信用等级公告

联合〔2020〕2688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其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

二〇二〇年七月二十四日

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 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
滨州城建投资集团有限公司	AA$^+$	稳定	AA$^+$	稳定
18 滨州城投 MTN001	AA$^+$	稳定	AA$^+$	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 滨州城投 MTN001	5.10 亿元	5.10 亿元	2021/03/26

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 7 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa$^+$	评级结果		AA$^+$
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	5
			盈利能力	5
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

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，业务专营性突出。跟踪期内，滨州市整体经济实力较强，为公司提供了良好的外部发展环境；公司在股权划拨和财政补贴等方面持续获得政府支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司房产销售业务和土地转让业务持续性较差；公司资产质量一般、未来将面临一定的集中兑付压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司业务的开展，代建业务回款逐步到位，公司的营业收入规模及利润水平有望进一步提升。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. 外部发展环境良好。2019 年，滨州市全年实现地区生产总值 2457.19 亿元，按可比价格计算，增速为 4.1%，为公司的发展创造了良好的外部环境。

2. 区域专营性突出，持续获得外部支持。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。公司在股权划拨和财政补贴等方面持续获得政府支持。

关注

1. 公司收入规模大幅下降，房产销售业务和土地转让业务持续性较差。2019 年，公司实现营业收入 29.87 亿元，同比下降 20.14%。公司保障房业务未实现收入，剩余可售面积小且无在建及拟建保障房项目；商品房建设尚处前期准备阶段，建设规模小。公司土地转让业务仍未形成收入。

分析师：霍正泽　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

2. 公司资产整体流动性弱，资产质量一般。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。

3. 公司债务负担加重，面临一定的集中偿付压力。跟踪期内，公司债务规模持续快速增长，且于 2021 年面临一定的集中偿付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	27.72	18.18	19.05	14.31
资产总额(亿元)	229.64	216.35	242.36	247.86
所有者权益(亿元)	103.38	94.80	95.60	95.98
短期债务(亿元)	21.02	14.51	20.55	16.68
长期债务(亿元)	47.66	53.83	70.53	78.96
全部债务(亿元)	68.68	68.34	91.09	95.64
营业收入(亿元)	31.01	37.41	29.87	5.53
利润总额(亿元)	0.40	0.62	0.70	-0.19
EBITDA(亿元)	2.94	2.62	2.99	--
经营性净现金流(亿元)	9.90	-10.77	-2.21	-3.79
营业利润率(%)	5.10	3.62	6.01	4.55
净资产收益率(%)	0.36	0.62	0.75	--
资产负债率(%)	54.98	56.18	60.56	61.28
全部债务资本化比率(%)	39.92	41.89	48.79	49.91
流动比率(%)	405.96	568.48	525.52	588.26
经营现金流动负债比(%)	28.31	-45.23	-7.61	--
现金短期债务比(倍)	1.32	1.25	0.93	0.86
EBITDA 利息倍数(倍)	1.11	1.10	1.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.38	26.04	30.50	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	146.81	135.38	152.51	153.91
所有者权益(亿元)	96.90	87.62	88.69	88.56
全部债务(亿元)	39.37	39.17	56.71	60.12
营业收入(亿元)	1.71	1.29	1.73	0.21
利润总额(亿元)	1.03	0.63	1.11	-0.12
资产负债率(%)	34.00	35.27	41.85	42.46
全部债务资本化比率(%)	28.89	30.89	39.00	40.44
流动比率(%)	456.25	880.38	783.86	1035.29
经营现金流动负债比(%)	37.84	-24.02	14.74	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 滨州城投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/01/09	王治 张龙景	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 滨州城投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/07/26	王治 董洪延	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，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2020年跟踪评级报告

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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2020年2月，滨州市政府将滨州市政府投融资管理中心（以下简称“投融资管理中心”）持有的滨州市财金投资集团有限公司（原滨州市经济开发投资公司，以下简称“滨州财金集团”）股权划转至滨州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“滨州市国资委”），公司实际控制人变更为滨州市国资委。跟踪期内，公司唯一股东和职能定位均未发生变化，截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元，滨州财金集团仍为公司唯一股东，滨州市国资委为公司实际控制人。

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；不动产租赁；物业管理；以自有资金对外投资；受托管理股权投资基金；从事股权投资管理及相关咨询服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

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2020年3月底，公司合并范围一级子公司共计10家。

截至2019年底，公司合并资产总额242.36亿元，所有者权益合计95.60亿元（含少数股东权益7.37亿元）。2019年，公司实现营业收入29.87亿元，利润总额0.70亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额247.86亿元，所有者权益合计95.98亿元（含少数股东权益7.88亿元）。2020年1－3月，公司实现营业收入5.53亿元，利润总额-0.19亿元。

公司注册地址：山东省滨州市渤海十六路736号。法定代表人：朱华林。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020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2020年6月底联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

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年

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

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足

基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

2019 年，滨州市固定资产投资规模进一步收缩，但地区生产总值保持增长，滨州市整体经济实力较强，为公司发展提供了较好的外部环境。

跟踪期内，滨州市区域经济保持发展，但增速有所放缓。2019 年，滨州市全年实现生产总值（GDP）2457.19 亿元，按可比价格计算，增速为 4.1%。滨州市三次产业结构由上年的 8.8:44.9:46.3 调整为 9.37:42.37:48.26，第二产业增加值下降导致第一、三产业占比上升。同期，滨州市人均 GDP 达到 6.26 万元。

