信用等级公告

联合〔2019〕2476号

联合资信评估有限公司通过对滨州城建投资集团有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持滨州城建投资集团有限公司主体长期信用等级为AA+，维持“18滨州城投MTN001”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十六日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

滨州城建投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	起息日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 滨州城投 MTN001	5.10 亿元	2018/03/26	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	40.88	27.64	17.96	18.43
资产总额(亿元)	209.72	229.89	215.64	218.77
所有者权益(亿元)	100.59	103.63	94.13	94.52
短期债务(亿元)	9.12	21.02	14.51	13.38
长期债务(亿元)	54.68	47.66	53.83	53.74
全部债务(亿元)	63.80	68.68	68.34	67.13
营业收入(亿元)	92.31	31.36	27.68	3.40
利润总额(亿元)	1.02	0.75	0.59	-0.20
EBITDA(亿元)	4.19	3.29	2.60	--
经营性净现金流(亿元)	-2.57	9.90	-10.00	1.22
应收类账款/资产总额(%)	40.08	45.77	49.55	50.78
营业利润率(%)	2.98	6.15	4.70	3.64
净资产收益率(%)	0.97	0.69	0.61	--
资产负债率(%)	52.04	54.92	56.35	56.80
全部债务资本化比率(%)	38.81	39.86	42.06	41.53
流动比率(%)	1052.73	406.69	566.40	623.26
经营现金流动负债比(%)	-17.89	28.33	-42.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.24	20.90	26.29	--

注：公司提供的 2019 年 1~3 月财务数据未经审计。

分析师： 王治　董洪延

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

评级观点

滨州城建投资集团有限公司（以下简称“公司”）是滨州市城市基础设施建设的重要主体。跟踪期内，滨州市区域经济保持增长，为公司提供了较好的资金支持和保障，公司面临良好的外部经营环境。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司收入规模稳定性和持续性较差，存货和应收类款项占比大，资金占用严重，资产流动性一般、自身盈利能力弱等因素给公司信用水平带来一定不利影响。

滨州市地方经济实力不断增强，为公司持续获得政府回购款、资金补贴提供了保障，同时也为公司拓展业务领域、争取项目、扩大资源储备等方面提供更多的可能。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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 滨州城投 MTN001”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，滨州市经济水平持续增长，为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 滨州市政府对公司城市基础设施建设重要主体的定位未发生变化，公司区域专营性突出；公司在资金和资产注入、财政补贴等方面继续获得政府的有力支持。

关注

1. 跟踪期内，公司资产中存货占比高，土地资产变现易受土地市场波动影响，应收类款项规模仍较大，对公司资金形成占用。公司整体流动性弱，资产质量一般。
2. 公司基础设施建设业务存量项目有限，且受收入确认方法影响，收入持续和稳定性较差，贸易板块经营风险值得持续关注，保障房项目均已结算，且土地转让收入和

土地指标转让收入不具有持续性，公司未来收入规模确认和资金回流存在一定不确定性。

3. 跟踪期内，公司营业收入继续下降，利润总额对政府补助依赖度高，盈利能力仍弱。
4. 跟踪期内，公司对外担保规模仍维持高水平，面临一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由滨州城建投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

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；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

滨州城建投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于滨州城建投资集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东、实际控制人和职能定位均未发生变化，2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元，滨州财金集团为公司唯一股东，滨州市财政局为公司实际控制人。

跟踪期内，公司营业范围变更为：城市建设开发投资；城市公用设施经营；公路建设，建设项目管理与咨询服务；大宗商品进出口贸易，经营管理咨询服务；不动产租赁；物业管理；养老产业投资经营管理，老年用品经营（不含食品）；政府授权范围内的国有资产运营；政府投融资项目管理；城乡基础设施建设项目投资；股权投资；棚户区改造；保障性住房及其他房地产开发；房地产开发与经营；建筑工程、装饰装修工程、线路、管道、设备安装工程施工、水泥销售；建筑设备租赁。

公司本部设有综合管理部、计划财务部、项目管理部、投资发展部4个职能部门。截至2019年3月底，公司合并范围子公司共计6家，分别为滨州恒信置业有限公司（以下简称“滨州恒信”）、山东黄河三角洲实业有限公司（原山东黄河三角洲能源有限公司，以下简称“三角洲实业公司”）、滨州养老产业投资经营有限公司（以下简称“产投经营公司”）、滨州市财金投资有限公司（以下简称“滨财投资公司”）、博兴县财金天工工程管理有限公司（以下简称“财金天工公司”）和滨州黄河大桥建设管理有限公司（以下简称“黄河大桥公司”）。

截至2018年底，公司合并资产总额215.64亿元，所有者权益合计94.13亿元（含所有者权益6.19亿元）。2018年，公司实现营业收入27.68亿元，利润总额0.59亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额218.77亿元，所有者权益合计94.52亿元（含所有者权益6.73亿元）。2019年1~3月，公司实现营业收入3.40亿元，利润总额-0.20亿元。

公司注册地址：滨州市黄河五路357号；法定代表人：韩春山。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年6月底，联合资信所评的公司存续债券为“18滨州城投MTN001”。跟踪期内，“18滨州城投MTN001”已按期支付利息，募集资金已按用途全部用于偿还金融机构借款。公司既往还本付息情况良好。

表1　截至2019年6月底公司存续债券概况

（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18滨州城投MTN001	5.10	5.10	2018/03/26	3

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1．城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康

发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2　2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示

	政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”。
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

滨州市地处山东省北大门，交通便利、自然资源丰富。跟踪期内，滨州市区域经济保持增长，增速有所放缓，且2018年固定资产投资大幅下降，但滨州市整体经济实力较强，为地方基础设施建设提供了较好的资金支持和保障，公司面临良好的外部经营环境。

滨州市位于黄河下游、鲁北平原，是山东省的北大门。下辖四县一市两区和滨州经济开发区、滨州高新技术产业开发区、滨州北海经济开发区，面积为9600平方公里。滨州市交通便利，自然资源丰富。目前公司经营与投资项目均在滨州市，公司的发展与滨州市经济增长和城市发展规划密切相关。

