

跟踪等级公告

联合[2015] 2361 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确认维持滨州城建投资经营有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15滨州建投MTN001”债券AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十月二十日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

滨州城建投资经营有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 滨州建投 MTN001	2 亿元	2015/07/22-2017/07/22	AA	AA

评级时间: 2015 年 11 月 20 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
现金类资产 (亿元)	1.82	0.75	1.65	7.35
资产总额(亿元)	80.40	102.29	117.15	135.67
所有者权益(亿元)	68.09	84.76	87.39	93.07
长期债务(亿元)	0.00	11.00	20.00	31.40
全部债务(亿元)	8.00	11.00	22.88	34.58
主营业务收入 (亿元)	5.94	13.79	13.76	9.88
利润总额 (亿元)	1.32	2.59	1.19	1.69
EBITDA(亿元)	1.50	3.71	2.71	--
经营性净现金流(亿元)	-6.87	-3.93	-8.91	-7.31
主营业务利润率(%)	5.29	2.48	11.14	7.34
净资产收益率(%)	1.92	3.05	1.34	--
资产负债率(%)	15.31	17.14	25.40	31.40
全部债务资本化比率(%)	10.51	11.49	20.76	27.10
流动比率(%)	546.16	1378.56	1073.21	1095.04
全部债务/EBITDA(倍)	5.35	2.96	8.44	--
经营现金流动负债比(%)	-55.79	-60.25	-91.25	--

注: 公司 2015 年半年报财务数据未经审计。

分析师

王 治 崔俊凯
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 滨州城建投资经营有限公司 (以下简称“公司”) 作为滨州市城市建设开发投资和城市公用设施经营等城市基础设施建设的唯一投资和运营主体, 区域地位显著, 伴随滨州市经济和财政收入的持续增长, 为公司进一步获得持续的政府支持提供了有力支撑; 受其他应收款和存货大幅增长影响, 公司资产规模快速增长, 2014 年土地出让收入的增加促使营业收入保持相对稳定, 但自身盈利能力及资产流动性一般等不利因素可能对公司信用状况产生负面影响。

未来几年, 随着城市建设力度的不断加强, 政府代建业务将扩大, 不断增强的财政实力为公司持续获得政府回购款、资金补贴和债务偿还支持提供了保障, 有望继续支撑公司的信用基本面。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“15 滨州建投 MTN001”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 滨州市经济及财政收入水平持续增长, 对市政基础设施的巨大需求, 为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司作为滨州市政建设重要主体, 具有区域垄断地位; 滨州市政府对公司的定位明确, 在代建回购、财政补贴和资产注入等多方面给予公司有力支持。
3. 跟踪期内, 公司业务稳步推进, 公司收入规模相对稳定。

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, 整体流动性较弱, 资产质量一般。
2. 公司自身盈利能力弱, 对政府补贴收入依

赖程度高。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与滨州城建投资经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与滨州城建投资经营有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因滨州城建投资经营有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由滨州城建投资经营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于滨州城建投资经营有限公司主体长期信用及“15 滨州建投 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

滨州城建投资经营有限公司（以下简称“公司”）是经滨州市人民政府批准，于2006年3月由滨州市土地收购储备中心出资700万元（持股70%）、滨州市国有资产评估中心出资300万元（持股30%）成立。后经数次转股增资，截至2015年6月底，公司注册资本3.00亿元，实收资本3.00亿元。其中滨州市政府投资评审中心所占股权比例为100%，公司最终实际控制人为滨州市财政局。

公司经营范围包括：城市建设开发投资；城市公用设施经营；公路建设（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2014年底，公司合并资产总额为117.15亿元，所有者权益合计为87.39亿元（其中少数股东权益456.08万元）。2014年公司实现主营业务收入13.76亿元，利润总额1.19亿元。

截至2015年6月底，公司合并口径资产总额135.67亿元，所有者权益93.07亿元；2015年1~6月，公司合并口径实现主营业务收入9.88亿元，利润总额1.69亿元。

公司注册地址：滨州市黄河五路357号；法定代表人：朱华林。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、

民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节

工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家

相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预【2012】463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规

模实行限额管理及全口径预算管理,地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务,不得用于经常性支出;再次,明确了偿债主体为地方政府,中央政府实行不救助原则。2014年10月底,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,以下简称“《351号文》”),《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括:①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求;②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务,其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况,正式明确其不能纳入政府性债务;③新增“凡债务率超过预警线的地区,必须做出书面说明”。综上,《43号文》及《351号文》的出台,对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日,国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》(国办发【2015】40号),为确保融资平台公司在建项目后续融资,化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来,从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问,到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出,再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地,以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台,融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低,融资平台公司债务短期周转能力有望增强,流动性风险将得以缓释。

整体看,通过多次分类整合,不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范,在政策不断细化的大背景下,政府投融资平台逐步出现两极分

化,有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持,未来在城市发展中起到更加突出的作用,无条件的平台将出现功能弱化,面临调整。同时,监管机构对于债券管理也逐步重视,未来从发债审批到后督管理的全程监控,将成为新趋势。

2. 区域经济

目前公司经营与投资项目均在滨州市,公司的发展受滨州市经济增长、财政收支状况和城市建设的直接影响,并与城市发展规划密切相关。

(1) 区域概况

滨州市位于黄河下游、鲁北平原,地处黄河三角洲尾间,北临渤海湾、东与东营市接壤、南和淄博市毗邻,西同德州市和济南市搭界,西北与河北省隔漳卫新河相望,是山东的北大门。现辖滨城区、沾化区、惠民县、阳信县、无棣县、博兴县、邹平县五县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,人口386.65万。

滨州交通便利,济青高速、滨博高速、京滨高速和205、220国道穿越境内,是连接苏、鲁、京、津的重要通道。津汕高速大高至鲁冀界段、威乌高速辛庄子至邓王段、滨德高速、黄大铁路滨州段、黄河公铁两用桥、中国滨州大高通用航空城、滨州万吨级港口等一大批基础设施建设项目正在加紧建设。

滨州市自然资源丰富;拥有土地94.5万公顷,其中已开发的耕地46.7万公顷,人均占有耕地0.13公顷;海岸线长240公里,是山东省重要的原盐生产基地;黄河贯穿东西,淡水资源充足。滨州市矿产资源丰富,全市已探明的矿藏有29种,已开发利用的有19种,尚未开发的10种。邹平南部山区矿产资源丰富,已探明铜矿储量约56.9万吨,同时伴生有金、银、钼等贵重稀有金属;已探明可开采利用的建筑石料储量约1.3亿立方米,麦饭石储量约1.1亿立方米左右。除邹

