

跟踪评级公告

联合[2016] 881 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，将滨州城建投资经营有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定，并将“15滨州建投MTN001”、“16滨州建投MTN001”的信用等级由AA调整为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月二十三日



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
16 滨州建投 MTN001	3.5 亿元	2016/03/25-2018/03/25	AA ⁺	AA

评级时间: 2016 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	0.75	1.63	10.48	34.21
资产总额(亿元)	102.29	117.16	151.26	170.42
所有者权益(亿元)	84.76	87.40	92.51	93.61
长期债务(亿元)	11.00	20.00	28.71	49.60
全部债务(亿元)	11.00	22.88	41.82	62.97
主营业务收入/营业收入(亿元)	13.79	13.76	50.06	20.97
利润总额(亿元)	2.59	1.19	1.38	1.11
EBITDA(亿元)	3.71	2.71	3.41	--
经营性净现金流(亿元)	-3.93	-8.91	-9.24	-1.04
主营业务利润率/营业利润率(%)	2.48	11.14	3.11	2.11
净资产收益率(%)	3.05	1.34	1.45	--
资产负债率(%)	17.14	25.40	38.84	45.07
全部债务资本化比率(%)	11.49	20.75	31.13	40.22
流动比率(%)	1378.56	1073.21	401.68	544.55
全部债务/EBITDA(倍)	2.96	8.44	12.25	--

注: 1.2014 年及以前年度公司财务报表采用旧准则, 公司自 2015 年起会计准则发生变化, 对财务报表项目进行追溯调整, 故 2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数;
2.公司 2016 年一季度财务数据未经审计;
3.现金类资产已扣除受限资金。

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

滨州城建投资经营有限公司 (以下简称“公司”) 是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重要投资和运营主体。跟踪期内, 滨州市区域经济快速发展, 财政实力不断增强, 为公司经营提供了良好的外部环境; 公司通过拓展贸易板块业务范围, 现金流入状况得以改善; 但公司资产流动性一般、自身盈利能力弱、土地出让和房产销售易受政府政策影响及经营性净现金流量持续为负、外部融资压力较大等因素给公司信用水平带来一定不利影响。

滨州市地方财政实力不断增强, 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, 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。

跟踪期内, 公司经营活动现金流入量对“15 滨州建投 MTN001”和“16 滨州建投 MTN001”保障能力较强。综合考虑, 联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并将“15 滨州建投 MTN001”和“16 滨州建投 MTN001”的信用等级由 AA 调整为 AA⁺。

优势

1. 滨州市经济及财政收入水平持续增长, 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, 具有业务区域垄断地位; 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. 公司通过拓展贸易板块业务范围, 现金流入状况得以改善。
4. 跟踪期内, 公司经营活动现金流入量对“15 滨州建投 MTN001”和“16 滨州建投 MTN001”保障能力较强。

关注

1. 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。
3. 公司经营性净现金流量持续为负，存在一定外部融资压力。

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市城建投资经营有限公司主体长期信用及“15 滨州建投 MTN001”和“16 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

滨州市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%）和滨州市国有资产评估中心出资300万元（持股30%）设立。后经数次转股增资，截至2016年3月底，公司注册资本3.00亿元，实收资本3.00亿元。根据滨州市财政于2016年4月5日出具的《滨州市财政局关于滨州市城建投资经营有限公司股权无偿划转的批复》（滨财国【2016】13号）文件，公司原股东滨州市政府投资评审中心将所持公司100%的股权无偿划转至滨州市经济开发投资公司（以下简称“滨州经开公司”），公司最终实际控制人仍为滨州市财政局。

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）。

公司本部设有综合部、计划财务部、项目管理部、投资发展部4个职能部门。截至2016年底3月底，公司纳入合并范围子公司共计4家，分别为滨州恒信置业有限公司、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）、滨州文化投资有限公司和滨州养老产业投资经营有限公司。根据《关于同意滨州市城建投资经营有限公司收回对外投资的批复》，公司以现金510.00万元收回对滨州市经信资产经营有限责任公司的全部投资，该公司不再并表核算。