跟踪期内，滨州市区域经济保持发展，但增速有所放缓。2018 年，滨州市全年实现生产总值（GDP）2640.52 亿元，增长 1.5%。三次产业结构由上年的 9.1：46.8：44.1 调整为 8.8:44.9:46.3，第三产业增加值占 GDP 的比重较上年提高 2.0 个百分点，三产占比首次超过二产，成为拉动全市经济增长的首要力

量。人均 GDP 达到 67405 元，

2018 年固定资产投资同比下降 16.8%。分产业看，第一产业完成投资增长 6.1%；第二产业完成投资下降 22.5%，其中工业技术改造完成投资同比下降 34.2%，占工业投资比重为 52.9%；第三产业完成投资下降 10.7%。高新技术产业投资下降 29.4%。民间投资下降 21.5%，民间投资占全部投资比重为 76.8%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，滨州财金集团为公司唯一股东，滨州市财政局为公司实际控制人。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员无变动，合并范围内，在职人员未发生重大变化。

3. 外部支持

跟踪期内，滨州市财政实力稳步增强，财政自给能力尚可，并对上级补助和转移支付具有一定依赖。同时，滨州市政府在资金注入和财政补贴方面给予公司持续支持，为公司未来发展提供了重要保障。

公司是滨州市政府主要的基础建设投资主体，滨州市财政实力与公司业务发展紧密相关。跟踪期内，滨州市财政实力稳步增强。2018 年，滨州市一般公共预算总收入 416.97 亿元，其中：一般预算收入 240.54 亿元，完成预算的 100.2%，比上年增长 6.3%；税收返还和转移支付补助 128.03 亿元，调入资金、调入预算稳定调节基金及上年结转收入等 48.4 亿元。全市一般公共预算总支出 398.7 亿元，其中：一般预算支出 345.32 亿元，完成预算的 99%，增长 4.6%；地方政府一般债务还本支出（不含置换债券）271 万元，上解省支出、补充预算稳定调节基金等 53.36 亿元。收支相抵，结转下年支出 18.27 亿元。总体看，滨州市财政自给率 69.66%，财政自给能力一般，对上级补助和转移支付具有一定依赖。。同期，滨州市政府性基金总收入 157.39 亿元，其中：政府性基金收入 115.36 亿元，完成预算的 101.9%，比上年增长 64.3%；上级补助收入 1.78 亿元，地方政府新增专项债券收入 34.29 亿元，上年结转收入及调入资金等 5.96 亿元。滨州市政府性基金总支出 149.99 亿元，其中：政府性基金支出 139.15 亿元，完成预算的 107.6%，增长 56.5%；地方政府专项债务还本支出 4637 万元（不含置换债券），上解支出及调出资金 10.38 亿元。收支相抵，结转下年支出 7.4 亿元。全市政府性基金当年收支增幅较高，主要是国有土地使用权出让收入增加，支出也相应增加。

跟踪期内，滨州市财政局在资金注入和政府补贴方面给予公司持续的支持。2018年8月，根据滨州市财政局《关于下达新增专项债券的通知》（滨财预指〔2018〕32号），滨州市财政局拨付1000万元至公司，用于专项建设，计入资本公积。同期，公司收到政府补贴1.30亿元。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（自主查询版）（机构信用代码：G1037160200043240T），截至2019年7月24日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，有4笔已还清欠息记录，其中3笔系银行系统原因于应付息日次日偿还所致。跟踪期内，公司新增1笔欠息记录，根据滨州农村商业银行股份有限公司提供的说明，该笔欠息系银行系统所致，非公司自身原因造成。公司过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 6 月底，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构和管理制度执行无重大变化，公司日常经营管理情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务构成未发生变化。基础设施建设业务和土地转让业务均未确认收入；保障房业务形成少量尾房销售收入。受上述因素综合影响，跟踪期内，公司收入仍主要由贸易收入构成，且收入规模和毛利率小幅下降。考虑到公司存量项目情况和收入确认方式，公司收入稳定性和持续性较差。

跟踪期内，公司业务构成未发生变化。受基础设施建设业务因无竣工结算项目、新增PPP模式基础设施建设项目尚未开工和土地出让计划和价格影响，上述业务均未确认收入；同时保障房业务未形成收入，新增商品房建设尚处前提准备阶段。受上述因素综合影响，跟踪期内，公司收入仍主要由贸易收入构成，2018年，公司实现主营业务收入26.65亿元，同比小幅下降，同期，毛利率降至1.22%。

2019年1~3月，公司主营业务收入相当于2018年的12.50%，仍主要由贸易收入构成，主营业务毛利率增至1.85%。

表3　2017~2018年及2019年1~3月公司业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年			2019年1~3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设	--	--	--	--	--	--	--	--	--
土地转让	7168.02	2.36	48.38	--	--	--	--	--	--
房产销售	6204.77	2.04	25.73	1010.34	0.38	7.37	310.75	0.93	30.37
贸易收入	290319.87	95.60	1.63	265466.96	99.62	1.20	33010.96	99.07	1.58
合计	**303692.66**	**100.00**	**3.22**	**266477.30**	**100.00**	**1.22**	**33321.71**	**100.00**	**1.85**

资料来源：公司提供

2. 经营分析

基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施建设运营模式未发生变化。因无竣工结算项目，仍未确认收入。考虑到该业务整体存量项目有限，且受收入确认方法影响，收入持续和稳定性较差。联合资信将持续关注该板块收入确认和回款执行情况。

基础设施建设收入主要由道路工程收入和场馆建设收入构成，并按照项目投资额计入公司存货，项目竣工结算后，由滨州市政府投资评审中心进行审计，市财政局按项目审定的金额加成后的总金额进行回购（加成比例为9%），待项目完工结算一次性确认收入。工程竣工决算手续办理完毕，政府支付回购款。

道路工程方面，截至2019年3月底，公司已竣工并由政府实现回购的道路工程（包含建安工程、雨水管网、污水管网、绿化工程、路面设施、工程建设费用等）累计完成总长度579186米，总面积3704312平方米，总投资额55.06亿元，实现回购收入60.02亿元。截至2019年3月底，公司在建尚未竣工决算的道路工程累计投资额5.94亿元，道路施工总长度62484米，施工面积399630平方米。