平南部山区外，市内整个平原及北部海滩、浅海地下都蕴藏着丰富的石油和天然气，石油总储量约 6 亿吨，天然气总储量约 164 亿立方米。无棣、沾化两县海岸带有两条宽数百米、绵延数十公里的贝壳梁，可开采利用储量约 1600 万吨，是生产水泥、饲料添加剂、化工添加剂、贝瓷等理想原料。沾化县东北部地下蕴藏煤层，埋深约 2000 米，储量约 25 亿吨。全市已发现矿泉水 4 处，邹平县 2 处已开发利用，博兴、惠民各 1 处，尚未开发；发现热水出露点 18 处，已开发利用 7 处。无棣、沾化海岸地带盛产原盐，是山东省重要的原盐生产基地，地下卤水储量丰富，分布广、储量大、产量高。据地质资料显示，滨州市矿产潜在总值 1400 亿元，居全省第六位。

（2）区域经济

从山东省下属各市、地区经济发展水平对比来看，滨州市经济总量在山东省各市、地区排名中位居第 13 位。根据《2014 年滨州市国民经济和社会发展统计公报》，滨州市全年实现地区生产总值 2276.71 亿元，增速同比略有回落，其中固定资产投资和社会消费品零售总额增速虽同比回落，但仍成为拉动当地经济增长的主要因素。经济的不断发展带动了滨州市产业结构的不断优化，滨州市三次产业结构比例由上年的 9.8:51.3:38.9 调整为 2014 年的 9.7:50.3:40.0，第二产业仍是滨州市经济发展的主要支柱，服务业占比提升 1.1 个百分点。

3. 地方政府财力

滨州市地方可支配收入主要包括一般预算收入、政府性基金收入、上级补助收入和预算外收入，其中一般预算收入、政府性基金收入和上级补助收入是地方可支配收入的构成主体。

2012~2014 年，滨州市一般预算收入年复合增长 13.05%，2014 年为 187.15 亿元，同比增长 10.03%，其中税收收入占比 76.00%；2014 年，滨州市全口径地方可支配收入为 354.25 亿元，其中一般预算收入、基金收入、上级补助收入和预算外收入分别为 187.14 亿元 70.79 亿元、92.84 亿元和 3.48 亿元。

整体看，滨州市财政收入持续稳定增长，财政实力稳步增强，为地区基础设施建设提供了较好的资金支持和保障。

表 1 2012~2014 年滨州市全口径可支配收入
(单位: 万元、%)

科目	2012 年	2013 年	2014 年
一般预算收入	1504601	1700901	1871456
其中：税收收入	1063352	1283048	1422310
非税收入	441249	417853	449146
基金收入	736807	760897	707863
上级补助收入	833490	884941	928411
其中：返还性收入	107573	107573	107573
一般性转移支付收入	310621	393895	488497
专项转移支付收入	415296	383473	332341
预算外收入	47789	32483	34803
其中：政府行政性收费	46214	31126	32944
地方可支配收入总计	3122687	3379222	3542533

资料来源：2012-2014 年滨州市财政收支决算表

4. 地方政府债务

地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至 2014 年底，滨州市本级政府债务余额较 2013 年有所增长，为 55.84 亿元，其中直接债务余额为 52.59 亿元，担保债务余额 6.51 亿元。以 2014 年滨州市本级地方综合财力 119.76 亿元计算，债务率为 46.63%，较 2013 年有所提高，但整体债务负担水平一般。

表 2 2014 年滨州市本级地方政府债务余额及综合财力统计表 (单位: 万元)

地方债务 (截至 2014 年底)	余额	地方财力 (2014 年)	金额
(一) 直接债务余额	525852	(一) 地方一般预算收入	682565
1、外国政府贷款		1. 税收收入	457104

2、国外金融组织贷款	796	2、非税收入	225461
(1) 世界银行贷款	796	(二) 转移支付和税收返还收入	193652
(2) 亚洲开发银行贷款		1. 一般性转移支付收入	56528
(3) 国际农业发展基金会贷款		2. 专项转移支付收入	97226
(4) 其他国际金融组织贷款		3. 税收返还收入	39898
3、国债转贷资金	4021	(三) 下级上解收入	95882
4、农业综合开发借款		(四) 国有土地使用权出让收入	210076
5、解决地方金融风险专项借款		1. 国有土地使用权出让金	197352
6、国内金融机构借款	227040	2. 国有土地收益基金	10135
(1) 政府直接借款		3. 农业土地开发资金	2589
(2) 由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	227040	4. 新增建设用地有偿使用费	
7、债券融资	118250	(五) 预算外财政专户收入	15394
(1) 中央代发地方政府债券	118250		
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资			
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款	681		
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	175064		
(二) 担保债务余额	65064		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款	872		
(1) 世界银行贷款			
(2) 亚洲开发银行贷款			
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款	872		
3、政府担保的国内金融组织贷款	49350		
4、政府担保的融资平台证券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	14852		
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	558388	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)+(五)	1197569
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			46.63%

资料来源：滨州市财政局

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 6 月底，公司注册资本为 3.00 亿元，其中滨州市政府投资评审中心所占股权比例为 100%，实际控制人为滨州市财政局。

2. 企业规模

公司是滨州市地区从事城市建设开发投资和城市公用设施经营等城市基础设施建设的唯一投资和运营主体，其在市区内基础设施建设及保障性住房建设行业中具有重要地位。公司纳入合并范围的全资和控股子公司中，滨州恒信置业

有限公司(以下简称“滨州恒信”)，注册资本 1800 万元，经营范围为房地产开发、销售；滨州黄河三角洲能源贸易有限公司，注册资本 5000 万元，经营范围包括：太阳能板、水泥、钢材、建材、有色金属、铝材、不锈钢、焦炭、生铁、化工产品、钢板制品、五金交电、草柳制品销售、备案范围内的进出口业务；滨州文化投资有限公司，注册资本 2000 万元，经营范围为文化等设施开发建设、租赁，文化产品创意、开发、生产与营销；滨州市经信资产经营有限责任公司，注册资本 1000 万元，营业范围包括以自有资金对实体投资、房地产开发、物业管理；滨州养老产业投

