



# 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2021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
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
偿债能力



## 信用等级公告

大公报 SDB【2021】058 号

大公国际资信评估有限公司通过对山东省商业集团有限公司及“16 鲁商 01”、“18 鲁商 02”的信用状况进行跟踪评级，确定山东省商业集团有限公司的主体长期信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定，“16 鲁商 01”、“18 鲁商 02”的信用等级维持 AA+。

特此通告。



大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任：席宁

二〇二一年六月二十七日



## 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+	2020.6
18鲁商02	14	3	AA+	AA+	2020.6

## 主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	1,219	1,174	1,039	941
所有者权益	221.19	225.30	198.33	184.35
总有息债务	527.72	554.95	530.50	496.95
营业收入	65.12	357.05	397.67	378.73
净利润	1.46	2.42	6.55	3.95
经营性净现金流	11.25	39.92	19.12	28.46
毛利率	34.87	23.39	20.83	21.03
总资产报酬率	0.59	1.58	1.84	1.61
资产负债率	81.86	80.80	80.91	80.41
债务资本比率	70.46	71.12	72.79	72.94
EBITDA 利息保障 倍数(倍)	-	1.09	1.04	1.64
经营性净现金流 /总负债	1.16	4.46	2.39	3.88

注: 公司提供了 2020 年及 2021 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 2020 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 2018 年和 2019 年财务数据分别采用 2019 年和 2020 年审计报告期初数。公司 2021 年 1~3 月财务报表未经审计。公司下属两家上市公司自 2020 年 1 月 1 日起执行财政部于 2017 年发布了《企业会计准则第 14 号—收入》。

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,在山东市场具有一定的竞争优势,零售店面数量保持增长,生物制药规模快速提升,股东支持力度较大;但房地产开发未来资金需求较大,净利润明显下滑且对非经常性损益依赖度仍较高,受限资产占净资产比重很高,存货周转效率低,同时债务负担较重且面临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,有利于分散单一业务带来的经营风险;
- 公司仍是山东省零售行业龙头企业,“银座”品牌市场认可度高,在山东市场具有一定的竞争优势;
- 公司仍采用多种业态发展零售业务,2020 年以来,零售店面数量保持增长,仍具有一定的规模优势;
- 2020 年以来,化妆品、原料及添加剂产销量持续大幅增长,药品产销快速从疫情中恢复,生物制药业务规模快速提升;
- 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且有利于提升市场形象,此外,公司每年可以获取一定的政府补助,对偿债来源形成补充。

### 主要风险/挑战:

- 2020 年,受疫情及减免租金影响,公司零售业绩大幅下滑,同期净利润明显下滑且对投资收益、公允价值变动损益等非经常性损益依赖度仍然较高;
- 截至 2021 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;
- 截至 2021 年 3 月末,公司受限资产规模大,占净资产的比重很高,同时存货周转效率低,对资产流动性造成一定不



利影响；

- 公司资产负债率仍处于较高水平，有息债务规模仍较大且占总负债比重高，短期债务集中，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-LS-2020-V. 3. 1，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：偿债环境（12%）</b>	<b>4.74</b>
（一）宏观环境	5.01
（二）行业环境	4.20
（三）区域环境	5.00
<b>要素二：财富创造能力（58%）</b>	<b>5.45</b>
（一）产品与服务竞争力	5.88
（二）盈利能力	4.62
<b>要素三：偿债来源与负债平衡（30%）</b>	<b>3.76</b>
（一）债务状况	3.76
（二）流动性偿债来源	4.20
（三）清偿性偿债来源	1.34
<b>调整项</b>	<b>0.20</b>
<b>主体信用等级</b>	<b>AA+</b>

调整项说明：政府支持上调 0.20，理由为公司实际控制人是山东省国资委，在资产划拨方面给予公司较大支持；此外，政府每年给予公司一定的财政扶持，2020 年获得的计入营业外收入的政府补助 0.12 亿元，计入其他收益的补助 1.76 亿元。

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

## 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+	2020/06/24	于鸣宇、牛林祥、温静	零售企业信用评级方法(V. 3. 1)	点击阅读全文
	18 鲁商 02	AA+				
AA+/稳定	18 鲁商 02	AA+	2018/10/31	肖尧、崔爱巧、牛林祥	大公零售企业信用评级方法	点击阅读全文
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）	点击阅读全文



## 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，评级对象与大公、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义务以及诚信义务，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/发布方负责。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。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、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续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。



## 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,大公对受评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:

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
18 鲁商 02	14.00	14.00	2018.11.16~ 2021.11.16	偿还公司债务	已按募集资金要求使用

数据来源: 根据公司提供资料整理

## 发债主体

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。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 36,600.00 万元及享有的权益 (占总股本 30.00%) 划转至山东省社会保障基金理事会 (以下简称“山东社保基金”) 持有。2018 年 5 月, 山东社保基金将所持有的公司 20.00% 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”), 此部分股权由山东省国资委履行出资人职责。公司经改制、更名、收并购以及山东省国资委、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, 截至 2021 年 3 月末, 公司注册资本为 12.20<sup>1</sup> 亿元, 山东省国资委、山东国惠、山东社保基金的持股比例分别为 70%、20% 和 10%, 山东省国资委仍为公司控股股东和实际控制人。

公司主要从事现代零售业、房地产和生物制药业务, 同时开展教育、文旅及传媒等其他业务, 控股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 (原鲁商置业股份有限公司, 以下简称“鲁商发展”, 证券代码 600223.SH) 两家上市公司。截至 2021 年 3 月末, 公司纳入合并范围的二级子公司共 41 家, 其中全资及控股子公司 34 家, 纳

<sup>1</sup> 截至 2021 年 3 月末, 公司实收资本为 20.98 亿元, 除股东直接投资 12.20 亿元外, 其余为山东省财政厅向公司未持股但纳入公司合并范围代管的 7 家事业单位的资本金拨款。



入合并范围的事业单位 7 家。

公司根据《公司法》及相关法律、法规的规定，建立了较为规范的法人治理结构，设立股东会、董事会、监事会和党委会。股东会是公司的权利机构。董事会是公司的决策机构，由 7 名董事组成，其中执行董事 3 名、外部董事 3 名、职工董事 1 名，设董事长 1 名，由山东省人民政府任免。公司设监事会，由 5 名监事组成，其中职工监事 2 名，股东监事 2 名，由山东省国资委提名，专职监事 1 名，由股东协商提名。公司设总经理 1 名，实行董事会领导下的总经理负责制。总体来看，公司管理体制健全，治理结构较为完善。

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 2021 年 6 月 3 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；相关还款责任中存在关注类余额 2.00 亿元，款项到期日 2022 年 2 月 23 日，形成原因是子公司山东银座商城股份有限公司（以下简称“银座商城”）资产负债率超过了国家开发银行股份有限公司山东省分公司要求，因此相关款项被列入关注类。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

2020 年，我国经济逐步克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，主要指标恢复性增长；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为零售行业提供了持续发展动力，但近年来零售行业增速放缓；房地产行业始终面临一定的宏观调控政策风险，房地产行业融资渠道不断收紧，面临一定的融资压力。

### （一）宏观政策环境

2020 年，我国经济逐步克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，主要指标恢复性增长，经济总量首次突破百万亿元，并成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，预计在新发展格局下我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