除道路工程外，公司已建成奥林匹克工程、档案馆工程、老干部中心工程、滨州市文化中心工程等大型工程项目。目前，公司在建的大型工程主要为道路工程、一馆三中心工程、三馆一院工程、全民健身中心工程等。此外，公司与滨州经济开发区、惠民县政府签订政府采购协议，公司作为S247乐胡线惠民县城至里则镇段改建工程建设主体负责项目承建工作，项目总投资9.67亿元（未含融资费用2.00亿元），截至2019年3月底，已完成投资7.17亿元，项目总采购额12.25亿元，其中滨州经济开发区和惠民县政府采购额分别为1.88亿元和10.37亿元。待项目竣工结算后按项目建设成本和融资费用加成5%一次性确认收入，并按15年分期支付

采购款。上述5个在建项目计划投资总额31.77亿元，截至2019年3月底，已投资额27.93亿元，未来尚需投资规模较小。

跟踪期内，公司基础设施建设业务因无竣工结算项目，仍未确认收入。2018年及2019年1~3月，公司未收到回款。该业务存量项目规模有限，且受收入确认方法影响，收入持续和稳定性较差。联合资信将持续关注该板块收入确认和回款执行情况。

表 4　截至 2019 年 3 月底公司在建工程明细（单位：亿元）

项目名称	建设内容	计划总投资额	已投资额	项目批复文件
滨州市一馆三中心工程	科技馆、青少年活动中心、职工活动中心、妇儿活动中心	3.60	3.32	滨发改科社〔2010〕178 号、滨规函〔2010〕465 号、滨政地字〔2011〕108 号、滨环审表〔2010〕83 号
滨州市城区城市道路工程	城区道路的建设、改造及排水工程、路灯、绿化、人行道等基础设施工程	6.00	5.94	--
文化中心项目（三馆一院中心）	总建筑面积 6.8 万平方米，包括市博物馆、市图书馆、市文化馆和滨州大剧院四部分	7.50	6.70	滨发改社科〔2009〕474、477、463、466 号；滨环审表〔2010〕55、56、57、58 号；滨分国土资字〔2009〕第 92、93、94、95 号。
全民健身中心工程	总占地面积 2000 亩。工程总建筑面积 30 万平方米	5.00	4.80	滨发改科社〔2007〕28 号、滨政地字〔2006〕13 号、滨环建验〔2011〕7 号
S247 乐胡线惠民县城至里则镇段改建工程	路线全长 41.72 公里，建设里程 36.60 公里，原状利用 S239 大济线 5.12 公里	9.67	7.17	鲁发改能交〔2014〕1178 号、鲁国土资函〔2014〕255 号、鲁环审〔2014〕116 号
合计	--	**31.77**	**27.93**	--

资料来源：公司提供

PPP模式基础设施建设项目

公司通过联合体投标方式参与交通基础设施工程、市政基础设施工程等领域。截至2019年3月底，PPP项目尚未开工。公司PPP项目投资规模较大、运营及回款周期较长，公司将面临一定的资本支出压力。

除传统基础设施建建设业务模式外，公司在交通基础设施工程、市政基础设施工程等领域，与当地政府、业主开展广泛的合作，积极采用PPP等投资和项目运营模式。

PPP项目主要业务模式是公司联合大型建筑企业主导对接地方政府和平台公司促成项目落地的业务模式。公司目前参与的PPP项目主要通过与大型建筑企业组成联合体投标，中标后组建项目公司，公司在项目公司中占控股比例，主要负责项目的部分施工建设、资本金缺口及后期项目资金的融资。资金大多通过政府付费模式，少量通过可行性缺口补助模式实现投资本金和投资收益回流。PPP项目运营及回款周期较长，公司或将面临一定的资本支出压力，并对其资金管理及风险管控能力提出了更高的要求。

公司作为社会资本方参与了滨州黄河大桥PPP项目和博兴县城区基础设施配套及环境提升建设PPP项目2个项目（均已入库），合同总金额42.91亿元，截至2019年3月底，上述项目尚未开工。

表 5　公司已签订 PPP 项目情况表（单位：年、亿元）

项目名称	项目业主	建设期+合作运营期	合同金额	对项目公司参股比例	项目公司注册资本	已投资额	2019 年 3 月底累计确认收入	未来三年投资计划		
								2019 年 4~12 月	2020 年	2021 年
黄河大桥 PPP 项目	滨州市交通运输局	3+25	28.97	80.00%	5.79	尚未开工	--	11.59	11.59	5.79
博兴县城区基础设施配套及环境提升建设 PPP 项目	博兴县综合行政执法局、博兴县住房和城乡建设局	3+12	13.94	65.00%	3.49	尚未开工	--	4.88	4.88	4.18

合计	--	42.91	--	9.28	-	--	16.47	16.47	9.97

资料来源：公司提供

房产销售

跟踪期内，保障房业务形成少量尾房销售收入，且无新增建保障房项目；商品房建设尚处前期准备阶段，建设规模小。公司房地产销售业务持续性差。

在市政建设的同时，公司也负责保障性住房（主要为经济适用房和廉租房）项目建设，并兼营商业开发业务。公司子公司滨州恒信负责保障房建设和销售，具备保障房建设资质。

（1）保障房

公司保障房主要包括廉租房和经济适用房。其中公司建设廉租房的资金主要来源于自有资金以及对外借款，所用土地大部分为政府划拨土地，廉租房建成后，按照规定对核定的特定低收入群体进行租赁。其中部分区域廉租房按成本价转让给政府，公司以转让价格（成本价）确认收入同时按同一价格确认成本，不考虑其税费影响，其毛利率为零，若考虑其税费影响，营业利润为负，滨州市财政局按转让价格的5%给予专项补贴。公司廉租房业务总投资1.78亿元，截至2019年3月底，均已完成投资并全部收到回款。

公司建设经济适用房的资金主要来源于自有资金以及对外借款，所用土地大部分为政府划拨土地，因划拨用地为无偿获得，无成本投入，故其价值未入账，同时也未计入开发成本。待项目建设完工后，公司按照市房管局根据条件审查确定的购买名单对外销售经济适用房，对住房面积65㎡以内部分按市场指导价1550元/㎡计算销售，对面积超过65㎡以上部分按2800元/㎡略低于市场价格的售价予以销售，公司以含税售价确认收入，同时按实际建安成本确认成本。