资经营有限公司，注册资本 1 亿元，主营业务为养老产业经营管理、老年用品经营（不含食品）。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管构成和人员无变化。

截至 2015 年 6 月底，公司员工 61 人，按年龄分布，25 岁以下 18.03%，26~45 岁 70.49%，46 岁以上 11.48%；按职称分布，初级、中级和高级职称分别占比 22.95%、50.82%和 26.23%；按学历分布，大专及以下 24.59%，本科及以上学历 75.41%。

4. 政府支持

公司是滨州市政府主要的基础建设投资主体，滨州市政府在各个方面的支持。

（1）补贴支持

根据滨州市财政局分别下发的《关于拨付 2013 年代建工程补贴款的通知》和《关于拨付 2014 年代建工程补贴款的通知》，2013~2014 年公司分别获得财政补贴款 3.09 亿元和 1.23 亿元，全部计入补贴收入。2015 年上半年公司获得财政补贴款 0.90 亿元

（2）注资

2013 年 11 月 10 日，滨州市财政局将价值 14.04 亿元的五宗土地使用权无偿划拨给公司，计入资本公积。

2014 年 7 月 9 日，滨州市财政局以《关于拨付城市基础设施建设资金的通知》滨财综指（2014）61 号，拨付公司资金 1500.00 万元；2014 年 9 月 4 日，滨州市财政局以《关于拨付市城建投资经营有限公司资金的通知》滨财预指（2014）61 号，拨付公司资金 5383.00 万元；2014 年 12 月 18 日，滨州市财政局以《关于同意注销滨州市公共资产管理经营有限公司的通知》滨财国（2014）53 号，将滨州市公共资产管理经营有限

公司清算后净资产 2006.13 万元转入公司。

2015 年 5 月 19 日，滨州市财政局以《关于拨付滨州城建投资经营有限公司资金的通知》滨财建（2015）17 号，拨付公司资金 33187.00 万元用于土地购置。

（3）委托代建协议

2006 年 10 月 20 日，公司与滨州市人民政府签署城市基础设施建设协议书，协议规定滨州市人民政府授权公司建设城市道路等城市基础设施，公司承担城市道路工程等基础设施项目的建设，基础设施建成并经验收合格后，由公司移交市政管理部门使用，在办理资产移交手续时，需经滨州市政府投资评审中心审计，以审定的实际金额加成后作为结算金额，由市财政与公司结算并拨付资金。

2013~2014 年，公司基础设施建设收入有所下降，并分别实现收入 6.61 亿元和 4.30 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现收入 7.21 亿元。

六、管理分析

跟踪期内，公司人员安排和管理制度未发生变化。

七、经营分析

公司作为城市投资建设企业，投资与经营主要取决于政府决策，对政府依赖程度较高。同时受公司经营业务公益性质所限，公司营业利润对补贴收入的依赖程度较高。

跟踪期内，公司收入仍主要源于基础设施建设收入和贸易收入，但上述两个板块收入较 2013 年均有所下降，因 2014 年新增土地出让收入。整体看，公司主营业务收入保持相对稳定，2013 及 2014 年分别为 13.79 亿元和 13.76 亿元。

2014 年，受政府回购进度影响，基础设施建设板块实现收入 4.30 亿元，同比下降 34.93%；公

司为防范经营业务风险，贸易订单较往年有所减少，贸易板块收入由2013年的6.00亿元下降至4.43亿元；2014年，公司新增土地出让收入4.50亿元。2014年，上述三个板块收入构成公司收入主要来源，分别占比31.23%、32.22%和32.73%。跟踪期内，公司租赁收入保持稳定，仍为0.50亿元；房地产销售收入大幅下降，由2013年的0.68亿元下降至257.79万元，主要系公司经济适用房销售指标的分配由滨州市房管局负责，公司无自主销售权，同时，2013年该小区经济适用房已大部分销售完成，销售收入主要来自于廉租房政府回购；截至2014年底，经适房剩余未销售面积仅为2809平方米，规模较小。

毛利率方面，跟踪期内，公司主营业务毛利率由4.60%增长至13.39%，主要系土地转让板块毛利率较高带动整体毛利率增长所致。2014年，

基础设施建设板块毛利率保持稳定，为8.26%；贸易板块毛利率为2.85%，同比增长2.59个百分点，主要系公司在贸易业务中优先选择经营信誉度高以及利润空间大的能源类商品和业务合作伙伴，致贸易板块毛利率较2013年有所增长；土地转让毛利率为28.25%；租赁板块房产销售板块毛利率分别为16.91%和18.88%。

2015年上半年，公司实现收入9.88亿元，占2014年主营业务收入的71.78%。2015年上半年，基础设施建设收入和贸易收入分别为7.21亿元和2.51亿元，分别占2015年上半年主营业务收入的72.99%和25.37%，其他板块规模较小。2015年上半年，公司主营业务毛利率为7.35%，其中房产销售板块毛利率变动较大，但规模较小，其他各板块毛利率变动较小。

表3 2012~2015年上半年公司业务收入主要构成情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	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	56344.33	94.87	8.26	66077.56	47.93	8.26	42994.30	31.23	8.26	72113.61	72.99	8.26
租赁	1579.00	2.66	17.87	4999.00	3.63	16.91	4999.00	3.63	16.91	1579.00	1.6	17.87
土地转让	--	--	--	--	--	--	45045.00	32.73	28.25	--	--	--
房产销售	1465.22	2.47	19.35	6838.97	4.96	-1.76	257.79	0.19	18.88	41.53	0.04	42.38
贸易收入	--	--	--	59954.63	43.48	0.26	44349.82	32.22	2.85	25068.20	25.37	4.04
合计	59388.55	100.00	8.79	137870.16	100.00	4.60	137645.91	100.00	13.39	98802.34	100.00	7.35

资料来源：公司提供

1. 基础设施建设

公司每年按照市政府制定的规划对市政基础设施建设进行开发投资，按照项目投资额计入公司存货，投资基础设施项目竣工结算后，由滨州市政府投资评审中心进行审计，市财政局按项目的审定的金额加成后的总金额进行回购（加成比例为9%），公司按照审定的金额确认收入。工程竣工决算后公司与资产管理使用单位办理资产移交手续，手续办理完毕，政府均能够实现现金支付回购款。近两年，公司基础设施建设收入有所

下降，并分别实现收入 6.61 亿元和 4.30 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现回购收入 7.21 亿元，该板块毛利率为 8.26%。