截至2015年底，公司合并资产总额为151.26亿元，所有者权益合计为92.51亿元。2015年公司实现营业收入50.06亿元，利润总额1.38亿元。

截至2016年3月底，公司合并口径资产总额170.42亿元，所有者权益93.61亿元；2016年1~3月，公司实现营业收入20.97亿元，利润总额1.11亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示全国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，国内就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明全国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，国内固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，国内社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；全国消费与人均收入情况大致相同，全国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，全国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和“一带一路”项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经

济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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，严控平台债务风险。

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调整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

三角洲尾闾，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。

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

从根据《2015 年滨州市国民经济和社会发展统计公报》，滨州市全年实现生产总值（GDP）2355.33 亿元，比上年增长 7.1%。其中，第一产业增加值 217.53 亿元，增长 4.9%；第二产业增加值 1150.17 亿元，增长 6.8%；第三产业增加值 987.63 亿元，增长 7.9%。三次产业结构由上年的 9.3:50.3:40.4 调整为 9.3: 48.8: 41.9，服务业占比提升 1.5 个百分点。人均生产总值达到 61189 元，增长 6.4%。

2015 年，滨州市全年完成一般公共预算收入 204.15 亿元，增长 9.1%，其中税收收入 152.55 亿元，增长 7.3%，占一般公共预算收入比重 74.7%。完成一般公共预算支出 308.96 亿元，增长 14.5%，其中教育支出、科学技术支出（部分）等 13 项民生支出完成 254.02 亿元，增长 15.5%，占一般公共预算支出比重 82.2%。城乡居民基本医疗保险政府补助、农业支持保护补贴各级财政分别投入 11.95 亿元、4.74 亿元。

2015 年，滨州市固定资产投资平稳增长。全年固定资产投资总额 1990.24 亿元，增长 13.8%。分产业看，第一产业完成 56.35 亿元，增长 99.1%；第二产业完成 1345.25 亿元，增长 20.5%，其中工业技术改造投资 701.94 亿元，增长 20.0%，占全部投资的比重为 35.3%，较上年提高 1.9 个百分点；第三产业投资 588.63 亿元，下降 2.5%。高新技术产业投资 543.9 亿元，增长 46.8%。民间投资 1624.63 亿元，增长 6.5%。

2015 年，滨州市房地产市场持续调整。全年房地产开发投资 108.5 亿元，下降 3.2%，其中，住宅投资 91.4 亿元，增长 0.9%。房屋施工面积 1138.2 万平方米，下降 10.1%，其中，住宅 928.1 万平方米，下降 8.8%。房屋竣工面积 171.2 万平方米，下降 23.6%，其中，住宅 136.4 万平方米，

下降 28.8%。商品房销售面积 349.1 万平方米，增长 7.8%，其中，住宅 316.8 万平方米，增长 12.2%。2015 年，滨州市保障性安居工程稳步推进。新开工任务 3834 套。全年实际开工 3890 套，开工率 101.5%，基本建成保障性住房 2774 套。

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。跟踪期内，滨州市地方可支配收入持续增长，由 2014 年的 354.25 亿元增长至 2015 年的 366.81 亿元，主要系一般预算收入和上级补助收入增长所致。2015 年，滨州一般预算收入 204.15 亿元，同比增长 9.09%，其中税收收入和非税收入分别占比 74.73%和 25.27%；上级补助收入由 2014 年底的 92.84 亿元增长至 107.09 亿元；受宏观经济政策影响，跟踪期内，滨州市基金收入降幅较大，2015 年为 52.27 亿元。

跟踪期内，滨州市财政收入持续增长，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 2013~2015 年滨州市全口径可支配收入
(单位: 万元、%)

科目	2013 年	2014 年	2015 年
一般预算收入	1700901	1871456	2041481
其中: 税收收入	1283048	1422310	1525512
非税收入	417853	449146	515969