2019 年，固定资产投资同比下降 23.5%，固定资产投资规模进一步收缩。2019 年，第一产业完成投资下降 67.9%；第二产业完成投资下降 42.8%，其中工业技术改造完成投资下降 22.3%，占工业投资比重为 69.7%；第三产业完成投资增长 1.5%。民间投资下降 29.9%，民间投资占全部投资比重为 70.5%。

2019 年，滨州市房地产开发完成投资为 192.70 亿元，同比增加 26.83 亿元。2019 年，滨州市房屋竣工面积 337.14 万平方米，增长 42.34%，其中住宅 285.89 万平方米，增长 36.29%；商品房销售面积 382.83 万平方米，增长 28.27%，其中住宅 343.23 万平方米，增长 21.22%。

从 2019 年经济数据看，滨州市 GDP 水平在山东省各地级市中排名偏后。

表 3　2019 年山东省各地级市经济情况

（单位：亿元、%、万元）

地级市	GDP	GDP 增速	城镇居民人均可支配收入
青岛市	11741.31	6.50	5.45
济南市	9443.37	7.00	5.19
烟台市	7653.45	5.50	4.80
潍坊市	5688.50	3.70	4.17
临沂市	4600.25	3.00	3.79
济宁市	4370.17	3.80	--
淄博市	3642.40	3.50	4.52
菏泽市	3409.98	6.30	2.83
德州市	3022.27	6.10	2.85
威海市	2963.73	3.60	4.90
东营市	2916.19	4.20	5.11
泰安市	2663.60	6.30	3.77
滨州市	**2457.19**	**4.10**	**3.74**
聊城市	2259.82	3.70	2.92
日照市	1949.38	7.20	3.57
枣庄市	1693.91	3.60	3.40

资料来源：根据各地级市统计公报整理

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，公司实际控制人由滨州市财政局变更为滨州市国资委。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员发生变化。韩春山先生不再担任公司法定代表人，朱华林先生任公司执行董事兼总经理、法定代表人。朱华林先生，汉族，1974年生，本科学历；历任山东滨州糖酒副食品采购供应站财务科科员，滨州商厦贸易总公司财务部经理，山东滨州明天印务有限公司副总经理，公司财务部经理；现任公司执行董事兼总经理、法定代表人。合并范围内，公司其他在职人员未发生重大变化。

3. 外部支持

跟踪期内，滨州市财政实力较强，财政自给能力一般，政府债务负担重。同时，滨州市政府在股权划拨和财政补贴方面给予公司持续支持。

公司是滨州市政府重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。2019 年，滨州市一般公共预算收入为 242.96 亿元，较上年增长 1.0%。其中税收收入为 175.66 亿元，同比下降 4.6%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 72.3%，较上年下降 4.3 个百分点。同期，滨州市一般公共预算支出为 378.13 亿元，财政自给率为 64.25%，财政自给能力有所下降。

同期，滨州市政府性基金收入 190.32 亿元，同比增长 65%；上级补助收入 136.47 亿元。2019 年，滨州市地方综合财力为 569.75 亿元。截至 2019 年底，滨州市政府债务余额 517.52 亿元，政府债务率为 90.83%，政府债务负担重。

跟踪期内，滨州市财政局在股权划拨和政府补贴等方面持续给予公司支持。根据滨财国〔2019〕29号文，政府将滨州港务集团有限公司持有的山东滨港国际供应链有限公司（以下简称“滨港供应链公司”）51.00%的股权按账面价值划转至公司，同时，股东向公司划拨投资性房地产，上述事项合计增加资本公积0.17亿元。2019年，公司收到政府补贴0.78亿元。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好；联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

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）（统一社会信用代码：91371600786138334 9），截至2020年7月22日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2020 年 7 月 22 日，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，公司对章程进行修订，治理结构发生变化。公司不再设董事会，设执行董事一人，执行董事兼任公司总经理，由股东按有关规定委派。公司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，贸易业务规模下降致使公司营业收入有所减少，公司基础设施建设业务毛利率较高，公司综合毛利率有所提升。

2019 年，公司营业收入较上年下降 20.14%。系公司减少贸易业务规模所致。从毛利率水平看，由于基础设施建设业务仅确认代建管理费为收入且相关业务毛利率水平高，2019 年，公司综合毛利率较上年增加 2.38 个百分点至 6.12%。

2020年1－3月，公司实现营业收入5.53

亿元，综合毛利率4.66%。

表4　2018－2019年及2020年1－3月公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2018年			2019年			2020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	--	--	--	6171.40	2.07	100.00	725.18	1.31	100.00
贸易业务	362735.70	96.97	1.04	279635.64	93.61	0.99	53239.38	96.35	1.32
房产销售业务	1010.35	0.27	7.37	2865.57	0.96	64.28	180.88	0.33	21.62
其他业务	10320.01	2.76	98.46	10038.24	3.36	74.65	1108.74	2.01	97.89
合计	**374066.06**	**100.00**	**3.74**	**298710.85**	**100.00**	**6.12**	**55254.18**	**100.00**	**4.66**