道路工程方面，截至2015年6月底，公司已竣工并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）总投资额20.41亿元，实现回购收入22.25亿元，回购款已全部到位。尚未竣工决算的道路工程累计投资额15.72亿元，2015年上半年竣工决算6.62元，实现回购收入7.21亿元。

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，合计实现回购收入8.12亿元。目前公司在建的大型工程主要为道路工程及一馆三中心工程、公共卫生中心工程等。一馆三中心工程项目总建筑面积75000m²，包含市科技馆、市职工活动中心、市青少年活动中心和市妇女儿童活动中心四大部分，项目预算总投资2.80亿元，截至2015年6月底，公司已投资2.80亿元；公共卫生中心工程项目总占地面积3.7万平方米，总建筑面积4.07万平方米，包括市疾病预防控制中心、市卫生监督所、市紧急救援指挥中心、市爱卫会办公室以及及时新型农村合作医疗办公室等，项目预算总投资1.51亿元，公司已投资0.67亿元。

公司与滨州市人民政府签署的协议提升了公司基建回款的安全性，且项目回款较及时，对公司信用水平起到有效支撑作用。联合资信将密切关注协议的执行情况。

2. 保障性住房建设

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）建设项目，主要由子公司滨州恒信作为运营主体。公司建设保障性住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，待项目建设完工后，由滨州市房管局对于申请人的资质进行审查，公司按照滨州市房管局提供的申购者名单直接销售保障性住房。

公司已开发完成滨州恒信安康居住小区。滨州恒信安康居住小区是滨州首个经济适用房项目。该项目占地106亩，建设面积8万平方米，共建设经济适用房468套、廉租房344套、商品房60套，已全部完工，累计总投资1.10亿元，由于滨州市居民对经济适用房需求大，公司在保证廉租房供应需求的情况下，经市政府批准后将剩余廉租房改为经济适用房对外销售。公司的保障性住

房计入存货（开发产品和开发成本）。2013~2014年和2015年上半年，该板块分别实现销售收入0.68亿元和257.79万元和41.53万元，销售收入大幅下降，主要系公司经济适用房销售指标的分配由滨州市房管局负责，公司无自主销售权，同时，2013年该小区经济适用房已大部分销售完成，销售收入主要来自于廉租房政府回购；截至2014年底，经适房剩余未销售面积仅为2809m²，规模较小；从毛利率看，近两年一期，公司房产销售毛利率大幅增长，2013年该板块毛利率为-1.76%，主要系2013年度房产销售收入中包含廉租房销售，该部分廉租房在2013年建成后以成本价移交给滨州市房管局，由房管局负责对符合条件的无房户予以租赁，公司按照成本价体现收入，并提取了相关应交税费，本部分收入无毛利，同时，公司在2013年对涉及41户拆迁户的经济适用房购房者只收取了扣除拆迁费用后的余额作为公司的房产销售收入，形成毛利倒挂，造成2013年整体毛利率为负。2015年上半年，房产销售板块毛利率由2014年的18.88%增长至42.38%，主要系按照物价局2015年经济适用房定价，销售价格提高到1750元/平方米，同时，2015年销售的房屋均为恒信安康小区一期工程中建成的房产，开发成本较低，导致本年房产销售毛利率提高。

公司在建的5个保障性住房小区，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，截至到2015年6月底南街家苑三区、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已完工，项目预算总投资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。

3. 土地转让收入

2013年，公司接受滨州市政府资产注入及通过转让获得的土地资产合计 593.28 万平方米；

2014 年公司购买划拨用地 19.70 万平方米；2015 年上半年公司购买一宗 5.33 万平方米的文体娱乐用地。截至 2015 年 6 月底，公司剩余可转让土地面积为 847.29 万平方米，账面价值 56.88 亿元。2014 年，公司实现土地出让收入 4.50 亿元，毛利率为 28.25%；2014 年 7 月，公司将滨国用（2006）第 5990 号部分土地 269.32 亩有偿转让给滨州市市政工程管理处，实现土地转让收入 4.50 亿元，该地块入账成本价值为 120 万元/亩，

本次转让价格为 167.25 万元/亩，土地增值较大。2015 年，公司无土地转让计划。

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。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，考虑到土地转让情况易受当地房地产市场波动的影响，未来转让收入存在一定的不确定性。

表4 近两年一期公司新增土地明细

说明	土地证编号	面积（万平方米）	土地性质	土地用途	入账价值（万元）
资产注入	滨国用（2013）第 H0045 号	62.25	出让	工业用地	14815.90
资产注入	滨国用（2013）第 H0046 号	143.43	出让	工业用地	34135.72
资产注入	滨国用（2013）第 H0047 号	239.08	出让	工业用地	56899.90
资产注入	滨国用（2013）第 H0048 号	140.13	出让	工业用地	33351.77
资产注入	滨国用（2013）第 H0051 号	5.06	出让	工业用地	1204.66
转让	滨国用（2013）第 H0052 号	3.33	出让	工业用地	772.88
购买	滨国用（2014）9507 号	19.70	划拨	公共设施用地	5383.00
购买	滨国用（2015）9603 号	5.33	出让	文体娱乐用地	10023.95
合计		618.31			156587.80

资料来源：公司提供

4. 租赁收入

公司租赁收入由办公楼出租收入和管网出租收入构成。其中办公楼出租具体为公司将部分办公楼出租给机关服务中心和滨州市机关事务管理局，按照出租协议每年获得的固定租赁收入；管网出租收入来源于公司分别与山东滨州鑫诚热力有限公司签订的《供热管网租赁协议》、与山东省滨州市自来水公司签订的《供水管网租赁协议》、与滨州市市政工程管理处签订的《污水管网租赁协议》，每年分别按租金 900 万元、760 万元和 1760 万元收取租赁费用。

2013 年和 2014 年，公司每年获得 4999.00 万元的租赁收入，主要为办公楼出租收入和管网出租收入。其中办公楼出租具体为公司将部分办公楼出租给机关服务中心和滨州市机关事务管理局，按照出租协议每年获得的固定租赁收入。

2015 年 1~6 月，公司实现租赁收入 1579.00 万元，为 2014 年全年的 31.59%（租赁费均是按年收取，全年租赁费收入总计 4999 万元，其中上半年已

收取 1579 万元，分别是租赁滨州市会计培训中心房产和滨州市行政服务中心房产租赁年收入；其余污水管网、供水管网、供热管网年租赁费 3420 万元下半年收取）。从毛利率看，近两年一期，公司租赁板块毛利率变化不大，2013~2014 年均均为 16.91%，2015 年 1~6 月为 17.87%。