面对突如其来的新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）和复杂多变的国内外环境，全国上下统筹推进疫情防控和经济社会发展各项工作，在一系列宏观调控政策作用下，2020 年我国经济运行稳步复苏，并成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。根据国家统计局初步核算，2020 年我国国内生产总值（以下简称“GDP”）达到 101.60 万亿元，经济总量首次突破百万亿元大关，按可比价格计算，同比增长 2.3%。其中，一季度同比下降 6.8%，二季度同比增长 3.2%，三季度同比增长 4.9%，四季度同比增长 6.5%。2021 年一季度，我国经济复苏进程整



体稳健，GDP 同比增速高达 18.3%；环比增长 0.6%；两年平均增速 5.0%<sup>2</sup>。

2021 年，疫情发展变化以及外部环境的不确定性仍将对经济复苏形成一定制约，但在科学精准的宏观调控政策支持下，预计我国将能够高质量完成《政府工作报告》中设定的经济增长、就业、物价等预期目标。与此同时，面对后疫情时代，党的十九届五中全会提出加快构建以“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局，这是党中央在全面统筹国内国际两个大局基础上做出的重大部署，也将成为“十四五”期间经济转型的重要战略。这种以创新驱动发展、激发内需潜力、提升有效供给、扩大高水平对外开放为重点的中长期发展模式，同以扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务的短期跨周期模式有序结合，将共同推动我国经济的高质量发展。

## （二）行业环境

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为零售行业提供了持续发展的动力，但近年来零售行业增速放缓；疫情对不同零售业态的影响存在差异，超市、网络零售销售额保持增长，百货、购物中心等大幅下滑。

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。2020 年，受疫情影响，全社会消费品零售额累计增速呈现前低后高态势，全年累计实现 39.20 万亿，同比下降 3.90%。

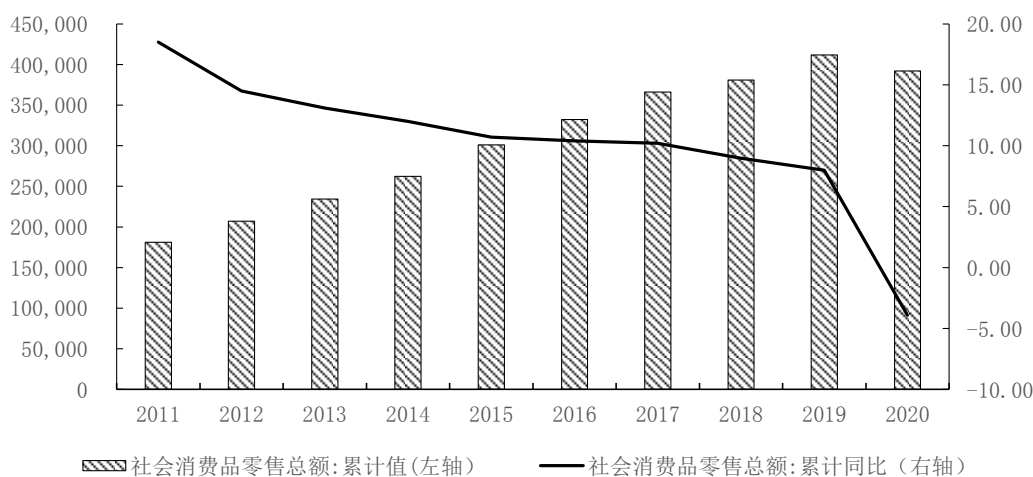


图 1 2011 年以来我国社会消费品零售总额及累计同比情况（单位：亿元、%）

数据来源：Wind

<sup>2</sup> 两年平均增速是指以 2019 年相应同期数为基数，采用几何平均的方法计算的增速。



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。根据国家统计局数据，2020 年末我国大陆总人口达到 14.12 亿人，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。2018~2019 年，全国居民人均可支配收入实际增速分别为 6.5% 和 5.8%，全国居民人均消费性支出实际增速分别为 6.2% 和 5.5%。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。此外，从人均消费性支出绝对额看，城镇居民人均消费性支出远高于农村居民，未来城镇化的持续推进也将对消费提升形成支撑。

2020 年以来，疫情对国内消费市场产生较大冲击，但随着国内疫情防控形式不断向好，我国消费市场稳步复苏。同时，疫情对零售行业不同业态的影响有所分化。对于超市类，其以生鲜食品和日用品为主，属于必需消费品，加之疫情影响下囤货行为增加，因此疫情促进了此类业态销售的增长。百货和购物中心类以可选消费品为主，疫情致使此类业态的客流量减少，需求受到抑制，销售额受到较大冲击，目前国内疫情已经得到较好控制，对此类业务影响大幅减弱。电商类业态近年来发展迅速，疫情之下其购物便捷性、无接触性等优势更为突出，助推此类业态销售额占比进一步扩大。

**近年来网络购物规模快速扩大，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，零售市场线上线下融合发展趋势不断加强。**

近年来，网络购物作为一种新兴消费方式，规模迅速扩大，对传统销售模式构成冲击。2020 年，疫情之下居家消费需求明显提升，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、线上健身等新模式快速发展，根据国家统计局发布数据，全年实物商品网上零售额达到 9.8 万亿元，逆势增长 14.8%，占全社会消费品零售总额的比重达到 24.9%，同比提高 4.2 个百分点。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 年初，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

房地产作为政策敏感性行业始终面临一定的政策风险；近年来房地产行业融资渠道不断收紧，房企面临一定的融资压力；受疫情影响，2020 年一季度房地产市场成交压力较大，二季度以来逐步恢复，全年销售额同比有所增长。

房地产行业属于政策敏感性行业，其受宏观调控及部分城市调控政策的影响较大。近年来，中央及地方密集出台各类政策以促进房地产市场平稳健康发展。2020 年，中央对房地产市场坚持“房住不炒”定位不变，同时，金融监管持续收紧。2020 年 8 月，住房和城乡建设部、人民银行在北京联合召开房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即“三道红线”管控政策出台，房企降负债压力进一步增加。2020 年 12 月，人民银行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，根据银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设定了房地产贷款集中度管理要求，并自 2021 年 1 月 1 日起实施。上述文件的出台表明监管方面从资金供给侧进行融资精准化管制，与之前的“三道红线”两者相互结合，形成闭环效应，从供需两端全面压降房地产信贷规模，资金流入房地产的控制更为严格。融资方面，2020 年 1 月下旬，突如其来的疫情对全球经济产生较大负面影响，中资房企外债的发行不可避免受到一定影响，尤其 4 月出现“零发行”。2020 年全年国内房地产企业发行海外债共 211 支，同比减少 28 只，融资规模约 617.45 亿美元，同比下降 19.92%；受各国货币宽松、维持超低利率政策影响，加权平均票面利率为 7.97%，同比降低 0.21 个百分点。整体来看，房地产企业融资渠道不断收紧，未来仍将面临一定的融资压力。

销售方面，受疫情影响，2020 年 1~5 月，商品房销售面积与金额累计同比断崖式下跌，之后随着全国楼市逐步复工复产、货币环境进一步宽松及前期积压的购房需求持续释放，销售指标呈“V”型回升。2020 年，全国商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.6%，销售金额 17.36 万亿元，同比增长 8.7%，增速同比提高 2.2 个百分点。



我国房地产行业集中度逐年提升，领军企业竞争优势愈发明显，大型房地产企业议价能力较强，中小型房企未来或将面临着一定的压力。

随着行业成熟度的不断提升，我国房地产企业经营业绩逐步呈现两极分化，领军企业竞争优势也愈发明显。2020 年，TOP10 房地产企业销售操盘金额集中度同比基本持平，TOP30 和 TOP50 集中度同比分别提升 0.50 个百分点和 1.24 个百分点，销售金额过千亿的房地产企业数量达到 43 家，同比增加 9 家，规模房企竞争优势进一步深化。