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PPP模式的基建项目投资规模大，资金占用较为严重，且面临较大的资本支出压力。同时，传统模式基建项目的回款期限长，进一步加大了公司资金压力。

（1）传统模式

公司以代建模式承接城市基础设施投资建设任务。滨州市人民政府与公司签订《城市基础设施建设协议书》，授权公司出资建设城市基础设施。公司每年按照市政府制定的规划对市政基础建设进行开发投资，按照项目投资额计入“存货”科目。项目完工结算后进行审计，市财政局按审定投资规模加成后的总金额向公司结算项目收入（加成比例5%~9%）。公司采用净额法对道路及市政工程项目代建费用进行核算，即按照审定金额加成后的总金额与投资成本额的差额核算收入。截至2019年底，公司尚未竣工决算的道路工程累计投资额5.65亿元，公司在建的大型工程主要为道路工程、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。

截至2019年底，公司主要在建项目计划投资总额28.17亿元，已投资额24.61亿元，未来尚需投资规模较小。

表5　截至2019年底公司主要在建工程明细（单位：亿元）

项目名称	建设内容	计划总投资额	已投资额	未来回购计划		
				2020年	2021年	2022年
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	--	--	1.29
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	0.78	0.78	0.78
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	--	1.09	1.31
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	0.65	0.65	0.65
合计	--	**28.17**	**24.61**	**1.43**	**2.52**	**5.25**

资料来源：公司提供

2019年，公司实现代建收入6171.40万元，暂未收到回款，主要系公司一馆三中心项目及部分道路竣工结算并以9%的比例收取代建费形成的收入。因公司以净额法确认收入，毛利

率为100.00%。

截至2020年3月底，公司拟建基础设施项目两个，分别为高铁片区项目和康养片区项目，其中子项目高铁物流园区基础设施建设项目和医疗健康科研转化产业园基础设施项目，概算总投资为28.04亿元，2020－2021年，公司分别计划投资7.00亿元和10.75亿元。

（2）PPP模式

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、业主开展合作，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。

公司作为社会资本方参与了滨州黄河大桥PPP项目、博兴县城区基础设施配套及环境提升建设PPP项目和滨州市城区南部污水处理厂及配套管网工程PPP项目3个项目（均已入库），合同总金额68.99亿元，截至2020年3月底，上述项目已投资5.13亿元。PPP项目运营及回款周期较长，公司将面临较大的资本支出压力，并对其资金管理及风险管控能力提出了更高的要求。

表 6　截至 2020 年 3 月底公司已签订 PPP 项目情况表（单位：年、%、亿元）

项目名称	项目业主	建设期+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	未来三年投资计划		
							2020 年 4－12 月	2021 年	2022 年
黄河大桥 PPP 项目	滨州市交通运输局	3+25	28.97	80.00	5.79	1.61	11.83	7.87	8.89
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	1.74	4.89	6.28	1.05
滨州市城区南部污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	滨州市住房和城乡建设局	3+22	23.52	79.79	4.70	1.78	6.37	8.80	3.85
合 计	--	--	**68.99**	--	**9.28**	**5.13**	**23.09**	**22.95**	**13.79**

资料来源：公司提供

房产销售

跟踪期内，保障房业务未实现收入，剩余可售面积小且无在建及拟建保障房项目。商品房建设尚处前期准备阶段，项目投资规模小。总体看，公司房地产销售业务持续性较差。

（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2020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。

截至2019年底，公司已完工保障性住房项目总投资15.34亿元，累计收到回款12.58亿元；经适房剩余未销售面积仅为3072.08平方米，规模较小。截至2020年3月底，公司无在建及拟建保障房项目。

（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。

2019年及2020年1－3月，公司分别实现商品房收入2865.57万元及180.88万元。2019年，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、开具发票结转形成的收入。截至2020年3月底，公司完工可售商品房仅剩少量尾房。

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。

（3）棚改项目

子公司山东滨州民安置业有限公司（以下简称“民安置业”）承接滨州市2016年棚户区改造项目（一）（以下简称“棚改一期项目”）和滨州市市城区老旧小区棚改区改造项目（二）（以下简称“棚改二期项目”）。棚改一期项目计划总投资12.02亿元，其中政府划拨项目资本金为2.42亿元，山东省财金发展有限公司（以下简称“省财金”）转贷的国开行贷款9.60亿元，国开行贷款将由财政负责还本付息。棚改二期项目计划总投资约29.93亿元，项目建设资金主要来源于政府拨付的专项债资金。截至2019年底，公司“存货”科目中包括民安馨苑、民安佳苑、民安锦苑、民安鹊华苑、毛纺馨苑及待摊成本共计约19.78亿元，均为对棚改项目投入。公司棚改项目建成后处置方式暂未明确。