总体看，公司主营业务得到市财政的大力支持。随着上级政府对公司基础设施项目的逐步完工及回购，预计未来公司盈利能力将保持稳定。

5. 贸易收入

2013 年，公司销售冶金焦、燃料油、铝矿砂、

原煤分别为 6.81 万吨、9.03 万吨、5.20 万吨和 0.12 万吨，实现销售收入分别为 0.71 亿元、5.14 亿元、0.13 亿元和 62.48 万元，合计实现贸易收入 5.99 亿元，全部为公司旗下子公司滨州黄河三角洲能源贸易有限公司于 2013 年先后与山东铁雄南沙能源有限公司、山东大新化工有限公司、山东禧顺经贸有限公司、山东滨北新材料有限公司、魏桥纺织股份有限公司、山东魏桥铝电有限公司等公司签订冶金焦、燃料油、铝矿砂以及原煤供货合同。2014 年，受贸易订单减少影响，公司实现贸易收入 4.43 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现贸易收入 2.51 亿元，为 2013 年全年的 56.52%。

6. 在建及拟建工程

公司在建及拟建的滨州市城市道路改造工程主要为对现有城市道路路面、绿化、路灯、雨（污）排水系统进行改造，道路合计建设长度 75726 米（黄河五路的渤海五路至西沙路段 11675 米，南外环路的公铁大桥至滨博高速段 17561 米，北外环路的滨沾铁路至滨博高速 16090 米，新立河西路的黄河二路至北外环段 6800 米，新立河东路的黄河二路至北外环段 6800 米，黄河八路的渤海五路至西外环段 10200 米，黄河二路的渤海五路至渤海十八路段 6600 米），项目建设包含：建设面积 484032 平方米、铺设管网 122295 米、安装路灯 2090 盏、绿化面积 210000 平方米，项目总投资约 8.00 亿元。

上述项目可行性研究报告已由滨州市发展和改革委员会《滨州市发展和改革委员会关于滨州城建投资经营有限公司滨州市城市道路改造项目可行性研究报告的批复》（滨发改投资【2012】286 号）批准，并由滨州市环境保护局滨环审表【2012】68 号批准。

该项目自 2013 年 6 月开工建设，建设期为 36 个月。项目已完成前期立项、审批等工作，项

目正在有序建设，截至 2015 年 6 月底，已投资金额约 5.87 亿元，约占项目总投资金额的 73.38%。根据公司与滨州市财政局签订的回购协议，该项目回购收入预计为 8.72 亿元，按照公司与政府签订的道路改造项目回购协议，滨州市城市道路改造工程将自项目建设的第 2 年开始依据部分完工道路项目完工情况分期进行回购，对公司未来经营产生较大的资金支持。

总体看，公司以市政基础设施建设为收入的主要来源，以土地转让收入、房产销售收入和租赁收入为补充，土地转让收入和房产销售收入受政府政策影响明显，公司整体经营情况较好。

八、本期中期票据概况

公司通过“15 滨州建投 MTN001”共募集项目资金 2.00 亿元，用于补充流动资金。截至 2015 年 6 月底，募集资金已全部使用完毕。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2014 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司提供的 2015 年上半年审计报告未经审计。

财务报表合并范围变化方面，截至 2014 年底，公司纳入合并范围子公司共计 5 家，新增纳入合并范围全资子公司滨州养老产业投资经营有限公司，注册资本 1.00 亿元，主营业务为养老产业经营管理、老年用品经营（不含食品）。截至 2015 年 6 月底，公司纳入合并范围子公司共计 8 家，新增纳入合并范围子公司 3 家，分别为山东纳瑞环保科技有限公司、青岛华耀资本创业投资企业（有限合伙）和滨州市环海管道燃气输配有限公司。山东纳瑞环保科技有限公司主营业务是高温陶瓷除尘新材料及其成套设备（包括工业自

控产品和计算机团建)研制、开发、制造和销售,环保工程专业设计、施工及其相关技术服务,环境污染防治工程设计、施工;青岛华耀资本创业投资企业(有限合伙),主营业务是创业投资业务,代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务,创业投资咨询业务,为创业企业提供管理服务业务,参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构;滨州市环海管道燃气输配有限公司,主营业务是燃气设施工程建设及设备安装调试。公司合并口径财务数据具有较强可比性。

截至2014年底,公司合并资产总额为117.15亿元,所有者权益合计为87.39亿元(其中少数股东权益456.08万元)。2014年公司实现主营业务收入13.76亿元,利润总额1.19亿元。

截至2015年6月底,公司合并口径资产总额135.67亿元,所有者权益93.07亿元;2015年1~6月,公司合并口径实现主营业务收入9.88亿元,利润总额1.69亿元。

2. 盈利能力

2014年,公司收入主要源于基础设施建设收入和贸易收入,但上述两个板块收入较2013年均有所下降,因2014年新增土地出让收入,整体看,公司主营业务收入保持相对稳定,分别为13.79亿元和13.76亿元;其他各板块收入变化对整体营业收入影响较小;公司主营业务成本同比下降9.37%,2014年为11.92亿元。受主营业务成本下降影响,主营业务利润同比大幅增长,主营业务利润率由2013年的2.48%增长至11.14%。

2014年,公司期间费用大幅增长,同比增长72.06%,为1.60亿元,主要由管理费用和财务费用构成,分别占比38.25%和61.75%。总体看,公司财务费用大幅增长,期间费用控制能力有所下滑,对公司利润总额影响较大。

政府补助作为公司主要利润来源之一,近两年,公司分别收到补贴收入3.09亿元和1.23亿元,

具体为滨州市财政局支付的政府扶持资金。2014年,公司实现利润总额1.19亿元,同比下降53.97%,主要系补贴收入下降所致。公司利润对政府补助依赖程度高。

2015年1~6月,公司实现营业收入和利润总额分别为9.88亿元和1.69亿元,主营业务利润率为7.34%。

整体看,公司自身盈利能力弱,公司盈利对政府补贴收入依赖程度高。

3. 现金流及保障

经营活动方面,2014年公司经营活动现金流入为17.73亿元,同比下降46.98%,主要为收到的其他与经营活动有关的现金大幅下降所致。公司经营活动现金流入体现为销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金。收到的其他与经营活动有关的现金主要为补贴收入以及与外部往来单位的往来款;2014年公司现金收入比有所下降,由2013年的103.29%下降至100.29%。2014年,公司经营活动现金流出量为26.64亿元,同比下降28.72%,以购买商品、接受劳务支付的现金和支付的其他与经营活动有关的现金为主。2014年公司购买商品、接受劳务支付现金15.66亿元,同比下降45.22%,主要系公司下属子公司滨州市恒信保障性住房开发支出2014年减少所致;支付的其他与经营活动有关的现金为10.94亿元,同比增长24.96%,主要为往来款支出增长所致。2014年,公司经营活动现金净流量持续为负,为-8.91亿元,主要系公司基础设施、保障房等投资建工期较长,尚未完工实现回购,导致经营性现金流阶段性为负。