在项目建设方面，大型房地产企业在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣，同时部分企业向房屋建筑领域的延伸有助于进一步降低建安成本，提升产品质量。由于大型房地产企业在项目选择、销售和建设方面均有较强的控制力，具备良好的业务发展基础。因此，预计未来 3~5 年，强者恒强的竞争格局将进一步提升行业集中度，中小型房企未来或将面临着一定的压力。

### （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。2020 年，山东省实现生产总值 7.31 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%，经济总量位列全国第三位，经济增速高于全国平均水平；居民人均可支配收入 3.29 万元，同比增长 4.1%；人均消费支出 2.09 万元，同比增长 2.5%。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，根据国家统计局数据，2020 年山东省人口近 1 亿，占全国人口的 7.04%，占比位居全国第 1 位；全年省内社会消费品零售总额 2.92 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 2.61 万亿元，同比增长 0.8%。

## 财富创造能力

公司仍具备多元化经营格局，有利于分散单一业务带来的经营风险；2020 年以来，受疫情及上市子公司执行新收入准则影响，公司营业总收入同比下滑，但综合毛利率同比提升，生物制药业务规模快速增长；受疫情及减免租金影响，零售业绩大幅下滑。

公司主要从事现代零售、房地产和生物制药业务，同时开展教育、文旅及传媒等其他业务，多元化的经营格局有利于扩大公司经营规模和分散单一业务带来的经营风险。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。2020 年，公司营业总收入同比下降 10.12%，分板块看，零售收入同比大幅下滑，主要是受疫情及上市公司执行新收入准则影响所致；受益于房地产销售签约额逐年增长并结转收入，房地产收入同比增长 31.23%；生物制药收入同比增长 42.14%，



主要是板块中化妆品销量增加较多所致；其他业务收入同比大幅增长 67.07%，主要是文旅业务收入增长所致。同期，公司毛利润同比变动不大，但结构有所变化，受疫情及减免租金影响，零售业绩大幅下滑，毛利润同比下降 17.70%。

2020 年，公司综合毛利率同比提高 2.70 个百分点，其中零售毛利率同比明显提高，主要是上市公司执行新收入准则所致；房地产毛利率同比小幅下滑，主要是本期结转刚需住宅及回迁房比例较大，改善性住宅占比较少所致；生物制药毛利率同比小幅下滑，主要是药品及化妆品受疫情影响毛利率下滑所致；其他业务毛利率稳中有增。

**表2 2018~2020 年及 2021 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	2021 年 1~3 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入 <sup>3</sup>	65.37	100.00	358.02	100.00	398.33	100.00	379.56	100.00
零售	40.31	61.67	186.29	52.03	274.14	68.82	271.84	71.62
房地产	12.93	19.78	121.39	33.90	92.50	23.22	79.63	20.98
生物制药	4.12	6.30	14.77	4.13	10.39	2.61	8.58	2.26
其他	8.01	12.25	35.57	9.94	21.29	5.34	19.50	5.14
<b>毛利润</b>	<b>22.95</b>	<b>100.00</b>	<b>84.49</b>	<b>100.00</b>	<b>83.24</b>	<b>100.00</b>	<b>79.15</b>	<b>100.00</b>
零售	13.63	59.38	45.11	53.39	54.81	65.84	55.61	70.26
房地产	3.21	13.99	18.98	22.46	15.09	18.13	12.48	15.77
生物制药	2.36	10.27	8.71	10.31	6.59	7.92	5.40	6.82
其他	3.76	16.36	11.69	13.84	6.76	8.12	5.66	7.16
<b>综合毛利率</b>		<b>35.12</b>		<b>23.60</b>		<b>20.90</b>		<b>20.85</b>
零售		33.81		24.22		19.99		20.46
房地产		24.82		15.63		16.31		15.67
生物制药		57.20		58.96		63.44		62.85
其他		46.92		32.87		31.73		29.05

数据来源：根据公司提供的资料整理

2021 年 1~3 月，受零售业收入减少影响，公司营业总收入同比下降 18.77%；毛利率同比提高近 18 个百分点，主要是执行新收入准则后，零售业务毛利率同比大幅提高所致，同期，房地产毛利率小幅提升、生物制药毛利率小幅下降。

### (一) 零售业务

公司仍是山东省零售行业龙头企业，“银座”品牌市场认可度高，在山东市场仍具有一定的竞争优势；公司采用多种业态发展零售业务，以百货及超市复合店为主；2020 年以来，零售业务经营店面数量持续增长，仍具有一定规模优势。

<sup>3</sup> 本表中 2018~2019 年财务数据均采用当年审计报告数据，未进行追溯调整。依据财政部发布的《关于修订印发〈企业会计准则第 14 号—收入〉的通知》，境内上市企业自 2020 年 1 月 1 日起施行新收入准则，对于零售类业务，联营经营模式按净额法确认收入；根据银座股份发布的 2020 年年报，2020 年，银座股份实现营业收入 54.12 亿元，同比下降 55.87%，2019 年按新收入准则口径的营业收入为 57.82 亿元，按此口径计算，银座股份 2020 年营业收入同比下降 6.41%。



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、购买等多种方式不断扩大零售门店的网络布局。截至 2021 年 3 月末，公司经营门店 470 个，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%，店面租赁合同一般签订 5~10 年，期限较长且有同等条件下优先续租权。2020 年以来，公司零售业务店面数量小幅增长，仍具有一定的规模优势，经营面积变动不大。

**表 3 2018~2020 年及 2021 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	2021 年 1~3 月		2020 年		2019 年		2018 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	186	391.13	177	391.42	178	387.89	168	370.34
便利店	204	8.32	204	8.32	203	8.32	204	8.35
家居店	8	71.40	8	71.40	10	92.60	10	92.60
购物中心	5	60.10	5	60.10	5	60.10	5	60.10
家电店	61	6.93	61	6.93	37	6.62	37	6.62
汽车	6	2.79	6	2.79	6	2.79	6	2.79
<b>合计</b>	<b>470</b>	<b>540.67</b>	<b>461</b>	<b>540.96</b>	<b>439</b>	<b>558.32</b>	<b>430</b>	<b>540.80</b>

数据来源：根据公司提供的资料整理

公司仍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，在山东市场具有一定竞争优势。根据中国连锁经营协会发布的《2019 年中国连锁百强》榜单，山东省 10 家零售企业入围，其中银座股份销售额排名第一。公司在深耕山东市场的同时，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 2020 年末，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，以百货及超市复合店业态为主，2020 年百货及超市复合店收入占零售业务收入的比重为 61.08%，但受疫情及执行新收入准则影响，收入规模同比下降 40.16%。

公司百货、超市及购物中心的经营主体主要为银座股份和银座商城。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”，2020 年以来，公司拥有的百货及超市复合店经营面积较为稳定，店面数量波动增长。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，2020 年以来，公司拥有的已开业购物中心数量及经营面积未发生变化，包括济南银座和谐广场、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。2020 年，受疫情及减免租金影响，除济南购物中心外，其余四家均出现亏损。