公司建设的5个保障性住房小区，均处于滨州市经济开区，总建筑面积584111.53平方米，包括5116套经济适用房、380套廉租房和748套公租房。其中南街家苑三区、北街家苑二区、大尚家苑、东尚家苑、安兴家苑等5个保障性住房小区建设工程均已于2016年完工，项目总投资15.34亿元，其中10.80亿元由2013年发行的公司债券解决，其余资金由公司自筹解决。公司的保障性住房计入存货（开发产品和开发成本）。依据公司与滨州市经济技术开发区财政局签订的移交协议，将滨州恒信承担的保障性住房整体移交滨州市中海新星置业有限公司。截至2019年3月底，经适房剩余未销售面积仅为2695.02平方米，规模较小。

跟踪期内，政府未安排经审查购买名单，公司未实现保障房销售收入。截至2019年3月底，公司已完工保障性住房，项目总投资15.34亿元，累计收到款12.58亿元。

（2）商品房

公司建设商品房项目的资金主要来源于自有资金以及对外借款，所用土地通过招拍挂取得。待项目建设完工后，公司按照市场价格对外出售。

2017~2018年及2019年1~3月，公司分别实现商品房收入0.62亿元、0.10亿元和310.75万元；2017年，公司就财馨小区剩余37套住宅集中进行销售，因此期间滨州房价较高，故2017年毛利率较高；2018年及2019年1~3月，商品房销售收入主要来源于滨州市财馨小区为业主办理不动产证、开具发票结转行成的收入。滨州市财馨小区是2017年由滨州市机关服务管理中心移交形成，共建有6幢商品房，但未办理房产证，2017年移交之后，由公司为业主承担办证、开票等事宜。自2017年至2019年3月底，全部6幢商品房已有4幢完成不动产证办理和发票开具。剩余2幢正在沟通、协调过程中，预计剩余2幢办证、开票后可结转收入约3000万元。

目前公司商品房建设项目为白鹭湖花园。项目规划面积35409.00平方米，计划总投资3.60亿元，计划建设期间为2019年6月至2021

年12月；目前项目处于前期阶段，已取得国有土地使用权证、立项批复、环评批复、建设用地规划许可证等合法性文件。

会计处理方面，商品房项目开工建设期间，所支出的全部成本费用计入“开发成本”，待完工决算后计入“存货-开发产品”；实现销售后确认为收入，同时结转成本。

土地转让及土地指标转让

跟踪期内，受转让计划和价格影响，土地转让及土地指标转让业务仍未形成收入；公司储备土地较多，考虑到土地转让情况易受当地房地产市场波动的影响，未来收入形成存在一定的不确定性，同时土地转让资金采用分期回流，未来回款情况有待关注。

土地指标业务主要系考虑到耕地占补平衡指标比较紧张，公司 2016 年提前收购了部分耕地占补平衡指标，以解决公司新的建设项目土地手续问题，后因暂无新的建设项目，公司将收购的耕地占补平衡指标对外进行转让，并于 2016 年实现收入 5.66 亿元，毛利率-6.00%，毛利率为负主要系平价转让，并缴纳相关税费所致，公司因平价出售上述指标承担的税费税费损失已由滨州市政府通过财政补贴方式弥补。跟踪期内，该业务仍未形成收入。

公司储备土地较多，未来几年内可为公司土地转让业务提供有效支撑。截至 2019 年 3 月底，公司存量可转让土地面积 1441855.90 平方米，账面价值 217528.59 万元；剩余耕地占补平衡指标 90000.00 万元。公司土地出让计划将视土地增值情况、公司流动性需求以及政府整体规划确定，考虑到转让情况易受当地房地产市场波动的影响，未来转让收入形成存在一定的不确定性，同时土地转让资金采用分期回流，未来回款情况有待关注。

表6　截至2019年3月底公司存量土地明细（单位：平方米、万元）

土地使用权证号	土地面积	使用权类型	用途	入账价值	缴纳出让金金额	入账依据	是否足额缴纳出让金
滨国用（2016）第 9739 号	977090.90	出让	其他商服用地	175876.37	117250.90	评估入账	否
滨国用（2016）第 9738 号	197046.00	划拨	公共设施用地	5384.58	5383.00	购买价格	否
滨国用（2016）第 9737 号	53339.00	出让	文体娱乐用地	10023.95	9638.00	购买价格	是
鲁（2017）滨州市不动产权第 0012643 号	48341.00	出让	仓储用地	1751.39	1168.00	购买价格	否
滨国用（2016）第 9735 号	166069.00	出让	文体娱乐用地	24492.30	23549.00	购买价格	是
合计	**1441885.90**	--	--	**217528.59**	**156988.90**	--	--

注：公司土地均已经缴纳出让金。其中，部分是由公司缴纳的土地出让金，能够提供土地出让凭证；其余地块的土地出让金缴纳人不是公司，系历经多次转让后，由政府无偿划转公司

资料来源：公司提供

贸易收入

贸易收入作为公司当前主要收入来源，跟踪期内，收入规模和毛利率有所下降。但考虑到该板块业运作务相对市场化，且在经营过程中形成一定的资金占用情况，同时代理进出口业务的可持续性存在一定不确定性，经营风险值得关注。

公司贸易业务由旗下子公司三角洲实业公司经营。贸易模式方面，公司贸易业务分为国际贸易和国内贸易两个板块，其中，国际贸易主要为进口燃料油、铁矿石、铝矿砂、芳烃、木材以及出口板材，其中出口业务和进口铁矿砂、木材业务均为代理业务，其余商品均采取国内贸易的方式。

采购和销售方面，公司根据商品不同形成长期的采购网络，其中铁矿石主要供应商主要为青岛隆宇坤国际贸易有限公司，而由于油品类贸易量大，乙二醇采购主要以境外企业为主。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司前五大供应商占比分别为 53.43%和 91.00%，整体采购集中

度较高。公司通过上游商品采购后，主要将商品销售给山东省内大型化工企业和钢材企业等，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司前五大客户分别占比 79.62%和 80.45%。