投资活动方面,近两年,公司投资活动产生的现金流入主要为收回投资所收到的现金,分别为0.69亿元和3.34亿元,具体为2013年北海公司股权转让所得和2014年公司下属子公司山东黄河三角洲能源有限公司收回购买的兴业银行

理财产品；公司投资活动产生的现金流出分别为 0.15 亿元和 5.29 亿元，2013 年公司投资所支付的现金 0.10 亿元，具体为参股设立山东纳瑞环保科技有限公司所支付的现金，2014 年公司支付其他与投资活动有关的现金 4.76 亿元，主要为公司下属子公司山东黄河三角洲能源有限公司购买的兴业银行理财产品；2013~2014 年，公司投资活动现金流量净额分别为 0.54 亿元和 -1.94 亿元。

筹资活动方面，2013~2014 年公司筹资活动现金流入分别为 11.05 亿元和 12.79 亿元，主要由借款所收到的现金构成，少量为吸收投资所收到的现金。公司筹资活动现金流出分别为 8.73 亿元和 1.07 亿元，2013 年主要以偿还债务所支付的现金为主，2014 年为分配股利、利润或偿付利息所支付的现金。2013~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 2.32 亿元和 11.72 亿元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额 -7.31 亿元。现金流入方面，销售商品、提供劳务收到的现金 10.25 亿元，主要为公司基础设施代建回购收入、租赁收入以及贸易收入；收到其他与经营活动有关的现金 5.56 亿元，主要为财政局预付的基础设施代建回购款；现金流出方面，经营活动现金流出主要为购买商品、提供劳务支付的现金 18.64 亿元，同时支付其他与经营活动有关的现金 4.19 亿元，主要为公司与外部往来单位的资金往来增加所致。2015 年 1~6 月，公司投资活动产生的现金流量净额 -1.05 亿元。现金流入方面，收回投资所收到的现金 3.17 亿元，主要为公司下属子公司山东黄河三角洲能源有限公司收回购买的兴业银行理财产品；现金流出方面，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 1.07 亿元，主要为滨州市社会养老服务中心项目投资，同时投资所支付的现金 3.15 亿元，主要为公司下属子公司山东黄河三角洲能源有限公司购买的兴业银行理财产品。2015 年 1~6

月，公司筹资活动产生的现金流量净额 14.10 亿元，主要为银行借款收到的现金。

整体看，公司经营活动获现能力较强，投资活动规模较小，为满足项目建设需要，近年公司加大了对外融资规模。未来随着项目建设支出的进一步扩大，公司外部融资压力趋于上升。

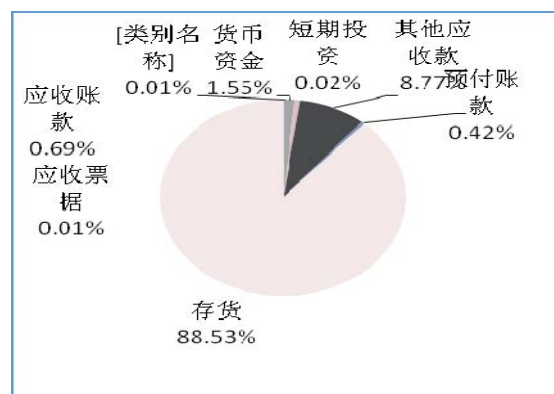
4. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总计117.15亿元，其中流动资产占89.41%、长期股权投资占0.38%和固定资产占10.21%。

截至2014年底，公司流动资产104.75亿元，同比增长16.40%。流动资产主要以存货（占88.53%）和其他应收款（占8.77%）为主。

图1 截至2014年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司货币资金1.62亿元，同比增长116.90%，其中主要为银行存款。

截至2014年底，公司应收账款大幅增长，2014年底为0.72亿元，计提坏账准备73.15万元。

公司其他应收款主要为与滨州市财政局往来欠款，截至2014年底，公司其他应收款余额同比大幅增长，2014年底为9.18亿元，其中2013年底其他应收款较少主要系滨州市财政局归还公司账款1.34亿元。从账龄看，其中1年以内占92.00%，1~2年占5.00%，3年及以上占3.00%。截

至2014年底，公司累计计提坏账准备0.14亿元。

截至2014年底，公司存货为92.73亿元，同比增长4.89%，主要系道路工程项目和一馆三中心项目支出增加所致。公司存货主要由土地存货、开发成本和库存商品构成。截至2014年底，公司以土地证号为滨国用（2013）第H0048号的土地使用权抵押（账面价值为3.34亿元），用于向交通银行股份有限公司滨州分行借款1.50亿元。

表5 公司存货-开发成本明细
(单位：万元)

项目名称	2013年底	2014年底
道路工程	137271.08	184386.91
一馆三中心工程	17946.61	24946.61
公共卫生工程	6235.00	6735.000
全民健身中心工程	3600.00	5025.00
大尚家苑	35301.42	37505.48
北街家苑二区	24851.33	26177.19
东尚家苑	17690.86	17027.64
南街家苑三区	41487.83	43205.40
安兴家苑	13420.72	12836.45
合 计	297804.85	357845.68

资料来源：公司审计报告

公司长期投资规模较小，均为长期股权投资。截至2014年底，公司长期股权投资为0.44亿元，同比增长49.55%，主要系新增滨州市环海管道燃气输配有限公司的投资。

表6 2014年底公司股权投资明细
(单位：万元、%)

被投资单位	核算方法	持股比例	金额
滨州市环海管道燃气输配有限公司	权益法	30.00	1500.29
山东纳瑞环保科技有限公司	权益法	45.45	956.68
青岛华耀资本创业投资企业（有限合伙）	成本法	8.00	2000.00
合 计	--	--	4421.78

