍以流动资产为主，但受限资产规模很大，占净资产比重仍很高，存货周转效率较低，影响资产流动性。截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率仍处于较高水平，有息债务规模仍较大且短期有息债务占比较高，存在较大的短期偿债压力。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司资产负债率分别为 81.13%和 80.67%，债务资本比率分别为 67.20%和 66.37%。

## 评级结论

综合来看，公司抗风险能力很强，偿债能力很强。跟踪期内，公司仍主要从事现代零售、房地产开发和生物制药业务，同时开展教育、文旅及传媒等其他业务，多元化经营格局利于扩大经营规模和分散业务风险；公司是山东省零售行业龙头企业，“银座”品牌市场认可度高，仍具有一定的区域竞争优势；2021 年以来，化妆品、原料及添加剂产销量持续大幅增长，药品类产销受疫情影响减弱，产销逐步恢复，生物制药对业绩的贡献持续提升；山东省国资委作为公司股东在资产划拨方面给予公司较大支持，同时公司受托管理多家事业单位并纳入合并报表范围内，扩大了公司资产规模并可为业务发展提供人才支持。但 2021 年公司营业收入同比下降，信用及资产减值损失同比大幅增加，对利润形成严重侵蚀，同时投资收益规模仍较大，非经常性损益对利润稳定性的影响仍较大；房地产在



建项目较多，未来面临较大的支出压力，同时在房地产市场下行背景下，业务发展面临一定政策及去化风险；2022 年 3 月末，公司受限资产规模很大，占净资产的比重仍很高，同时存货周转效率较低，影响资产流动性和再融资能力；同期，有息债务规模仍较大且短期有息债务占比较高，存在较大的短期偿债压力。

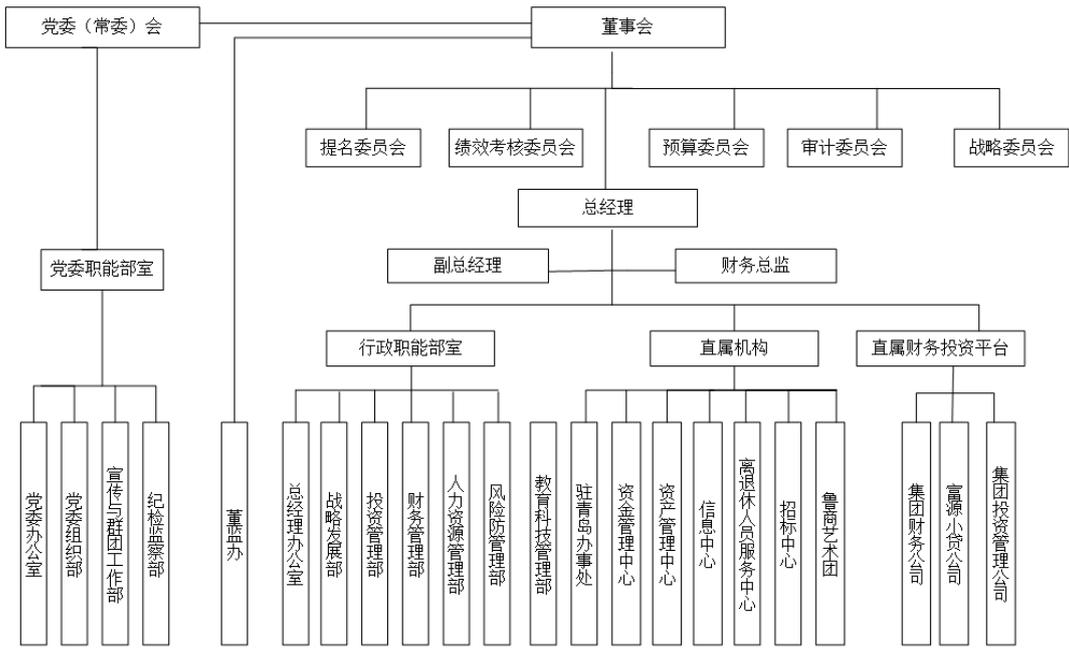
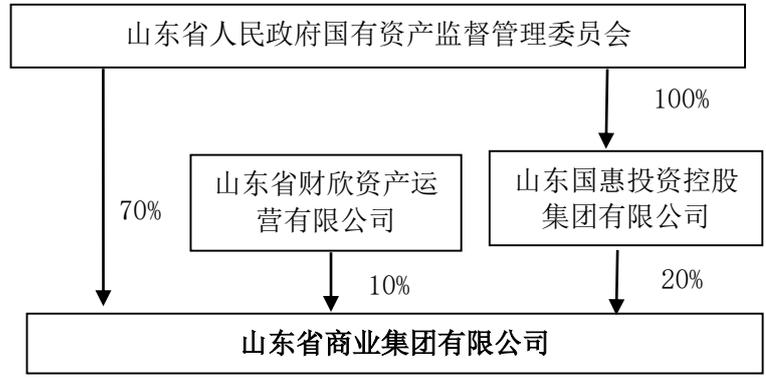
综合分析，大公对公司“16 鲁商 01”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。