土地转让及土地指标转让

跟踪期内，土地转让及土地指标转让业务仍未形成收入，公司收到部分已转让的土地回款，业务持续性有待关注。

公司土地转让和土地指标业务仍由本部负责，业务模式主要为公司将其合法拥有的出让土地（含耕地占补平衡指标）通过转让给其他企事业单位，以获取土地转让收益。

2019 年及 2020 年 1－3 月，公司分别实现土地出让回款 5.35 亿元和 0.00 亿元。截至 2019 年底，公司土地出让收入尚有 7.84 亿元未收到回款（在“长期应收款-分期收款销售商品”反映）。根据 2015 年公司与滨州市市政工程管理处签订的土地转让协议，除公司于 2015 年收到的土地转让回款 3.92 亿元外，剩余回款自 2016 年起 4 年内均衡回款，每年回款 5.32 亿元。根据 2016 年公司与滨州北海科技孵化器有限公司签订的土地转让协议，除公司于 2016 年收到的土地转让回款 6.78 亿元外，剩余土地转让款 6.10 亿元，分期 20 年支付，具体分期支付金额为：2017－2021 年每年支付 0.10 亿元；2022－2026 年每年支付 0.20 亿元；2027－2036 年每年支付 0.46 亿元。

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 年底，公司存量可转让土地面积 144.19 万平方米，账面价值 21.75 亿元；剩余耕地占补平衡指标 9.00 亿元。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。

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，未来将根据业务开展情况将收购的耕地占补平衡指标对外进行转让，2017 年以来，该业务未形成收入。

贸易业务

跟踪期内，贸易业务存在资金占用情况，公司为控制风险，贸易业务规模有所下降。

公司贸易业务由子公司三角洲实业公司和供应链公司经营。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。

2019 年及 2020 年 1−3 月，公司前五大供应商占比分别为 60.21%和 98.64%，整体采购集中度较高。公司通过上游商品采购后，将商品销售给山东省内大型化工企业和钢材企业，2019 年及 2020 年 1−3 月，公司前五大销售客户分别占比为 73.75%和 87.76%。

表 7　公司 2019 年及 2020 年 1－3 月前五大供应商情况（单位：万元、%）

2019 年			
主要供应商	**金额**	**占比**	**供应原材料名称**
多成能源（海南）有限公司	48596.20	17.55	二甲苯、异辛烷等
青岛隆宇坤国际贸易有限公司	43507.75	15.71	矿石类
山东鲁丽钢铁有限公司	40029.37	14.46	碳结圆钢
中船重工物贸集团上海贸易有限公司	23720.55	8.57	乙二醇
山东滨州友源仓储有限公司	10847.65	3.92	小麦
合 计	**166701.52**	**60.21**	--
2020 年 1−3 月			
主要供应商	**金额**	**占比**	**供应原材料名称**
邹平盛旭食品贸易有限公司	31503.36	60.41	玉米
大庆龙化成品油储运有限公司	10627.96	20.38	甲基叔丁基醚、二甲苯等
山东齐旺达集团海仲石油化工有限公司	4020.72	7.71	油品类
WANXIANG SG PTE.LTD	2708.48	5.19	乙二醇
利华益利津炼化产品销售有限公司	2578.73	4.95	甲基叔丁基醚
合 计	**51439.25**	**98.64**	--

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。2019 年，公司实现贸易收入 27.96 亿元，公司为控制风险，贸易业务规模有所下降；毛利率为 0.99%，同比下降 0.05 个百分点。2020 年 1−3 月，该板块实现收入 5.32 亿元，毛利率增至 2.05%。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 2019 年及 2020 年 1－3 月前五大客户情况（单位：万元、%）

2019 年			
主要客户	**金额**	**占比**	**主要商品**
山东智森电子商务有限公司	56637.08	20.25	乙二醇及碳结圆钢
山东鲁丽钢铁有限公司	55766.48	19.94	矿石类及煤炭
东营市国鑫化工有限责任公司	38834.20	13.89	甲基、异辛烷等
大连保税区盛洋石化有限公司	29375.20	10.50	甲基、异辛烷等
上海拓汉实业有限公司	25631.55	9.17	乙二醇
合 计	**206244.51**	**73.75**	--
2020 年 1—3 月			
主要客户	**金额**	**占比**	**主要商品**
山东鲁丽钢铁有限公司	13839.82	26.00	铁矿石
广西石油化学工业供销有限公司	15060.62	28.29	甲基叔丁基醚异辛烷等
北京燕庆旺泰成品油销售有限公司	6097.84	11.45	95 号车用汽油
东营市国鑫化工有限责任公司	7653.52	14.38	甲基叔丁基醚异辛烷等
山东成达新能源科技有限公司	4072.19	7.65	油品类
合 计	**46723.99**	**87.76**	--

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

公司提供的2017－2019年三年连审的合并财务报告，容诚会计师事务所（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2020年1－3月财务数据未经审计。

合并范围方面，2019年，公司新增滨港供应链公司及黄河大桥公司等5家子公司，其中4家系投资设立，1家系划拨（滨港供应链公司）。2020年1－3月，公司投资新设子公司2家。截至2020年3月底，公司纳入合并范围子公司共10家。滨港供应链公司规模较小，财务数据具有可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，资产规模有所增长，资产构成仍以流动资产为主。应收类款项和存货占比高，对资金占用严重，公司资产流动性弱。公司整体资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额242.36亿元，较上年底增长12.02%；资产结构上，流动资产占比62.91%，仍以流动资产为主。

表9　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.18	8.40	19.05	7.86	14.31	5.77
应收账款	9.32	4.31	18.39	7.59	17.00	6.86
预付账款	10.89	5.03	9.86	4.07	10.63	4.29
其他应收款	23.33	10.78	26.93	11.11	26.09	10.53