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（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 2020 年末，统一银座在山东省内已有 204 家门店，同比增加 1 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 2020 年末，银座家居在济南、东营、青岛等城市拥有 8 家门店，同比减少 2 家门店，为关闭的亏损店面。家电专业店以“银座电器”为统一商号，截至 2020 年末，公司在济南、东营、菏泽等 16 个城市拥有 61 家门店，门店数量同比大幅提升，主要是为提高客户体验度，将部分优质代理商店面改成了自营店。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 6 家汽车 4S 店，门店数量同比未发生变化，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 4S 店开业时间均在 2010 年以前。公司汽车销售采取“订货-采购-销售”的运作模式，库存规模相对较小，进销差价为利润。

此外，公司积极拓展零售业销售渠道，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经营，2020 年山东一卡通实现销售收入 7.98 亿元，同比下降 16.78%，主要是受疫情影响所致；截至 2020 年末，山东一卡通签约商户达 3.79 万家，刷卡 POS 终端达到 8.63 万台。电子商务方面，公司开展银座网上商城业务，2020 年，银座网上商城实现销售收入 5.51 亿元，同比减少 5.16 亿元，主要是 2019 年开展了电子产品的批发业务，2020 年未开展该项业务；截至 2020 年末，银座网上商城签约商户近 2,000 家。

**公司零售业仍采用多种经营模式，以联营和经销为主；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，以联营和经销为主，2020 年以上四种模式占零售板块收入比重分别为 34.33%、56.92%、6.28% 和 2.47%。其中，联营收入占比下滑 28.07 个百分点，经销收入占比提高 27.25 个百分点，主要是执行新收入准则后，联营经营模式改为按净额法确认收入，导致联营模式收入出现大幅下滑。

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。

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 2021 年 3 月末，公司拥有四个物流配送中心，与 2020 年末相比未发生变化，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“银座”系统零售业提供物流配送服务，统一银座物流配送中心为“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，可有效降低运营成本和提升整体竞争力。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

公司房地产开发仍以住宅为主，在山东省内具有一定品牌知名度；2021 年 3 月末，房地产开发在建项目较多，未来面临较大的支出压力。

公司房地产开发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，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《2020 年中国房地产品牌价值研究报告》，鲁商发展在 2020 年中国山东半岛城市群房地产公司品牌价值 TOP10 榜单中排第二位。

**表 4 2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司房地产业务经营状况**

项目	2021 年 1~3 月	2020 年	2019 年	2018 年
开发完成投资（亿元）	25.64	121.60	147.25	122.10
开工面积（万平方米）	58.41	188.13	180.09	148.24
竣工面积（万平方米）	25.38	116.71	128.35	114.84
签约销售面积（万平方米）	28.46	167.60	125.75	123.15
签约销售额（亿元）	31.87	175.98	143.62	117.09
签约销售均价（元）	1.12	1.05	1.14	0.95
确认销售面积（万平方米）	13.77	121.87	97.37	106.00
确认销售收入（亿元）	11.44	115.22	87.59	74.99
实现销售回款（亿元）	39.00	171.38	137.62	124.11
期末在建项目数量（个）	23	25	26	17

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。2020 年，公司房地产新开工面积同比小幅增长 4.46%，竣工面积同比下降 9.07%，变动均不大；合同销售面积及销售金额同比均大幅增长，增



幅分别为 33.28%和 22.53%，销售均价相对稳定。2021 年 1~3 月，新开工面积、竣工面积、销售面积及销售金额同比均大幅增长，主要是受疫情影响，2020 年同期相关指标基数较小所致，同期开发完成投资额同比增长 8.32%。

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。“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 2021 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 157.00 亿元，累计完成投资 106.88 亿元，尚需投资 50.12 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 2021 年 3 月末，在开发项目包括哈尔滨鲁商松江新城、济宁运河公馆、午山鲁商蓝岸丽舍等 18 个，其中 17 个项目位于山东省内，规划建筑面积 1,089.70 万平方米，规划总投资 908.52 亿元，累计完成投资 576.92 亿元，尚需投资 331.60 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 2021 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 31.63 亿元，尚需投资 30.37 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 2021 年 3 月末，公司房地产项目整体规划投资 1,127.52 亿元，累计已完成投资 715.43 亿元，尚需投资 412.09 亿元，未来仍面临较大的资金支出压力。

土地储备方面，截至 2021 年 3 月末，公司储备土地面积 128.03 万平方米，同比减少 17.58 万平方米，2020 年共取得四块土地，合计土地面积 38.18 万平方米，其中烟台三滩 1 号 B 块地 16.54 万平方米、烟台鲁商嘉会新城 10.43 万平方米、鲁商万科新城 C 地块 10.15 万平方米；公司土地储备主要位于山东省内和哈尔滨，其中青岛 43.17 万平方米、济南 22.80 万平方米、烟台 16.54 万平方米、哈尔滨 11.53 万平方米，土地开发类型以住宅+商业为主。同时，截至 2021 年 3 月末，公司房地产可售面积（不含已预售面积）共 225.58 万平方米，主要分布在济南、青岛、临沂、哈尔滨、重庆等地。

### （三）生物制药及其他业务

2020 年以来，化妆品、原料及添加剂产销量持续大幅增长，药品类产销快速从疫情中恢复；公司重视新产品和新技术开发工作，已形成较丰富的研究成果。

公司生物制药业务主要由山东福瑞达医药集团公司（以下简称“福瑞达医药”）负责运营，其拥有 12 家子公司、1 家省级科研院所和 3 个省级实验室，主要产



品分为西药、中成药、化妆品和原料及添加剂四大类，其中化妆品及药品类的收入占比相对较大，2020 年化妆品收入占比为 46.65%，药品收入占比为 33.69%。截至 2021 年 3 月末，公司有基本药物 28 个产品，涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域，其中纳入国家基本药品目录的有 22 个，包括颈痛系列产品、儿童用小儿解感颗粒等，纳入各省增补基本药物名单的有 6 个；控股和参股企业拥有“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。其中，公司骨科主导产品“施沛特”注射液在国内市场占有率超过 70%；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大的眼科药品生产基地，其主导的“润舒”、“润洁”滴眼液在国内市场占有率保持在 20%以上；下属公司山东福瑞达生物化工有限公司是全球最大的玻璃酸钠研发及生产基地。

公司生物医药板块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。2020 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 35.19%、28.44%和 18.82%；2021 年 1~3 月，供应商集中度分别为 34.60%、27.38%和 20.61%。总体来看，生物制药各产品供应商集中度一般。

公司严格按照 GMP、GSP 规范要求进行管理，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，同时生产线全部通过了 GMP 认证。目前公司生物医药板块在济南、临沂、济宁、新疆伊宁等地建有生物发酵原料、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 7 个生产基地，拥有西药产能 7.05 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。

公司生物医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 2021 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。2020 年，受疫情影响，医院就诊需求受到一定冲击，门诊量下降，同时疫情期间全国各地零售药店禁售退烧药、止咳药，导致公司西药及中成药产销量同比均小幅下滑；由于加大市场推广力度，化妆品产销量同比大幅提升，增幅分别为 108.55%和 75.92%；原料及添加剂产销同比分别增长 98.37%和 64.88%，主要是本期收购了山东焦点福瑞达生物股份有限公司<sup>4</sup>（以下简称“焦点生物”），相关销售纳入合并范围所致。2021 年 1~3 月，药品、化妆品和原料及添加剂产销同比均有较大幅度增长，主要是 2020 年同期受疫情影响产品产销基数较小以