表 7　公司 2018 年及 2019 年 1~3 月前五大供应商情况（单位：万元、%）

2018 年度			
主要供应商	**金额**	**占比**	**供应原材料名称**
青岛隆宇坤国际贸易有限公司	51208.00	18.94	铁矿石
东营市亚通石化有限公司	28534.00	10.55	油品类
山东中油胜利石油销售有限公司	27008.00	9.99	油品类
如皋丰利石油化工有限公司	19130.00	7.08	油品类
如皋凯能石油化工有限公司	18665.00	6.9	油品类
合计	**144545.00**	**53.46**	--
2019 年 1~3 月			
主要供应商	**金额**	**占比**	**供应原材料名称**
青岛隆宇坤国际贸易有限公司	23683.00	64.00	铁矿石
山东中油胜利石油销售有限公司	4496.58	12.00	油品类
BEST PARTNER INTERNATIONAL	2732.22	7.00	乙二醇
ITG RESOURCES(SINGAPORE) PTE.LTD.	1715.19	5.00	乙二醇
山东蓝天钢结构工程有限公司	1181.47	3.00	金属材料类
合计	**33808.46**	**91.00**	--

资料来源：公司提供

结算方式方面，公司在进口业务中与国外供应商主要采取国际信用证的结算方式，与出口国外客户的结算方式为国际信用证和电汇，与国内客户及供应商采取电汇、银行承兑汇票、商业承兑汇票和国内信用证等多种结算方式。公司在开展部分贸易业务过程中存在资金占用的情况，代理出口业务中，公司在收到国外客户开具的国际信用证后需支付给代理委托方一定比例的预付货款；煤炭和石油化工品贸易业务中，公司对大型国有企业客户采取先转移货权，后收取货款的操作方式，形成一定账期。

公司通过加强与信誉好、实力强的优质客户达成战略合作、延伸业务经营范围。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别实现贸易收入 26.55 亿元和 3.30 亿元，毛利率分别为 1.20%和 1.58%。考虑到该板块完全市场化经营，且在经营过程中形成一定的资金占用情况，经营风险值得关注。

表 8　公司 2018 及 2019 年 1~3 月前五大客户情况（单位：万元、%）

2018 年度			
主要客户	**金额**	**占比**	**主要商品**
山东省博兴县永鑫化工有限公司	151800.00	49.16	油品类
山东鲁丽钢铁有限公司	52068.00	16.86	铁矿石
山东阳信龙悦再生环保材料有限公司	22947.00	7.43	化纤用聚酯专用料
山东瑞福锂业有限公司	9904.00	3.21	锂矿石
山东铁雄冶金科技有限公司	9147.00	2.96	煤炭
合 计	**245,866.00**	**79.62**	
2019 年 1~3 月			
主要客户	**金额**	**占比**	**主要商品**
山东省博兴县永鑫化工有限公司	122353.00	48.66	油品类
山东鲁丽钢铁有限公司	47496.00	18.89	铁矿石
山东阳信龙悦再生环保材料有限公司	16352.00	6.50	化纤用聚酯专用料
山东瑞福锂业有限公司	16352.00	3.93	锂矿石
山东蓝天钢结构工程有限公司	6220.00	2.47	板材类
合 计	**208773.00**	**80.45**	

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司作为滨州市城市基础设施建设、保障房建设的主要主体，将进一步结合滨州市政府总体规划，未来三到五年内将主要从参与 PPP 项目、实施棚户区改造、房地产开发等方面开展业务；进一步依托省级外贸综合服务企业平台，设立海外仓，扩大商品进出口贸易业务；股权投资供水、供热、道路、城建、市政、环保等具有经营和建设资质的公司企业，实施集团多元化经营发展。

八、财务分析

公司提供了2018年合并财务报告，瑞华会计师事务所（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审计结论；公司提供的2019年1~3月财务数据未经审计。

合并范围方面，截至2017年底，公司纳入合并范围子公司共计4家；2018年，公司合并范围未发生变化；2019年1~3月，公司新增财金天工公司和黄河大桥公司两个项目公司。截至2019年3月底，公司纳入合并范围一级子公司共计6家，财务数据具有可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，资产规模有所下降，资产构成仍以流动资产为主；应收类款项仍占比高，对公司资金占用严重；公司存货和长期应收款规模大，资产流动性弱。公司整体资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额215.64亿元，较上年下降6.20%。其中流动资产占62.46%，公司资产以流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	27.63	12.02	17.96	8.33	18.43	8.42
应收账款	9.32	4.05	9.31	4.32	11.34	5.18
预付账款	12.11	5.27	10.05	4.66	8.38	3.83
其他应收款	23.68	10.30	23.33	10.82	25.67	11.73
存货	62.44	27.16	70.22	32.56	73.01	33.37
流动资产	**142.19**	**61.85**	**134.70**	**62.46**	**138.06**	**63.11**
长期应收款	72.21	31.41	74.20	34.41	74.08	33.86
固定资产	10.46	4.55	4.32	2.00	4.31	1.97
在建工程	3.19	1.39	0.00	0.00	0.52	0.24
非流动资产	**87.70**	**38.15**	**80.95**	**37.54**	**80.71**	**36.89**
资产总额	**229.89**	**100.00**	**215.64**	**100.00**	**218.77**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季报整理

截至 2018 年底，公司流动资产 134.70 亿元，同比下降 5.27%，主要系货币资金下降所致。公司货币资金为 17.96 亿元，同比大幅下降 34.99%；其中，银行存款 14.63 亿元，其他货币资金 3.33 亿元，主要系各类保证金、冻结或质押的定期存款。截至 2018 年底，公司应收账款 9.31 亿元，同比变化不大。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款为 3.91 亿元，其中账龄 2 年以内的占比 94.88%，账龄较短；采用其他方法计提坏账准备的应收账款规模为 5.41 亿元，系应收滨州市财政局款项，公司未对其计提坏账准备。公司应收账款前五名单位合计金额为 8.05 亿元，占比为 86.51%，应收账款集中度高。预付账款 10.05 亿元，同比下降 16.99%，主要系子公司三角洲实业公司预付贸易款减少所致。其他应收款 23.33 亿元，