### 附件 1 公司治理

1-1 截至 2022 年 3 月末山东省商业集团有限公司股权结构图及组织结构图



数据来源：根据公司提供资料整理



## 附件 2 山东省商业集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2022 年 1~3 月 (未经审计)	2021 年	2020 年 (经追溯)	2019 年 (经追溯)
流动资产合计	9,036,739	9,281,894	8,488,728	7,697,297
非流动资产合计	3,974,872	3,993,990	3,246,928	2,691,982
资产总计	13,011,611	13,275,884	11,735,656	10,389,279
流动负债合计	8,592,052	8,795,747	8,043,642	6,568,355
非流动负债合计	1,904,557	1,975,621	1,439,016	1,837,577
负债合计	10,496,609	10,771,368	9,482,658	8,405,932
总有息债务	4,964,419	5,131,904	5,549,827	5,305,014
所有者权益合计	2,515,002	2,504,516	2,252,998	1,983,348
营业收入	614,875	2,989,575	3,570,548	3,976,718
净利润	10,308	28,400	24,242	65,525
经营活动产生的现金流量净额	68,669	385,599	399,216	191,236
投资活动产生的现金流量净额	61,205	-47,240	-77,531	-94,965
筹资活动产生的现金流量净额	-168,341	-407,249	-91,419	58,800
毛利率 (%)	37.07	31.29	23.39	20.83
营业利润率 (%)	3.63	2.61	2.96	2.88
总资产报酬率 (%)	0.60	1.35	1.58	1.84
净资产收益率 (%)	0.41	1.13	1.08	3.30
资产负债率 (%)	80.67	81.13	80.80	80.91
债务资本比率 (%)	66.37	67.20	71.13	72.79
流动比率 (倍)	1.05	1.06	1.06	1.17
速动比率 (倍)	0.44	0.46	0.43	0.45
存货周转天数 (天)	1,214.05	894.02	640.27	495.68
应收账款周转天数 (天)	17.62	12.86	9.05	7.65
经营性净现金流/流动负债 (%)	0.79	4.58	5.46	3.06
经营性净现金流/总负债 (%)	0.65	3.81	4.46	2.39
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.81	1.32	1.14	0.67
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	0.90	1.09	1.04
现金回笼率 (%)	175.42	123.28	121.28	106.68
担保比率 (%)	0.38	0.39	0.43	0.64





## 附件 3 主要指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率 (%)	$(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
EBITDA 利润率 (%)	$\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率 (%)	$\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
现金回笼率 (%)	$\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
债务资本比率 (%)	$\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
总有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
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)
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营性净现金流 / 流动负债 (%)	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
经营性净现金流 / 总负债 (%)	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
存货周转天数 <sup>12</sup>	$360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
应收账款周转天数 <sup>13</sup>	$360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
现金比率 (%)	$(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
扣非净利润	净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
可变现资产	总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数 (倍)	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	$\text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

<sup>12</sup> 一季度取 90 天。<sup>13</sup> 一季度取 90 天。



## 附件 4 信用等级符号和定义

### 4-1 一般主体评级信用等级符号及定义

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，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，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，信用等级下调的可能性较大。

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。

### 4-2 中长期债项信用等级符号及定义

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。

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。