<sup>4</sup> 2020 年，焦点生物实现营业收入 1.69 亿元，利润总额 0.28 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.25 亿元，期末总资产 3.03 亿元；目前拥有食品级和化妆品级透明质酸 420 吨/年产能，60%左右出口，外贸出口地区主要为东亚、北美、欧盟等；截至 2020 年末，鲁商发展持有焦点生物 60.11%股权。



及尚未并入焦点生物所致。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。

**表 5 2020 年及 2021 年 1~3 月公司生物制药业务主要产品生产情况（单位：%）**

主要产品	2021 年 1~3 月			2020 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
西药（万支）	8,008	8,015	100.09	70,130	68,658	97.90
中成药（吨）	93	89	95.94	320	308	96.35
化妆品（万个）	859	737	85.81	3,399	3,367	99.05
原料及添加剂（吨）	183	179	98.09	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。2020 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 15.48%、4.00%和 23.79%；2021 年 1~3 月，供应商集中度分别为 24.34%、12.65%和 61.61%，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%的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，生物医药销售货款回收迅速。

在技术研发方面，公司历来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 2021 年 3 月末，公司拥有 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 7 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 142 项；获国家科技进步二等奖三项，国家科技进步三等奖一项，透明质酸研究开发水平国际领先。2020 年，新获批 2 个省级实验室、1 家高新技术企业。

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。2020 年，教育业务实现营业收入 12.06 亿元，营业利润 1.41 亿元，同比增幅均在 27%以上；2021 年 1~3 月，教育业务收入和营业利润分别为 2.18 亿元和 0.26 亿元。此外，2020 年，公司文旅业务实现营业收入约 10 亿元，同比大幅增长，主要是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”）根据山东省国资要求并入部分文旅资产，相关收入随之纳入合并报表范围所致。



## 偿债来源与负债平衡

2020 年，受疫情及收入确认准则改变影响，公司营业收入同比减少，毛利率同比有所提升，同期净利润明显下滑且对非经常性损益依赖度仍较高；经营性净现金流同比大幅增长，房地产项目面临较大的资金需求；受限资产占净资产比重很高，存货周转效率低，影响资产流动性，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

2020 年，受疫情及收入确认准则改变影响，公司营业收入同比减少，毛利率同比提升；期间费用继续增长，对利润形成一定侵蚀；净利润明显下滑且对投资收益、公允价值变动损益等非经常性损益依赖度仍然较高。

2020 年，受疫情及收入确认准则改变影响，公司营业收入同比下降 10.21%，毛利率同比提升 2.57 个百分点，同时疫情期间租金减免也对收入造成一定影响。

**表 6 2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）**

项目	2021 年 1~3 月	2020 年	2019 年	2018 年
营业收入	65.12	357.05	397.67	378.73
毛利率	34.87	23.39	20.83	21.03
期间费用	19.20	74.66	67.03	63.18
其中：销售费用	11.86	43.01	41.66	40.95
管理费用	4.00	18.23	14.18	13.62
财务费用	2.70	11.30	9.72	7.32
期间费用率	29.49	20.91	16.85	16.68
公允价值变动收益	0.02	3.23	0.27	-0.95
投资收益	0.45	8.67	6.61	4.79
其他收益	0.18	1.81	0.78	0.56
营业利润	2.74	10.59	11.46	9.44
营业外收支净额	0.03	-1.89	-0.32	-0.36
利润总额	2.77	8.70	11.14	9.09
所得税费用	1.31	6.27	4.59	5.14
净利润	1.46	2.42	6.55	3.95
归属于母公司所有者的净利润	1.02	2.67	3.89	0.95
少数股东损益	0.44	-0.25	2.66	3.00
总资产报酬率	0.59	1.58	1.84	1.61
净资产收益率	0.66	1.08	3.30	2.14

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年，公司期间费用保持增长，对利润形成一定侵蚀，其中销售费用占比仍较高，同比增长 11.39%；管理费用同比增长 28.55%，主要是国欣文旅因并入



资产相关费用增长所致；财务费用同比增长 16.21%，主要是利息支出增加所致；期间费用率仍处于较高水平且同比提升 4.06 个百分点。

非经常性损益规模仍较大，不利于盈利稳定性。2020 年，公司公允价值变动收益同比增加 2.95 亿元，主要是持有股票增值及投资性房地产评估增值所致；投资收益规模仍较大，本期主要包括处置可供出售金融资产获取收益 4.08 亿元、权益法核算的长期股权投资收益 2.09 亿元和持有至到期投资在持有期间的投资收益 1.14 亿元；其他收益同比增加 1.03 亿元，主要是政府补助和稳岗补贴同比增加较多。同期，公司营业利润同比下降 7.63%。同期，营业外收支亏损 1.89 亿元，亏损额度同比大幅提高，主要是处置亏损企业产生了较多营业外支出；所得税费用同比增长 36.62%；利润总额和净利润同比分别大幅下降 21.96%和 63.00%，其中归属于母公司所有者的净利润同比下降 31.41%，少数股东损益发生亏损。

2021 年 1~3 月，公司营业收入同比下降 18.87%，主要是收入核算模式调整所致，毛利率同比大幅提升；期间费用同比增长 34.95%，各项费用均有较大幅度增加；营业利润、利润总额及净利润同比扭亏为盈。

## 2、现金流

2020 年，公司经营性净现金流同比大幅增长，对债务及利息的保障能力提升，投资性现金流的净流出规模有所收窄，房地产项目面临较大的资金需求。

2020 年，公司经营性净现金流同比大幅增长，主要是存货增量同比减少所致，经营性净现金流对债务及利息的覆盖能力同比提升；现金回笼率为 120.96%，仍处于很高水平。同期，投资性现金流的净流出规模有所收窄。2021 年 1~3 月，公司经营性净现金流同比增加 11.06 亿元，主要是业务规模扩大，销售商品及提供劳务获取的现金同比大幅增加所致；投资性现金流为净流入，同比变动不大。

**表 7 2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司现金流偿债指标情况**

项目	2021 年 1~3 月	2020 年	2019 年	2018 年
经营性净现金流（亿元）	11.25	39.92	19.12	28.46
投资性净现金流（亿元）	3.14	-7.75	-9.50	-36.47
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.75	1.14	0.67	1.73
经营性净现金流/流动负债（%）	1.41	5.46	3.06	4.92
经营性净现金流/总负债（%）	1.16	4.46	2.39	3.88

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2021 年 3 月末，公司主要在建项目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 1.84 亿元，尚需投资 8.96 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 1,127.52 亿元，尚需投资 412.09 亿元。总体来看，公司房地产项目未来资金需求较大，未来存在较大的支出压力。



### 3、债务收入

公司债务融资仍以银行借款为主，债券发行为辅，银行授信额度仍较充足；2020 年以来，公司筹资性现金流持续净流出。

2020 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进行了调整。公司融资渠道仍以银行借款为主，债券发行为辅。公司与多家银行保持良好合作关系，截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度<sup>5</sup>467.92 亿元，同比增加 25.95 亿元，尚未使用授信额度 167.23 亿元，同比增加 6.99 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。

**表 8 2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司债务融资情况分析（单位：亿元）**

财务指标	2021 年 1~3 月	2020 年	2019 年	2018 年
筹资性现金流入	112.95	554.61	375.75	391.10
借款所收到的现金	106.41	472.83	191.12	204.40
发行债券收到的现金	0.00	0.00	155.12	168.30
筹资性现金流出	121.50	563.75	369.87	366.92
偿还债务支付的现金	99.88	456.04	333.05	335.84
<b>筹资性净现金流</b>	<b>-8.55</b>	<b>-9.14</b>	<b>5.88</b>	<b>24.18</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