较上年底变化不大；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 7.43 亿元，其中 1 年以内占 29.48%，1~2 年占 45.49%，2~3 占 14.00%；截至 2018 年底，其他应收款累计计提坏账准备 0.99 亿元。存货为 70.22 亿元，同比增长 12.47%，主要系民安锦苑和民安鹊华苑项目投入增长所致；公司存货主要由土地（占 43.79%）和开发成本（占 53.92%）构成。截至 2018 年底，公司非流动资产 80.95 亿元，同比下降 7.70%，主要系固定资产下降所致；非流动资产以长期应收款（占 91.66%）为主。截至 2018 年底，长期应收款为 74.20 亿元，同比增长 2.76%，主要仍系由分期收款销售商品形成的应收货款、子公司财金投资统借统还的长期借款及收到的上级拨付棚改资金分发给各个区县形成的应收款项。截至 2018 年底，公司固定资产 4.32 亿元，同比大幅下降 58.72%，主要系公司根据滨财金集团〔2018〕56 号文，对供水管网、供暖管网及污水管网等公益性资产进行剥离所致；公司固定资产以房屋及建筑物（4.10 亿元）为主，累计折旧 0.50 亿元；公司尚有 2.19 亿元固定资产未办妥产权证书。截至 2018 年底，公司受限资产为货币资金 3.33 亿元，主要系各类保证金、冻结或质押的定期存款；公司无其他受限资产。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 218.77 亿元，较 2018 年底略有增长；资产结构仍以流动资产为主。同期，公司其他应收款为 25.67 亿元，较 2018 年底增长 2.34 亿元，主要系与当地财政局往来款增加所致；存货为 73.01 亿元，较 2018 年底增长 3.97%，主要系开发成本增加所致；公司其他流动资产为 1.01 亿元，较 2018 年底下降 2.70 亿元，系公司赎回到期理财所致。公司其他资产科目较 2018 年底变化不大。

2. 资本结构

受政府剥离公益性资产影响，跟踪期内，公司所有者权益规模有所下降；公司权益仍以资本公积为主。

截至 2018 年底，公司所有者权益 94.13 亿元，同比下降 9.16%，主要系资本公积减少所致；其中，实收资本占 3.19%、资本公积占 77.25%、未分配利润占 11.90%、少数股东权益占 6.58%。

表10　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	3.00	2.89	3.00	3.19	3.00	3.17
资本公积	81.29	78.44	72.72	77.25	72.72	76.94
未分配利润	12.21	11.78	11.20	11.90	11.05	11.69
所有者权益合计	**103.63**	**100.00**	**94.13**	**100.00**	**94.52**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和2019年一季报整理

截至 2018 年底，公司实收资本仍为 3.00 亿元，较 2017 年底未发生变化。资本公积为 72.72 亿元，同比下降 10.54%，主要系剥离管网类公益性资产、移交滨州市社会养老服务中心项目等原因所致。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益规模与结构较 2018 年底保持相对稳定。

跟踪期内，公司负债总额有所下降，构成仍以非流动负债为主；调整后有息债务规模相对稳定，债务负担较重，债务结构仍以调整后长期债务为主，债务结构合理。

截至 2018 年底，公司负债总额 121.51 亿元，同比下降 3.76%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债减少所致；受此影响，公司非流动负债占比较上年底增加 8.12 个百分点，增至 80.43%，公司以非流动负债为主。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.61	2.07	2.07	1.70	4.25	3.42
应付票据	3.11	2.46	5.44	4.48	4.43	3.57
预收款项	4.43	3.51	2.68	2.21	2.83	2.28
其他应付款	8.58	6.80	5.51	4.53	3.78	3.04
一年内到期的非流动负债	15.29	12.11	7.00	5.76	4.71	3.79
流动负债	**34.96**	**27.69**	**23.78**	**19.57**	**22.15**	**17.83**
长期借款	39.66	31.41	35.73	29.40	35.64	28.68
应付债券	8.00	6.34	18.10	14.90	18.10	14.57
长期应付款	35.55	28.16	36.06	29.68	36.06	29.02
专项应付款	8.09	6.41	7.84	6.45	12.31	9.91
非流动负债	**91.30**	**72.31**	**97.73**	**80.43**	**102.10**	**82.17**
负债合计	**126.26**	**100.00**	**121.51**	**100.00**	**124.25**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2019 年一季报整理

截至2018年底，公司流动负债23.78亿元，同比下降31.98%，主要系其他应付款和一年内到期非流动负债下降所致。截至 2018 年底，公司短期借款为 2.07 亿元，均系保证借款。同期，公司应付票据为 5.44 亿元，同比大幅增长 74.83%，主要系贸易业务形成的银行承兑汇票和信用证。公司预收账款为 2.68 亿元，同比下降 1.75 亿元，主要系预收贸易款结转收入及工程项目结算所致。截至 2018 年底，公司其他应付款为 5.51 亿元，同比下降 3.07 亿元，系往来款支出所致。公司一年内到期的非流动负债为 7.00 亿元，同比下降 54.21%，其中一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为 4.40 亿元、2.00 亿元和 0.60 亿元。截至 2018 年底，公司非流动负债为 97.73 亿元，同比增长 7.04%，主要系应付债券增长所致。长期借款为 35.73 亿元，同比下降 9.92%。将调整至“一年内到期的非流动负债”的 4.40 亿元长期借款考虑在内，公司保证借款 4.99 亿元、质押借款 28.10 亿元、质押加担保借款 7.05 亿元。公司应付债券为 18.10 亿元，同比增长 10.10 亿元，主要系公司发行“18 滨州城投 PPN001”7.00 亿元、“18 滨州城投 MTN001”5.10 亿元并将部分应付债券调整至“一年内到期的非流动负债”科目所致。长期应付款为 36.06 亿元，同比小幅增长 0.51 亿元，主要系省财金公司向公司发放棚改贷和偿还润滨基金借款等综合原因所致。专项应付款为 7.84 亿元，当年新增 1.88 亿元，支付 2.12 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 124.25 亿元，较 2018 年底小幅增长 2.26%；其中非流动负债占比 82.17%，负债结构仍以非流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，公司流动负债为 22.15 亿元，较 2018 年底变化不大；其中，其他应付款为 3.78 亿元，同比下降 1.73 亿元，主要系偿还往来款所致。截至 2019 年 3 月底，公司非流动负债为 102.10 亿元，同比增长 4.66 亿元，主要系公司收到政府拨付的专项资金所致；公司非流动负债其他科目较 2018 年底变化不大。

截至2018年底，公司全部债务68.34亿元，较上年底变化不大。同期，公司全部债务中，短期债务和长期债务分别占比 21.23%和 78.77%。若将公司长期应付款中有息债务计入调整后长期债务核算，截至 2018 年底，公司调整后全部债务 104.40 亿元，公司调整后长期债务占比为 86.10%，公司债务结构以长期债务为主。债务指标方面，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续增长；受债务结构变动影响，长期债务资本化比率波动增长。截至