存货	69.88	32.30	75.14	31.00	79.84	32.21
流动资产	**135.40**	**62.58**	**152.47**	**62.91**	**151.65**	**61.18**
长期应收款	74.20	34.30	65.62	27.08	65.62	26.47
固定资产	4.32	2.00	4.22	1.74	4.21	1.70
非流动资产	**80.95**	**37.42**	**89.90**	**37.09**	**96.22**	**38.82**
资产总额	**216.35**	**100.00**	**242.36**	**100.00**	**247.86**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

截至 2019 年底，公司流动资产 152.47 亿元，较上年底增长 12.61%，主要系应收账款及存货增长所致。公司货币资金为 19.05 亿元，较上年底小幅增长 4.82%。其中，银行存款 16.03 亿元；其他货币资金 3.02 亿元，主要为各类保证金及因法律纠纷冻结的货币资金（1.13 亿元）。公司无其他受限资产。公司应收账款为 18.39 亿元，较上年底大幅增长 97.42%，主要系公司一馆三中心项目、道路建设工程项目于 2019 年完成竣工结算并实现销售所致；为避免增值税进项税额与销项税额不匹配，公司以基础设施代建项目审定金额加成后的总金额与投资成本额的差额核算收入，以审定金额加成后的总金额核算应收账款；公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额 6.00 亿元，其中 2019 年计提坏账准备 0.16 亿元，账龄 1 年以内的占比 80.33%；采用其他方法计提坏账准备的应收账款余额 12.68 亿元，主要为应收滨州市财政局款项，不计提坏账准备；公司应收账款前五名单位合计金额为 16.34 亿元，占比为 88.87%，应收账款集中度高。截至 2019 年底，公司预付账款 9.86 亿元，较上年底下降 9.42%。公司其他应收款 26.93 亿元，较上年底增长 15.43%，本期转回坏账准备金额 0.73 亿元；公司其他应收款前五名金额合计占比 89.78%，集中度高。截至 2019 年底，公司存货为 75.14 亿元，较上年底增长 7.53%，主要系民安馨苑、毛纺馨苑及民安锦苑等项目投入增长所致；存货主要由土地（占 40.92%）和开发成本（占 56.27%）构成。截至 2019 年底，公司其他流动资产为 1.64 亿元，其中待处置基金份额收益权为 1.00 亿元，系滨州市重点企业发展基金份额。

截至 2019 年底，公司非流动资产为 89.90 亿元，较上年底增长 11.05%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资及在建工程增长所致；非流动资产以长期应收款为主。公司可供出售金融资产为 5.39 亿元，较上年底增加 3.57 亿元，主要系公司对市重点企业发展基金的投资款。同期，公司新增长期股权投资 9.74 亿元，主要为公司对联营企业滨州府新城市发展合伙企业（有限合伙）出资 9.21 亿元，公司作为 LP 持股 99.9997%，由山东府新创业投资有限公司（GP，持股 0.0003%）进行管理。公司长期应收款主要包括分期收款销售商品形成的应收货款及转贷资金，子公司滨财投资公司主要承担承接滨州市及各县区棚户区改造等项目的融资工作，滨财投资公司通过与政策银行签订统贷统还协议，将收到的贷款资金转贷给区县项目建设公司，融资费用由项目建设公司承担，滨财投资公司负责归集转贷资金和融资费用并统一归还；截至 2019 年底，该科目余额为 65.62 亿元，其中应收分期销售款 14.55 亿元，转贷款 52.53 亿元（含一年内到期的长期应收款）。截至 2019 年底，公司固定资产 4.22 亿元，较上年底变化不大，以房屋及建筑物（4.01 亿元）为主；公司尚有 2.15 亿元固定资产未办妥产权证书。截至 2019 年底，公司新增在建工程为 4.11 亿元，主要系公司滨州黄河大桥项目及博兴县城区基础设施配套及环境提升建设 PPP 项目投入所致。

截至2020年3月底，公司资产总额247.86亿元，较上年底变化不大。其中，长期股权投资为13.18亿元，较上年底增长35.37%，主要系投资齐鲁沾临高速公路有限公司及继续对滨州府新城市发展合伙企业（有限合伙）出资所

致。其他资产类科目较上年底变化不大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模变化不大，仍以资本公积为主，权益稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 95.60 亿元，较上年底变化不大。公司所有者权益各科目金额较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 95.98 亿元，公司所有者权益各科目金额较 2019 底变化不大。

表10 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	3.00	3.16	3.00	3.14	3.00	3.13
资本公积	73.23	77.25	73.40	76.78	73.47	76.55
未分配利润	10.86	11.46	10.70	11.19	10.49	10.93
少数股东权益	6.69	7.06	7.37	7.71	7.88	8.21
所有者权益	**94.80**	**100.00**	**95.60**	**100.00**	**95.98**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和2020年一季报整理

跟踪期内，公司负债总额有所增长，构成仍以非流动负债为主。公司债务规模持续扩张，调整后全部债务负担重，债务结构仍以调整后长期债务为主，公司 2021 年面临一定集中兑付压力。