### 4、外部支持

山东省国资委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且有利于提升市场形象；公司每年可以获取一定的政府补助，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，在资产划拨方面获得政府较大支持。同时，公司受托托管山东商业职业技术学院等 7 家事业单位且纳入合并报表范围，扩大了公司资产规模且有利于提高公司市场形象和为业务发展提供人才支持；受山东省国资委委托，对山东省林工商总公司和山东世界贸易中心进行管理。此外，政府每年给予公司一定的财政扶持，2020 年，公司获得的计入营业外收入的政府补助 0.12 亿元，计入其他收益的补助 1.76 亿元。

<sup>5</sup> 根据公司提供的说明，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。



## 5、可变现资产

2020 年末,公司总资产保持增长,仍以流动资产为主;截至 2021 年 3 月末,受限资产规模大,占净资产比重很高,存货周转效率低,对资产流动性造成一定不利影响;其他应收款金额较大,存在一定回收风险。

2020 年末,公司总资产同比增长 12.96%,仍以流动资产为主。2021 年 3 月末,公司资产规模与 2020 年末相比变动不大,流动资产占比为 69.83%。

**表 9 2018~2020 年末及 2021 年 3 月末公司资产构成 (单位:亿元、%)**

项目	2021 年 3 月末		2020 年末		2019 年末		2018 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>851.48</b>	<b>69.83</b>	<b>848.87</b>	<b>72.33</b>	<b>769.73</b>	<b>74.09</b>	<b>684.42</b>	<b>72.73</b>
货币资金	136.85	11.22	134.86	11.49	106.75	10.28	98.02	10.42
交易性金融资产	52.44	4.30	56.26	4.79	39.75	3.83	38.22	4.06
预付款项	45.24	3.71	54.14	4.61	50.14	4.83	55.63	5.91
其他应收款	62.87	5.16	64.39	5.49	64.72	6.23	66.18	7.03
存货	521.32	42.75	500.27	42.63	472.70	45.50	394.34	41.90
<b>非流动资产合计</b>	<b>367.89</b>	<b>30.17</b>	<b>324.69</b>	<b>27.67</b>	<b>269.20</b>	<b>25.91</b>	<b>256.63</b>	<b>27.27</b>
投资性房地产	68.39	5.61	69.88	5.95	66.53	6.40	61.64	6.55
固定资产	100.31	8.23	100.97	8.60	92.56	8.91	89.70	9.53
无形资产	50.55	4.15	50.85	4.33	24.03	2.31	25.01	2.66
商誉	20.87	1.71	20.87	1.78	19.20	1.85	19.20	2.04
<b>资产总计</b>	<b>1,219.38</b>	<b>100.00</b>	<b>1,173.57</b>	<b>100.00</b>	<b>1,038.93</b>	<b>100.00</b>	<b>941.04</b>	<b>100.00</b>

数据来源:根据公司提供资料整理

公司流动资产仍主要由存货、货币资金、其他应收款、预付款项和交易性金融资产构成。2020 年末,公司存货同比增长 5.83%,累计计提坏账准备 755.79 万元,其中开发成本和开发产品分别为 343.64 亿元和 149.18 亿元。货币资金同比增长 26.33%,其中受限货币资金 36.60 亿元,占期末货币资金余额的 27.14%,主要为房地产预售监管资金及贷款保证金、保证金存款及受监管的拆迁补偿款和专项补贴等。其他应收款同比相比变动不大,截至 2020 年末,剔除应收利息及应收股利后的其他应收款账面余额 74.08 亿元,计提坏账准备 10.69 亿元,主要是与托管企业及其他关联方的往来款,由于公司持续承担山东省国资委要求的代管职能,向贷款企业提供贷款,累计较多往来款,截至 2020 年末公司与代管企业的往来款共 15.29 亿元;从账龄结构看,1 年以内款项占比 76.72%;按欠款方归集的期末余额前五名<sup>6</sup>其他应收账款合计占比 5.10%,均为与非关联方的往来款或保证金。整体来看,公司其他应收款金额较大,坏账比例高,存在一定的回收风险。2020 年末,公司预付款项同比增长 7.99%,其中 1 年及以内款项占比 52.56%,

<sup>6</sup> 不包含与托管单位的往来款。



主要为在建项目土地款、土地竞标保证金和工程价款，以及预付材料或商品采购款等。交易性金融资产同比大幅增长 41.53%，主要是下属公司新购买了理财产品。同时，2020 年末，公司其他流动资产中存在 1.92 亿元的委托贷款。2021 年 3 月末，公司流动资产与 2020 年末相比变动不大，其中预付款项较 2020 年末下降 16.43%，流动资产其他科目与 2020 年末相比变动不大。

从资产运营效率来看，2020 年，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 640.27 天和 9.02 天，同比分别增加 144.59 天和 1.38 天，存货周转效率大幅下滑，主要是营业收入同比减少，同时存货期初期末平均值同比提高所致，应收账款周转效率仍较高。2021 年 1~3 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 1,083.83 天和 9.67 天。

公司非流动资产主要由固定资产、投资性房地产、无形资产和商誉构成。2020 年末，公司固定资产同比增长 9.09%，主要由房屋及建筑物和机器设备、电子设备等构成。投资性房地产同比增长 5.05%，主要由房屋、建筑物和土地使用权构成，其中房屋及建筑物为 57.17 亿元。无形资产同比大幅增长 1.12 倍，主要是本期国欣文旅并入较多资产带动了土地使用权的增长，2020 年末，公司土地使用权账面价值同比增加 28.33 亿元。此外，2020 年末，公司发放贷款及垫款 4.88 亿元，以对公款项为主，其中保证贷款 2.31 亿元、附担保物贷款 2.46 亿元，累计计提贷款损失准备 0.14 亿元；长期应付款 6.59 亿元，均为融资租赁款，累计计提坏账准备 0.35 亿元。2021 年 3 月末，公司非流动资产较 2020 年末增长 13.30%，主要是公司自 2021 年 1 月 1 日执行《企业会计准则第 21 号-租赁》，新增使用权资产科目 45.68 亿元所致，非流动资产其他主要科目与 2020 年末相比变动不大。

从资产受限情况看，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产 217.25 亿元，占总资产比重 17.82%，占净资产比重 98.22%，其中受限货币资金 35.01 亿元、固定资产 24.15 亿元、投资性房地产 15.33 亿元、存货 13.55 亿元。整体来看，公司受限资产规模大，占净资产比重很高，影响资产流动性。此外，截至 2021 年 3 月末，公司持有银座股份及鲁商发展的股份比例分别为 25.48%和 52.00%，均无质押或冻结情况。

## （二）债务及资本结构

**公司负债规模持续增长，仍以流动负债为主，资产负债率仍处于较高水平。**

2020 年以来，公司负债规模持续增长，债务结构仍以流动负债为主，资产负债率仍处于较高水平。

公司流动负债较为分散，包括合同负债、一年内到期的非流动负债、短期借款、应付账款、其他应付款和应付票据等。2020 年末，因执行新收入准则，公司



将原计入预收款项的部分业务调整至合同负债科目核算，期末合同负债为 186.00 亿元，主要为商品房预售款。一年内到期的非流动负债同比增长 59.30%，主要是一年内到期的长期应付债券及长期应付款转入较多所致。短期借款同比增长 10.71%，其中保证借款、信用借款和抵押借款分别为 88.67 亿元、30.20 亿元和 23.86 亿元。应付账款和应付票据同比分别增长 10.73% 和 19.47%，主要是应付的采购款及工程款。其他应付款同比增长 24.78%，主要由预收购物卡/券款项、应付工程款及鲁商发展并表的房地产开发项目中合作方投入资金等构成。2021 年 3 月末，公司流动负债规模和结构与 2020 年末相比变动不大。