资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司固定资产原值保持稳

定，为12.85亿元，累计计提折旧1.26亿元。从固定资产原值构成来看，房屋及建筑物占53.11%；运输设备及办公设备占0.09%；其他占46.80%，具体为2012年政府向公司注入的6.01亿元综合管网及配套设施（供水网、污水网、排水网）。

截至2014年底，公司在建工程0.37亿元，主要系新增滨州养老产业服务中心工程项目所致。

截至2015年6月底，公司资产总额135.67亿元，较2014年底增长15.81%，主要是由于货币资金和应收账款和存货增加所致，其中应收账款增加主要系基础设施建设板块确认收入所致，同时为满足项目建设资金支持，截至2015年6月底，公司用于抵押的土地资产的账面价值增长值14.05亿元。从资产结构看，流动资产占89.41%、长期投资占0.38%，固定资产占10.21%。

整体看，公司资产规模增长较快；资产结构以流动资产为主。公司资产中存货占比过大，整体流动性较弱，资产质量一般。

负债

截至2014年底，公司负债总额29.76亿元，同比增长69.79%，主要系长期借款增长所致。构成上，其中流动负债和长期负债分别占比32.80%和67.20%，以长期负债为主。

截至2014年底，公司流动负债同比增长49.52%，主要系新增短期借款2.88亿元。2014年底为9.76亿元，主要由短期借款、应交税金和其他应付款构成，分别占比29.48%、20.61%和36.25%。其中短期借款由保证借款和抵押借款构成，分别占比47.87%和52.13%；其他应付款3.54亿元，同比下降17.42%，主要系归还滨州财政局往来款。

截至2014年底，公司长期负债同比增长81.82%，主要系新增长期借款9.00亿元。截至2014年底，公司长期借款20.00亿元，由长期借款和应付债券构成，分别占比45.00%和55.00%。公司长期借款均为保证借款；应付债券为2013

公司发行额度 11.00 亿元的“13 滨州债”。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司有息债务 22.88 亿元，同比增长 107.98%，主要长期借款增加。公司有息债务占负债总额的 76.87%，其中短期债务和长期债务分别占比 12.58%和 87.42%，债务结构上以长期债务为主。

从公司债务负担看，截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较 2013 年分别增加了 8.27 个百分点、9.26 个百分点和 7.14 个百分点，分别为 25.40%、20.76%和 18.63%。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 42.61 亿元，较 2014 年底上升 43.16%，主要系长期借款增加 11.40 亿元所致，同时导致公司全部债务增加至 34.58 亿元。截至 2015 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率受负债大幅提高影响均有所提升，分别为 31.40%、27.10%和 25.24%。

所有者权益

截至 2014 年底，主要滨州市政府财政拨款增加 0.89 亿元影响，公司所有者权益保持增长，由 2013 年底的 84.71 亿元(含少数股东权益 0.05 亿元)增加至 87.34 亿元(含少数股东权益 0.05 亿元)。从权益结构来看，实收资本占 3.43%、资本公积占 85.53%、盈余公积占 0.50%、未分配利润占 10.54%。整体看，公司权益结构中资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

截至 2015 年 6 月底，受收到滨州市政府财政拨款 3.32 亿元影响，公司所有者权益较 2014 年底增长了 6.50%，为 93.02 亿元(含少数股东权益 0.05 亿元)，其中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配分别占比 3.23%、83.88%、0.47%和 12.42%。

整体看，公司债务总额呈上升趋势，但整体债务负担较轻，债务结构以长期债务为主。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，由于公司流动资产中以土地资产及开发成本为主的存货占比较大，2014 年公司流动比率为 1073.21%，较 2013 年有所下降，但仍保持较高水平；2014 年公司速动比率大幅增长，为 123.15%。公司整体资产流动性有所提高。2015 年 6 月底，伴随公司流动资产增加，公司流动比率上升至 1095.04%；速动比率受流动负债增长影响由 2014 年底的 123.15%上升到 234.25%。2014 年，公司经营现金流动负债比分别为-91.25%。考虑到公司短期债务规模较小，公司整体短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，近两年，公司 EBITDA 分别为 3.71 亿元和 2.71 亿元，公司全部债务/EBITDA 分别为 2.96 倍和 8.44 倍。从指标值来看，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。

整体看，由于公司债务负担较轻，但考虑到市政府对于公司资产注入、扶持资金补贴等各方面的持续支持，公司整体偿债能力一般。

截至 2015 年 6 月底，公司合并口径共获得银行授信 10.44 亿元，已使用额度合计 6.04 亿元，未使用额度合计 4.40 亿元，公司间接融资渠道畅通。

6. 对外担保

截至 2015 年 6 月底，公司对黄河三角洲开发集团有限公司提供担保 10000.00 万元，担保规模相对较小，且被担保方主要为国有企业和事业单位，营业正常，或有负债风险小。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告(银行版，机构信用代码为：G10120116015599409)，截至 2015 年 11 月 17 日，公司无未结清不良信贷、已结清不良信贷和欠息情况发生，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及滨州市区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到滨州市政府对于公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿债能力