2018 年底，上述三项项指标分别为 56.35%、42.06%和 36.38%。同期，公司调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 48.85%和 52.59%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 67.13 亿元，较 2018 年底略有下降，主要系偿付一年内到期的非流动负债所致，公司调整后全部债务下降至 103.18 亿元。受此影响，公司调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别降至 52.19%和 48.72%，资产负债率小幅增长至 56.80%。公司债务负担较 2018 年底变化不大。

3. 盈利能力

跟踪期内，受公司业务稳定性和持续性较差影响，公司营业收入大幅下滑，期间费用控制能力尚可，利润总额对政府补助依赖度高，盈利能力弱。

2018 年，公司实现营业收入 27.68 亿元，同比下降 11.74%，主要系当年公司基础设施建设建设板块无完工结算项目，且土地转让及土地指标转让业务当年也未形成收入所致；公司业务稳定性和持续性较差。同期，公司营业成本同步下降。营业利润率 4.70%，较上年下降 1.45 个百分点。

公司期间费用以财务费用为主，2018 年期间费用 2.04 亿元，同比下降 17.41%，主要系财务费用下降所致。2018 年，公司期间费用率有所降至 7.37%，主要系外部融资减少所致。

2018 年，公司收到政府各项补助合计 1.30 亿元，实现利润总额 0.59 亿元，政府补助占利润总额的 220.34%，公司利润总额对政府补助依赖程度高；同期，公司 EBITDA 为 2.60 亿元，主要由费用化利息支出（1.87 亿元）和利润总额（0.59 亿元）构成，EBITDA 质量较差。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.50%和 0.61%，均较上年略有下降，公司盈利能力弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 3.40 亿元和-0.20 亿元，主要来自贸易业务。同期，公司营业利润率 3.64%，较上年有所下降。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入规模快速下，公司收现质量较好；投资活动现金流收支仍以理财产品买卖为主；考虑到项目未来投入情况及有息债务规模，公司未来仍面临一定筹资压力。

2018年，公司经营活动现金流入30.42亿元，同比大幅下降46.23%，主要系当年营业收入及往来款规模下降所致；同期，受公司贸易业务收缩影响，经营活动现金流出有所减少。2018年，公司经营活动现金流量净额-10.00亿元，经营活动产生的现金流量净额由正转负。公司现金收入比由2017年的119.59%下降至103.57%，公司收现质量有所下降但仍较好。

投资活动方面，公司投资活动产生的现金流主要为购买、赎回短期理财产品的现金收支，分别计入“收回投资所收到的现金”和“投资支付的现金”科目；此外，2018年，公司处置固定资产和其他长期资产收到的现金为0.96亿元，主要为公司将滨州市社会养老服务中心工程康复区和医疗区两个子工程移交给市政府投资项目代建管理中心收取的款项。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为7.14亿元。

2018年，公司获得筹资活动现金流入34.54亿元，主要为公司外部融资借款和收回转贷资金构成；公司筹资活动现金流出主要为偿还当年借款本息和对外转贷支付的现金。同期，公司筹资活动现金流量净额-4.41亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金流量净额1.22亿元。现金流入方面，销售商品、提供劳务收到的现金2.19亿元，主要为贸易销售回款；收到其他与经营活动有关的现金19.24亿元，主要为收到的棚改资金和往来款；现金流出方面，经营活动现金流出主要为支付其他与经营活动有关的现金17.58亿元，主要为支付的棚改资金和往来款。同期，公司现金收入比64.53%，

收现质量较上年明显下滑。2019年1~3月，公司投资活动现金流规模较小。公司筹资活动产生的现金流量净额-0.83亿元，吸收投资收到的现金0.54亿元，主要系收到的PPP项目资本金所致；收到和支付其他与筹资活动有关现金分别0.71亿元和0.72亿元，分别系转贷资金收支所致。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期债务偿付能力较弱；公司对外担保规模大，面临一定或有负债风险；考虑到政府对公司的支持，公司不能偿付到期债务的风险很低。

受流动负债降幅较大影响，公司流动比率和速动比率均有所增长，截至2018年底分别为566.40%和271.11%；截至2019年3月底上述指标分别上升至623.26%和293.64%。2018年，公司经营活动现金流量净额由正转负，对流动负债无保障能力。同期，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为1.24倍，现金类资产对短期债务保障能力一般。

2018年，公司EBITDA为2.60亿元，同比下降20.89%，其中费用化利息支出为1.87亿元、利润总额为0.59亿元，EBITDA质量较差。受EBITDA下降影响，公司调整后全部债务/EBITDA明显增长，截至2018年底为40.17倍，公司长期偿债能力有所弱化。总体看，公司长期偿债能力较弱，但考虑到政府对公司的支持，公司不能偿还到期债务的风险很低。

截至2019年3月底，公司获得银行授信额度139.83亿元，已使用额度为88.39亿元，未使用额度为51.43亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司对外担保金额合计38.85亿元，担保比率为41.11%，被担保单位主要为国有企业和事业单位，目前经营正常。公司担保规模较大，面临一定或有负债风险。

表12 截至2019年3月底公司对外担保情况

（单位：万元、%）

被担保人	金额	占比
滨州北海科技孵化器有限公司	129500.00	33.33
滨州市铁路投资管理有限公司	87500.00	22.52
滨州市交通产业有限公司	52100.00	13.41
黄河三角洲建设开发集团有限公司	40000.00	10.30
滨州水利发展有限公司	23437.50	6.03
滨州港务集团有限责任公司	22500.00	5.79
滨州市环海公用事业发展有限公司	17500.00	4.50
滨州市中海创业投资经营有限公司	11000.00	2.83
滨州市公共汽车公司	5000.00	1.29
合 计	**388537.50**	**100.00**

资料来源：公司提供

6. 母公司财务概况

母公司财务方面，截至2018年底，母公司资产总额135.38亿元，同比下降7.79%，其中流动资产107.72亿元。母公司资产总额占合并报表资产总额的49.95%，占比较低。