**表 10 2018~2020 年末及 2021 年 3 月末公司负债构成（单位：亿元、%）**

项目	2021 年 3 月末		2020 年末		2019 年末		2018 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>795.51</b>	<b>79.70</b>	<b>804.36</b>	<b>84.82</b>	<b>656.84</b>	<b>78.14</b>	<b>592.41</b>	<b>78.29</b>
短期借款	169.08	16.94	154.72	16.32	139.76	16.63	112.73	14.90
应付账款	100.06	10.02	101.45	10.70	91.62	10.90	89.31	11.80
应付票据	60.14	6.03	69.03	7.28	57.78	6.87	43.36	5.73
合同负债	205.00	20.54	186.00	19.61	164.36	19.55	0.00	0.00
其他应付款	80.83	8.10	87.89	9.27	70.43	8.38	50.59	6.69
一年内到期的非流动负债	135.58	13.58	156.40	16.49	98.18	11.68	123.88	16.37
<b>非流动负债合计</b>	<b>202.67</b>	<b>20.30</b>	<b>143.90</b>	<b>15.18</b>	<b>183.76</b>	<b>21.86</b>	<b>164.28</b>	<b>21.71</b>
长期借款	77.42	7.76	79.48	8.38	84.16	10.01	91.66	12.11
应付债券	49.76	4.99	39.25	4.14	70.46	8.38	54.11	7.15
长期应付款	14.27	1.43	17.10	1.80	20.77	2.47	9.83	1.30
<b>负债合计</b>	<b>998.18</b>	<b>100.00</b>	<b>948.27</b>	<b>100.00</b>	<b>840.59</b>	<b>100.00</b>	<b>756.69</b>	<b>100.00</b>
<b>资产负债率</b>	<b>81.86</b>		<b>80.80</b>		<b>80.91</b>		<b>80.41</b>	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2020 年末，公司长期借款同比变动不大；应付债券及长期应付款同比分别下降 44.29% 和 17.66%，主要是部分款项转入流动负债科目所致，其中长期应付款主要为融资租赁款项。2021 年 3 月末，公司非流动负债较 2020 年末增长 40.84%，其中长期借款变动不大，应付债券增长 26.77%，长期应付款下降 16.54%。

截至 2021 年 3 月末，公司有息债务规模仍较大且占总负债比重较高，同时短期有息债务集中，存在较大的短期偿债压力。

2020 年末，公司总有息债务规模保持增长，短期有息债务占比仍处于较高水平，且同比提高 12.92 个百分点，同时，总有息债务占总负债比重较高。2021 年 3 月末，公司总有息债务较 2020 年末略有下降，但规模仍较大，债务结构变动不大。

**表 11 2018~2020 年末及 2021 年 3 月末公司有息债务情况 (单位: 亿元、%)**

项目	2021 年 3 月末	2020 年末	2019 年末	2018 年末
短期有息债务	347.67	381.34	296.01	279.97
长期有息债务	180.05	173.61	234.50	216.98
<b>总有息债务</b>	<b>527.72</b>	<b>554.95</b>	<b>530.50</b>	<b>496.95</b>
短期有息债务/总有息债务	65.88	68.72	55.80	56.34
总有息债务/总负债	52.87	58.52	63.11	65.67

数据来源: 根据公司提供资料整理

从期限结构来看,截至 2021 年 3 月末,公司 1 年内到期的有息债务占比较高,同时,截至本报告出具日,公司将于 2021 年到期或到行权日的债券余额共 89.10 亿元。总体来看,公司短期偿债压力较大。

**表 12 截至 2021 年 3 月末公司有息负债期限结构 (单位: 亿元、%)**

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	>4 年	合计
金额	347.67	89.29	75.37	4.6	10.79	<b>527.72</b>
占比	65.88	16.92	14.28	0.87	2.04	<b>100.00</b>

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。

2021 年 3 月末,公司对外担保余额为 1.02 亿元,担保比率 0.46%,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,公司主要未决诉讼 3 项,均为被告,诉讼标的合计 4,400 万元。

2020 年末,公司所有者权益保持增长,其中少数股东权益占比大幅提升,不利于股权结构稳定性。

2020 年末,公司所有者权益为 225.30 亿元,同比增长 13.60%,仍主要由少数股东权益、其他权益工具、实收资本和未分配利润构成。其中,实收资本仍为 20.98 亿元;资本公积 10.00 亿元,同比增加 3.81 亿元;未分配利润为 19.13 亿元,同比减少 6.19 亿元;其他权益工具 38.60 亿元,为发行的永续债,同比减少 20.50 亿元;少数股东权益 129.43 亿元,同比大幅增加 51.62 亿元,主要是国欣文旅因并入资产引入一定量的少数股东以及鲁商发展合作开发房地产项目带动少数股东权益增加所致。截至 2020 年末,少数股东权益占所有者权益比重较高为 57.45%,占比提高 18.22 个百分点,不利于股权结构的稳定性。2021 年 3 月末,公司所有者权益为 221.19 亿元,与 2020 年末相比变动不大,其中未分配利润 14.58 亿元,较 2020 年末减少 4.55 亿元,其他主要科目与 2020 年末相比未发生变化或变化不大。



2020 年,公司 EBITDA 对利息的保障程度有所提升;经营性净现金流同比大幅增长,银行授信额度较充足;资产结构仍以流动资产为主,但受限资产占净资产比重很高,存货周转效率低;公司债务负担较重且短期偿债压力较大。

2020 年,公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.09 倍,同比小幅提升。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。2020 年,公司利润水平同比大幅下滑,经营性净现金流同比大幅增长,银行授信额度较充足。同期,流动比率和速动比率分别为 1.06 倍和 0.43 倍,同比均小幅下滑。整体来看,公司流动性还本付息能力尚可。

公司清偿性来源为可变现资产。2020 年末,公司总资产保持增长,仍以流动资产为主,但受限资产占净资产比重很高,存货周转效率低,影响资产流动性;其他应收款金额较大,存在一定回收风险。同期,资产负债率仍处于较高水平,短期有息债务占比及总有息债务占总负债比重均较高,整体债务负担较重且短期偿债压力较大。

## 偿债能力

综合来看,公司抗风险能力很强,偿债能力很强。公司主要从事现代零售、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,多元化的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”品牌在山东市场具有一定竞争优势;2020 年以来,公司店面数量保持增长,仍具有一定规模优势;化妆品、原料及添加剂产销量持续大幅增长,药品产销快速从疫情中恢复,生物制药业务规模快速提升;股东支持力度较大。但是受疫情及减免租金影响,2020 年零售业绩大幅下滑,同期净利润明显下滑且对非经常性损益依赖度仍然较高;房地产开发在建项目较多,未来面临较大的支出压力;受限资产规模大,占净资产比重很高,存货周转效率低,影响资产流动性;整体债务负担较重且存在较大的短期偿债压力。