截至 2019 年底，公司负债总额为 146.77 亿元，较上年底增长 20.75%，主要系应付债券及专项应付款等增长所致；公司负债以非流动负债为主。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.07	1.70	7.27	4.95	8.34	5.49
应付票据	5.44	4.48	5.48	3.73	3.20	2.11
其他应付款	5.51	4.53	5.06	3.45	4.17	2.74
一年内到期的非流动负债	7.00	5.76	7.81	5.32	5.14	3.38
流动负债	**23.82**	**19.60**	**29.01**	**19.77**	**25.78**	**16.97**
长期借款	35.73	29.40	40.23	27.41	40.66	26.77
应付债券	18.10	14.89	30.30	20.64	38.30	25.22
长期应付款	36.06	29.67	34.01	23.17	34.01	22.39
专项应付款	7.84	6.45	13.22	9.01	13.22	8.70
非流动负债	**97.73**	**80.40**	**117.75**	**80.23**	**126.11**	**83.03**
负债总额	**121.55**	**100.00**	**146.77**	**100.00**	**151.89**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2020 年一季报整理

截至 2019 年底，公司流动负债为 29.01 亿元，较上年底增长 21.81%，主要系短期借款增长所致。公司短期借款为 7.27 亿元，均系保证借款。同期，公司应付票据为 5.48 亿元，较上年底变化不大，主要系贸易业务形成的银行承兑汇票和信用证。公司其他应付款主要为与滨州市政府部门和事业单位的往来款，该科目余额变动主要系往来款收支所致；截至 2019 年底，公司其他应付款为 5.06 亿元，其中 1 年以内为 4.92 亿元。公司一年内到期的非流动负债为 7.81 亿元，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 4.71 亿元、2.00

亿元和 1.10 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 117.75 亿元，较上年底增长 20.49%，主要系应付债券增长所致。公司长期借款为 40.23 亿元，较上年底增长 12.60%。将调整至“一年内到期的非流动负债”的 4.71 亿元长期借款考虑在内，公司保证借款 5.90 亿元、质押借款 29.27 亿元、信用借款 3.26 亿元、质押加担保借款 6.51 亿元；公司质押物主要为项目未来收益权和应收账款。公司应付债券为 30.30 亿元，较上年底增加 12.20 亿元，主要为公司发行 2019 年非公开发行纾困专项公司债募集资金。截至 2019 年底，公司长期应付款为 34.01 亿元，较上年底变化不大，仍主要由对滨州润滨产业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“润滨基金”）的借款、省财金向公司发放的棚改贷和项目贷构成；公司长期应付款均为有息借款，计入调整后长期债务核算。公司专项应付款主要为财政划拨的市城区老旧小区棚户区改造房屋征收补偿资金，截至 2019 年底为 13.22 亿元，较上年底大幅增长 68.51%。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 91.09 亿元，较上年底大幅增长 33.28%；短期债务和长期债务分别占比 22.56%和 77.44%，以长期债务为主，债务结构较为合理。若将公司长期应付款中有息债务纳入调整后长期债务核算，截至 2019 年底，公司调整后长期债务为 104.54 亿元，调整后全部债务为 125.09 亿元。从债务指标看，截至 2019 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所增长，分别为 60.56%、42.46%和 48.79%。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 52.23%和 56.68%。总体看，公司债务规模持续扩张，调整后全部债务负担重。以 2019 年底财务数据为基础测算，2020－2023 年，公司分别需要偿还有息债务 15.96 亿元、27.00 亿元、4.33 亿元和 9.38 亿元；2021 年面临一定集中偿付压力。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 151.89 亿元，较上年底小幅增长 3.54%。其中，公司应付债券为 38.30 亿元，较上年底增长 8.00 亿元，系公司发行“20 滨州 01”所募集资金；其他负债科目较 2019 年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司调整后全部债务为 129.64 亿元，较 2019 年底变化不大。同期，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为 57.46%和 54.06%，资产负债率小幅增长至 61.28%。公司债务负担较 2019 年底变化不大。

3. 盈利能力

跟踪期内，受贸易业务规模收缩影响，公司营业收入大幅下滑，利润总额对政府补助依赖度高，盈利能力仍弱。

2019 年，公司实现营业收入 29.87 亿元，同比下降 20.14%，主要系当年公司贸易收入规模收缩，且土地转让及土地指标转让业务当年未形成收入所致。2019 年，公司营业利润率为 6.01%，较上年提高 2.39 个百分点。

公司期间费用以财务费用为主，2019 年期间费用 2.48 亿元，同比增长 19.84%，主要系财务费用增长所致。2019 年，公司期间费用率上升至 8.30%，期间费用控制能力有所下降。

2019 年，公司其他收益为 0.78 亿元，主要为政府补助。公司转回资产减值损失 0.57 亿元。同期，公司实现利润总额 0.70 亿元，其中政府补助占比 115.94%，利润总额对政府补助依赖程度高。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所增长，分别为 1.53%和 0.75%，公司盈利能力仍弱。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.53 亿元，实现利润总额-0.19 亿元。同期，公司营业利润率 4.55%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动净现金流仍维持