截至2018年底，母公司所有者权益合计87.62亿元，同比下降9.57%，主要由资本公积和未分配利润构成，占合并报表所有者权益的93.08%，占比很高。

截至2018年底，母公司负债合计47.76亿元，同比下降4.32%，主要为非流动负债。母公司负债占合并报表负债的39.31%，占比低。

2018年，母公司实现营业收入1.29亿元、利润总额为0.63亿元，其中其他收益1.30亿元；同期合并报表利润总额为0.59亿元，公司合并范围内利润总额对母公司获得的政府支持依赖性强。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年底，公司存续债券余额20.10亿元，一年内即将到期兑付2.00亿元，存续债券的短期偿债压力小，未来存在一定集中兑付压力。

截至2018年底，公司一年内到期兑付债券偿还本金2.00亿元，2021年将达到存续债券待偿本金峰值16.10亿元。截至2018年底，公司现

金类资产17.96亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为30.42亿元、-10.00亿元和2.60亿元，对公司存续债券保障情况如下表。公司存续债券的短期偿债压力小，未来存在一定集中兑付压力。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

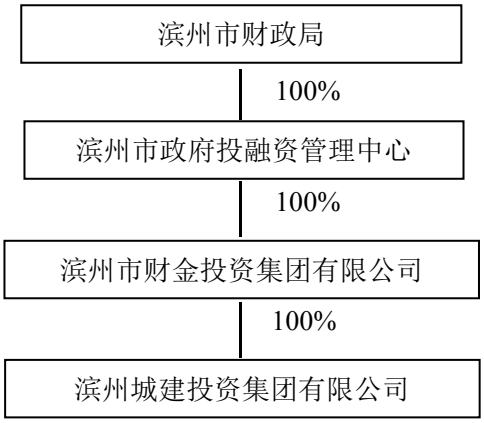
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	2.00
未来待偿债券本金峰值	16.10
现金类资产/一年内到期债券余额	8.98
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.89
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.62
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.16

资料来源：根据公司提供资料整理

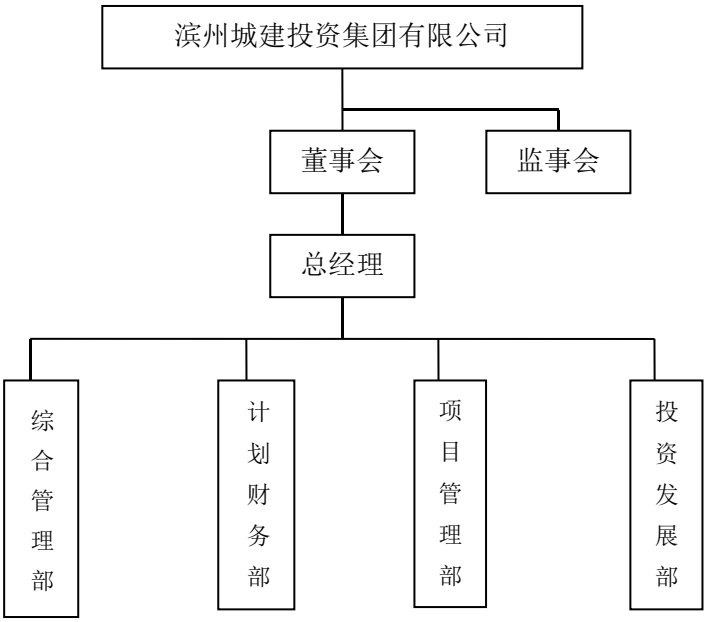
十、结论

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 滨州城投 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2019 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	业务性质
1	山东黄河三角洲实业有限公司	5000.00	100.00	大宗能源及资源商品贸易
2	滨州恒信置业有限公司	1800.00	100.00	房地产开发、销售
3	滨州养老产业投资经营有限公司	26100.00	38.31	养老产业投资经营管理、老年用品经营
4	滨州市财金投资有限公司	90747.71	51.75	基础设施建设项目投资、棚户区改造、保障房开发
5	滨州黄河大桥建设管理有限公司	57948.00	80.00	黄河大桥 PPP 项目所包含的各分类项目的投资、建设、运营维护和移交等工作
6	博兴县财金天工工程管理有限公司	34912.00	65.00	博兴县城区基础设施配套及环境提升建设 PPP 项目（包含各分类项目的投资、建设、运营维护和移交等工作）

注：公司对滨州养老产业投资经营有限公司表决权比例为 100%

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.88	27.64	17.96	18.43
资产总额(亿元)	209.72	229.89	215.64	218.77
所有者权益(亿元)	100.59	103.63	94.13	94.52
短期债务(亿元)	9.12	21.02	14.51	13.38
长期债务(亿元)	54.68	47.66	53.83	53.74
调整后长期债务(亿元)	94.76	83.21	89.89	89.80
全部债务(亿元)	63.80	68.68	68.34	67.13
调整后全部债务(亿元)	103.88	104.23	104.40	103.18
营业收入(亿元)	92.31	31.36	27.68	3.40
利润总额(亿元)	1.02	0.75	0.59	-0.20
EBITDA(亿元)	4.19	3.29	2.60	--
经营性净现金流(亿元)	-2.57	9.90	-10.00	1.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.99	2.54	2.97	--
存货周转次数(次)	1.79	0.52	0.40	--
总资产周转次数(次)	0.88	0.14	0.12	--
现金收入比(%)	88.46	119.59	103.57	64.53
应收类款项/资产总额(%)	40.08	45.77	49.55	50.78
营业利润率(%)	2.98	6.15	4.70	3.64
总资本收益率(%)	2.26	1.65	1.50	--
净资产收益率(%)	0.97	0.69	0.61	--
长期债务资本化比率(%)	35.22	31.51	36.38	36.25
调整后长期债务资本化比率(%)	48.51	44.54	48.85	48.72
全部债务资本化比率(%)	38.81	39.86	42.06	41.53
调整后全部债务资本化比率(%)	50.80	50.15	52.59	52.19
资产负债率(%)	52.04	54.92	56.35	56.80
流动比率(%)	1052.73	406.69	566.40	623.26
速动比率(%)	705.84	228.09	271.11	293.64
经营现金流动负债比(%)	-17.89	28.33	-42.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.24	20.90	26.29	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	24.80	31.73	40.17	--
销售债权周转次数(次)	11.99	2.54	2.97	--

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款，调整后全部债务=调整后长期债务+短期债务，公司提供的 2019 年 1~3 月财务数据未经审计

附件 4　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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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%
应收类账款/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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	
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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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

附件 5-1　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 5-2　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