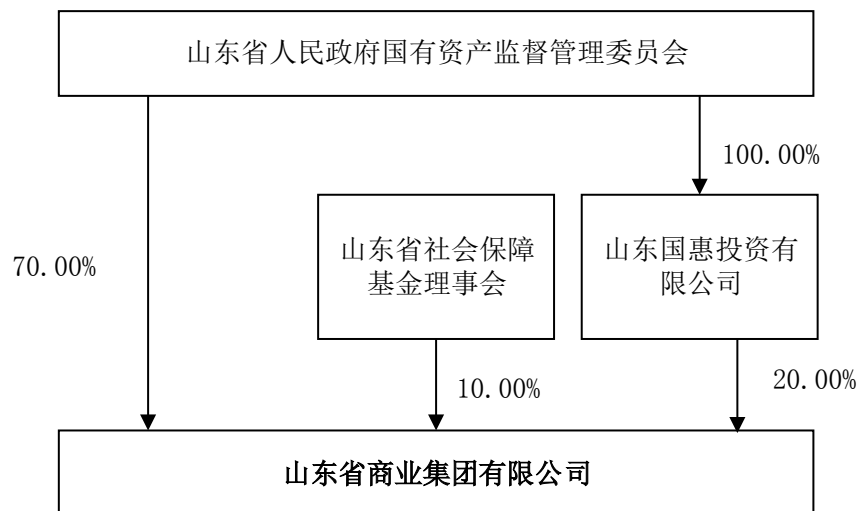
综合分析,大公对公司“16 鲁商 01”、“18 鲁商 02”信用等级维持 AA+,主体信用等级维持 AA+,评级展望维持稳定。





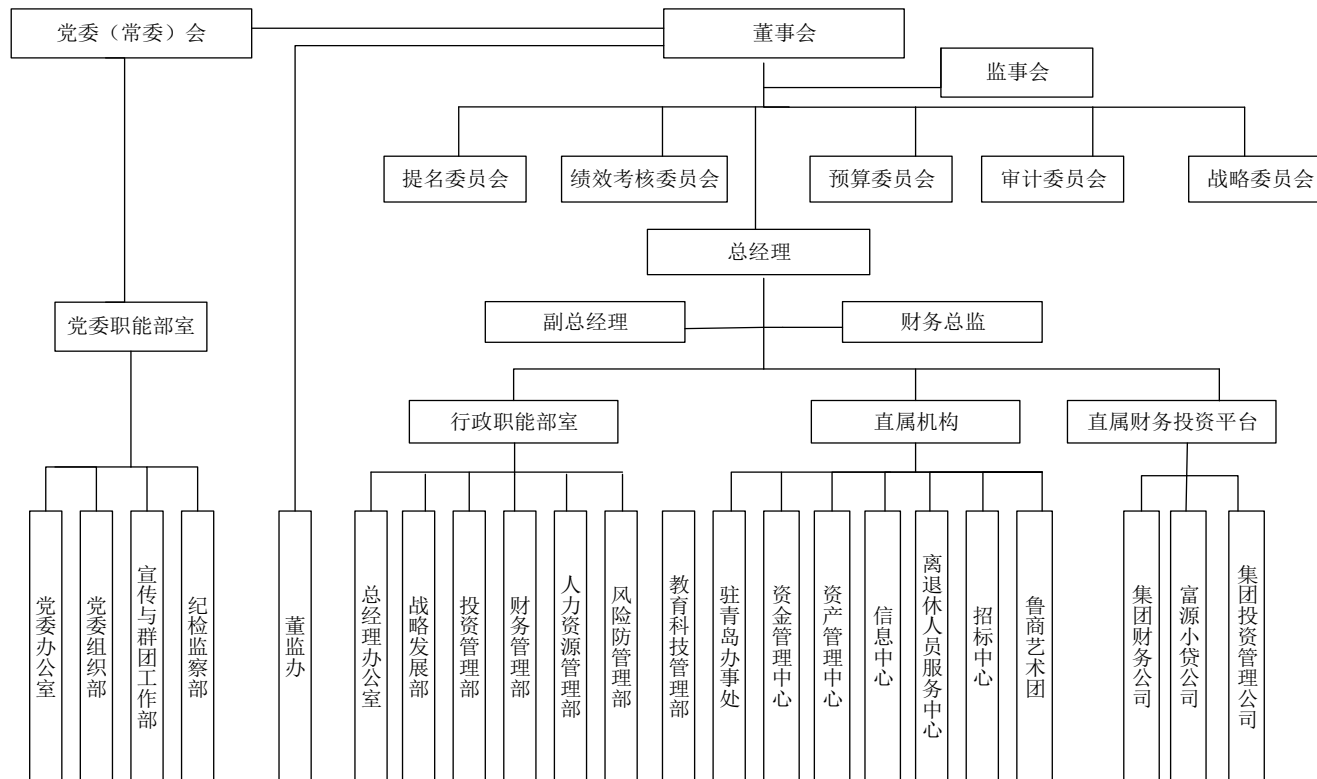
## 附件 1 公司治理

1-1 截至 2021 年 3 月末山东省商业集团有限公司股权结构图





1-2 截至 2021 年 3 月末山东省商业集团有限公司组织结构图





## 附件 2 主要财务指标

### 山东省商业集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2021 年 1~3 月 (未经审计)	2020 年	2019 年 (追溯调整)	2018 年 (追溯调整)
资产合计	12,193,768	11,735,656	10,389,279	9,410,420
短期有息债务	3,476,675	3,813,428	2,960,062	2,799,680
总有息债务	5,277,219	5,549,544	5,305,014	4,969,515
负债合计	9,981,824	9,482,658	8,405,932	7,566,877
所有者权益合计	2,211,944	2,252,998	1,983,348	1,843,543
营业收入	651,203	3,570,548	3,976,718	3,787,301
营业利润	27,362	105,864	114,606	94,436
净利润	14,619	24,242	65,525	39,475
经营活动产生的现金流量净额	112,495	399,216	191,236	284,600
投资活动产生的现金流量净额	31,426	-77,531	-94,965	-364,703
筹资活动产生的现金流量净额	-85,527	-91,419	58,800	241,768
毛利率 (%)	34.87	23.39	20.83	21.03
营业利润率 (%)	4.20	2.96	2.88	2.49
总资产报酬率 (%)	0.59	1.58	1.84	1.61
净资产收益率 (%)	0.66	1.08	3.30	2.14
资产负债率 (%)	81.86	80.80	80.91	80.41
债务资本比率 (%)	70.46	71.12	72.79	72.94
流动比率 (倍)	1.07	1.06	1.17	1.16
速动比率 (倍)	0.42	0.43	0.45	0.49
存货周转天数 (天)	1,083.83	640.27	495.68	457.20
应收账款周转天数 (天)	9.67	9.02	7.64	6.75
经营性现金净流/流动负债 (%)	1.41	5.46	3.06	4.92
经营性现金净流/总负债 (%)	1.16	4.46	2.39	3.88
经营现金流利息保障倍数 (倍)	1.75	1.14	0.67	1.73
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.12	0.53	0.67	0.92
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.09	1.04	1.64
现金回笼率 (%)	23.80	23.76	22.30	23.00
担保比率 (%)	0.46	0.43	0.64	0.89



### 附件 3 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
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 (%) =  $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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 (%) =  $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) =  $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) =  $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数<sup>7</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数<sup>8</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$

<sup>7</sup> 一季度取 90 天。

<sup>8</sup> 一季度取 90 天。





22. 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）
23. 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
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）
27. 长期资产适合率（%）=（所有者权益+非流动负债）/非流动资产×100%





## 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。