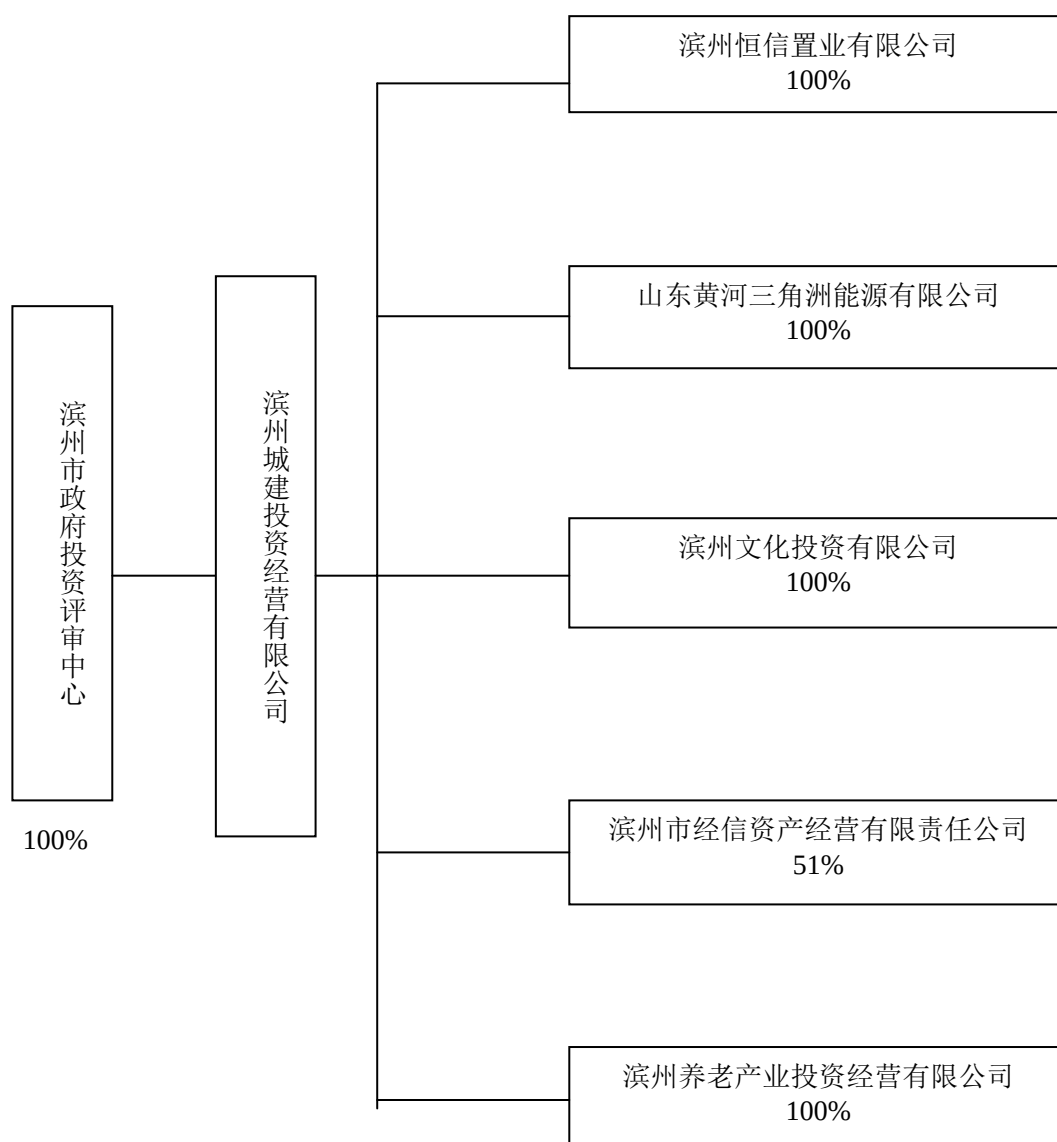
公司通过“15 滨州建投 MTN001”于 2015 年 7 月募集项目资金 2.00 亿元，发行期限 2 年，按年付息，到期一次兑付本金，即公司将于 2017 年兑付本期中期票据本金 2.00 亿元。

2014 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 17.73 亿元和-8.91 亿元，为上述债券合计本金的 8.86 倍和-4.45 倍。截至 2014 年底，公司 EBITDA 为 1.61 亿元，为上述债券本金的 0.80 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对上述债券本金保障能力较强。

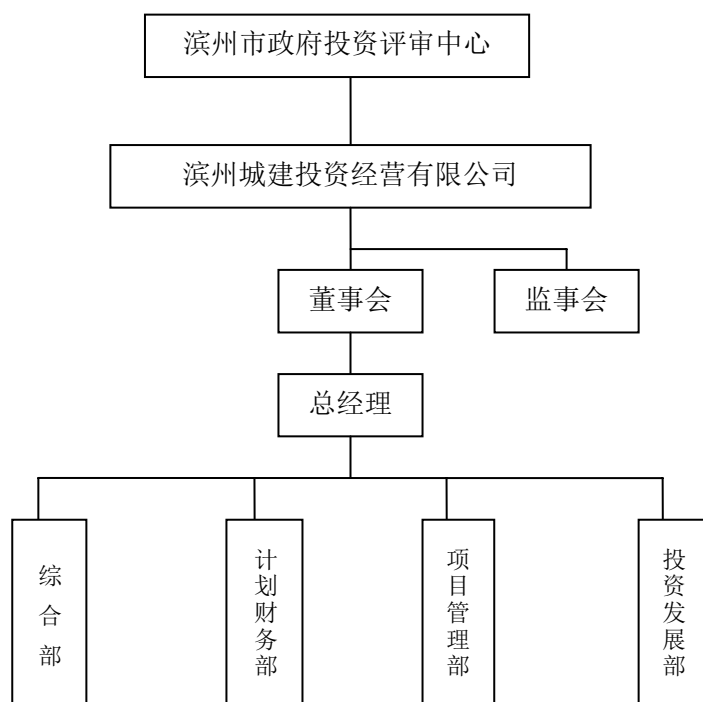
十一、 结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 滨州建投 MTN001”AA 的信用等级。

附件 1-1 滨州城建投资经营有限公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.82	0.75	1.65	7.35
资产总额(亿元)	80.40	102.29	117.15	135.67
所有者权益(亿元)	68.09	84.76	87.39	93.07
短期债务(亿元)	8.00	0.00	2.88	3.18
长期债务(亿元)	0.00	11.00	20.00	31.40
全部债务(亿元)	8.00	11.00	22.88	34.58
主营业务收入(亿元)	5.94	13.79	13.76	9.88
利润总额(亿元)	1.32	2.59	1.19	1.69
EBITDA(亿元)	1.50	3.71	2.71	--
经营性净现金流(亿元)	-6.87	-3.93	-8.91	-7.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.89	30.19	35.32	--
存货周转次数(次)	0.09	0.18	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.15	0.13	--
现金收入比(%)	96.08	103.29	100.29	103.78
主营业务利润率(%)	5.29	2.48	11.14	7.34
总资本收益率(%)	1.78	3.43	2.03	1.32
净资产收益率(%)	1.92	3.05	1.34	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	11.49	18.63	25.24
全部债务资本化比率(%)	10.51	11.49	20.76	27.10
资产负债率(%)	15.31	17.14	25.40	31.40
流动比率(%)	546.16	1,378.56	1,073.21	1095.04
速动比率(%)	46.56	24.16	123.15	234.25
经营现金流动负债比(%)	-55.79	-60.25	-91.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	34.20	5.23	2.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.35	2.96	8.44	--

注：公司 2015 年半年报财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营收入 / (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/主营业务收入×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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
主营业务利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。