净流出状态，收现质量一般。 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。

经营活动方面，2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为贸易业务回款及收回的分期销售收入；收到的其他与经营活动有关的现金主要为收到的专项款及往来款。同期，公司现金收入比为 120.29%，考虑到本期回款包含分期回收款项且代建项目收入均未回款，主营业务回款一般。2019 年，公司经营活动现金流出量为 47.44 亿元，主要为主营业务支出及往来款支出。公司经营活动现金净流量为-2.21 亿元。

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。2019 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金主要为黄河大桥 PPP 项目和博兴县城区基础设施配套及环境提升建设 PPP 项目投资。公司投资活动现金流量净额为-16.41 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入为 42.63 亿元，主要为公司取得银行借款或发行债券收到现金和收到的其他与筹资活动有关的现金（收到的转贷资金）。同期，公司吸收投资收到的现金为子公司收到的增资款。公司筹资活动现金流出为 22.79 亿元，主要为公司还本付息及支付转贷资金。公司筹资活动产生的现金流量净额为 19.84 亿元。

2020年1－3月，公司经营活动现金流量净额-3.79亿元，现金收入比为170.80%，收现质量较上年明显上升。同期，公司收到其他与投资活动有关的现金主要为赎回银行理财产品收到的款项，投资活动现金净流出6.25亿元。公司筹资活动现金流净额为6.49亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期债务偿付能力弱。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。

从短期偿债指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为 525.52%和 266.53%；2020 年 3 月底，上述指标分别上升至 588.26%和 278.56%。近两年，公司经营现金流动负债比均为负，经营活动现金流净额对流动负债无保障能力。2019 年及 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.93 倍和 0.86 倍。综合看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 2.99 亿元，同比增长 13.77%，其中费用化利息支出为 2.14 亿元。截至 2019 年底，公司调整后全部债务/EBITDA 为 41.89 倍。公司长期偿债能力弱。

截至 2019 年底，公司获得银行授信额度 142.83 亿元，已使用额度为 88.39 亿元，未使用额度为 54.44 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年底，公司对外担保金额合计 31.19 亿元，担保比率为 32.63%，被担保单位主要为国有企业和事业单位，目前经营正常。公司担保规模大，面临一定或有负债风险。

表12 截至2019年底公司对外担保情况

（单位：万元、%）

被担保人	金额	占比
滨州市环海公用事业发展有限公司	14000.00	4.49
滨州市交通产业有限公司	41000.00	13.15
滨州水利发展有限公司	21875.00	7.01
滨州北海科技孵化器有限公司	105000.00	33.67
滨州市铁路投资管理有限公司	81250.00	26.05
黄河三角洲建设开发集团有限公司	30000.00	9.62
滨州港务集团有限责任公司	18750.00	6.01
合 计	**311875.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

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。

6. 母公司财务概况

公司营业收入主要来源于子公司。受政府补贴直接入账母公司影响，母公司利润总额规模较大，合并范围利润总额对母公司利润总额依赖度高。

母公司财务方面，截至2019年底，母公司资产总额为 152.51亿元，其中流动资产占比74.73%，母公司资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的62.93%，占比较高。

截至2019年底，母公司负债总额为63.82亿元；负债结构上，母公司非流动负债占比77.22%，以非流动负债为主。母公司负债总额占合并范围的比重为43.48%，占比一般。

截至2019年底，母公司所有者权益为88.69亿元，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92.78%，占比很高。

2019年，母公司实现营业收入1.73亿元，实现利润总额为1.11亿元，其中其他收益0.76亿元；同期合并报表利润总额为0.70亿元，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2020年6月底，公司存续债券余额34.30亿元，一年内即将到期兑付12.10亿元。存续债券的短期偿债压力一般。

截至2020年6月底，公司一年内到期兑付债券偿还本金12.10亿元。假设“19滨州01”和“19滨州城建PPN01”投资者均于2022年行使回售选择权，公司将于2022年达到存续债券待偿本金峰值14.20亿元。截至2019年底，公司现金类资产19.05亿元；2019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45.23亿元、-2.21亿元和2.99亿元，对公司存续债券保障情况如下表。

表13　截至2020年6月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年 6 月底
一年内到期债券余额	12.10
未来待偿债券本金峰值	14.20
现金类资产/一年内到期债券余额	1.57
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.19
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.16
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.21

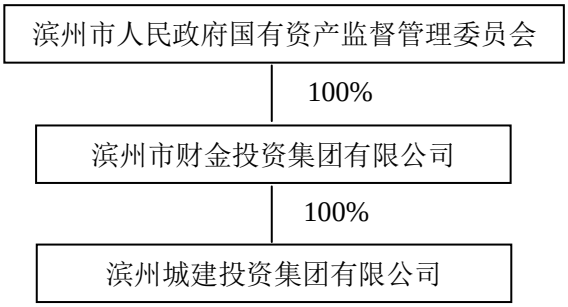
资料来源：根据公司提供资料整理

公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值覆盖程度高，现金类资产对一年内到期债券余额保障程度较高。公司存续债券的短期偿债压力一般。

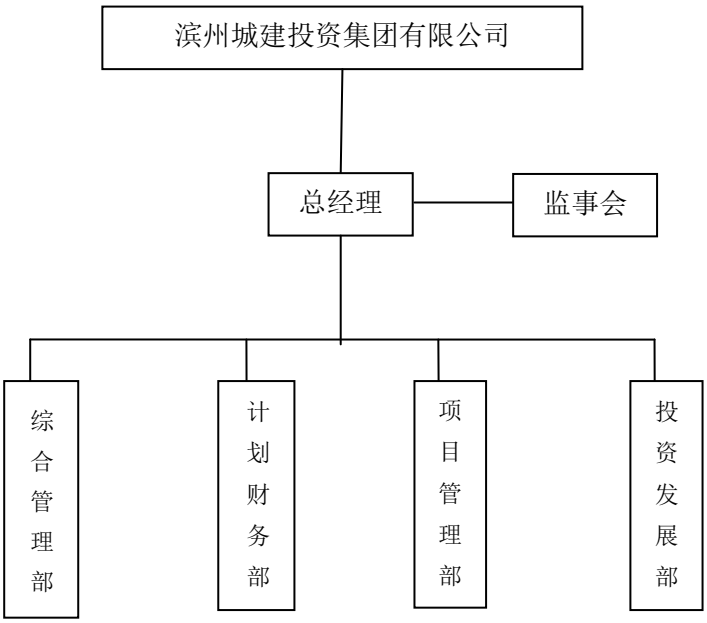
十、结论

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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2020 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（%）
1	山东黄河三角洲实业有限公司	5000.00	100.00
2	滨州恒信置业有限公司	1800.00	100.00
3	滨州养老产业投资经营有限公司	26100.00	49.43
4	滨州市财金投资有限公司	90747.71	51.75
5	滨州黄河大桥建设管理有限公司	57948.00	80.00
6	博兴县财金天工工程管理有限公司	34912.00	65.00
7	山东滨港国际供应链管理有限公司	20000.00	51.00
8	滨州通达水处理有限公司	47043.00	79.79
9	滨州市康养片区开发运营有限公司	10000.00	80.00
10	滨州市高铁片区开发运营有限公司	20000.00	51.00

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（合并口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	27.72	18.18	19.05	14.31
资产总额(亿元)	229.64	216.35	242.36	247.86
所有者权益(亿元)	103.38	94.80	95.60	95.98
短期债务(亿元)	21.02	14.51	20.55	16.68
长期债务(亿元)	47.66	53.83	70.53	78.96
调整后长期债务(亿元)	83.21	89.89	104.54	112.96
全部债务(亿元)	68.68	68.34	91.09	95.64
调整后全部债务(亿元)	104.23	104.40	125.09	129.64
营业收入(亿元)	31.01	37.41	29.87	5.53
利润总额(亿元)	0.40	0.62	0.70	-0.19
EBITDA(亿元)	2.94	2.62	2.99	--
经营性净现金流(亿元)	9.90	-10.77	-2.21	-3.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.65	4.01	2.16	--
存货周转次数(次)	0.47	0.55	0.39	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.17	0.13	--
现金收入比(%)	120.92	106.81	120.29	170.80
营业利润率(%)	5.10	3.62	6.01	4.55
总资本收益率(%)	1.45	1.51	1.53	--
净资产收益率(%)	0.36	0.62	0.75	--
长期债务资本化比率(%)	31.56	36.22	42.46	45.14
调整后长期债务资本化比率(%)	44.60	48.67	52.23	54.06
全部债务资本化比率(%)	39.92	41.89	48.79	49.91
调整后全部债务资本化比率(%)	50.21	52.41	56.68	57.46
资产负债率(%)	54.98	56.18	60.56	61.28
流动比率(%)	405.96	568.48	525.52	588.26
速动比率(%)	228.36	275.09	266.53	278.56
经营现金流动负债比(%)	28.31	-45.23	-7.61	--
现金短期债务比(倍)	1.32	1.25	0.93	0.86
全部债务/EBITDA(倍)	23.38	26.04	30.50	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	35.48	39.78	41.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.11	1.10	1.18	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分，调整后全部债务=调整后长期债务+短期债务

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.86	8.00	10.03	6.52
资产总额(亿元)	146.81	135.38	152.51	153.91
所有者权益(亿元)	96.90	87.62	88.69	88.56
短期债务(亿元)	15.32	5.17	8.68	6.68
长期债务(亿元)	24.05	34.01	48.03	53.44
全部债务(亿元)	39.37	39.17	56.71	60.12
营业收入(亿元)	1.71	1.29	1.73	0.21
利润总额(亿元)	1.03	0.63	1.11	-0.12
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	9.22	-2.94	2.14	-0.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.50	0.21	0.19	--
存货周转次数(次)	0.01	--	0.00	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	235.60	120.37	390.45	147.87
营业利润率(%)	76.74	98.90	98.23	99.39
总资本收益率(%)	0.75	0.50	0.77	--
净资产收益率(%)	1.06	0.72	1.26	--
长期债务资本化比率(%)	19.88	27.96	35.13	37.64
全部债务资本化比率(%)	28.89	30.89	39.00	40.44
资产负债率(%)	34.00	35.27	41.85	42.46
流动比率(%)	456.25	880.38	783.86	1035.29
速动比率(%)	255.55	453.01	438.10	562.46
经营现金流动负债比(%)	37.84	-24.02	14.74	--
现金短期债务比(倍)	0.64	1.55	1.16	0.98
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 5　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%
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-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1　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 6-2　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 6-3　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