表 2 2015 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 2015 年底)	余额	地方财力 (2015 年)	金额
(一) 直接债务余额	2011360.21	(一) 地方一般预算收入	737084.00
1、外国政府贷款		1. 税收收入	508243.00
2、国外金融组织贷款	10814.37	2. 非税收入	228841.00
(1) 世界银行贷款	2446.52	(二) 转移支付和税收返还收入	1070881.00
(2) 亚洲开发银行贷款	8367.84	1. 一般性转移支付收入	582150.00

基金收入	760897	707863	522728
上级补助收入	884941	928411	1070881
其中: 返还性收入	107573	107573	107573
一般性转移支付收入	393895	488497	582150
专项转移支付收入	383473	332341	381158
预算外收入	32483	34803	33015
其中: 政府行政性收费	31126	32944	32985
地方可支配收入总计	3379222	3542533	3668105

资料来源: 滨州市财政局

4. 地方政府本级财力及债务

滨州市地方综合财力主要由一般预算收入、转移支付和税收返还收入、下级上解收入、国有土地使用权出让收入和预算外财政专户收入构成。跟踪期内，滨州市地方综合财力持续增长，为 257.37 亿元，其中滨州市市本级一般预算收入 73.71 亿元，税收收入和非税收入分别占比 68.95%和 31.05%；转移支付和税收返还收入、下级上解收入和国有土地使用权出让收入分别为 107.09 亿元、45.64 亿元和 29.41 亿元，占滨州市地方综合财力的比重分别为 41.61%、17.73%和 11.43%；预算外财政专户收入规模较小，为 1.53 亿元。

滨州市本级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 2015 年底，滨州市本级政府债务余额较 2014 年有所增长，为 214.64 亿元，其中直接债务余额为 201.14 亿元，担保债务余额 27.01 亿元。以 2015 年滨州市本级地方综合财力 257.37 亿元计算，债务率为 83.40%，滨州市市本级政府债务率较高。

(3) 国际农业发展基金会贷款		2. 专项转移支付收入	381158.00
(4) 其他国际金融组织贷款		3. 税收返还收入	107573.00
3、国债转贷资金	2487.45	(三) 下级上解收入	456414.00
4、农业综合开发借款	755.00	(四) 国有土地使用权出让收入	294090.00
5、解决地方金融风险专项借款		1. 国有土地使用权出让金	276848.00
6、国内金融机构借款	379375.65	2. 国有土地收益基金	14301.00
(1) 政府直接借款		3. 农业土地开发资金	2941.00
(2) 由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	379375.65	4. 新增建设用地有偿使用费	
7、债券融资	1022288.00	(五) 预算外财政专户收入	15277.00
(1) 中央代发地方政府债券	731288.00		
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	291000.00		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款	109391.53		
10、拖欠工资和工程款	241340.43		
11、其他	244907.78		
(二) 担保债务余额	270132.58		
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	481.77		
(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	481.77		
3、政府担保的国内金融组织贷款	81635.47		
4、政府担保的融资平台证券融资	50000.00		
5、政府担保向单位、个人借款	90372.72		
6、其他	47642.61		
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	2146426.50	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)+(五)	2573746.00
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		83.40%	

资料来源：滨州市财政局

跟踪期内，滨州市地方财政实力不断增强，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，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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 3.00 亿元，实收资本 3.00 亿元。根据滨州市财政局于 2016 年 4 月 5 日出具的《滨州市财政局关于滨州城建投资经营有限公司股权无偿划转的批复》（滨财国【2016】13 号）文件，公司原股东滨州市政府投资评审中心将所持公司 100% 的股权无

偿划转至滨州经开公司，公司最终实际控制人仍为滨州市财政局。

滨州经开公司成立于 1992 年 7 月，隶属于滨州市财政局。公司目前注册资本 22.68 亿元，截至 2015 年底，滨州经开资产已达 201.16 亿元，其中流动资产 91.30 亿元，其他资产 109.86 亿元；净资产 76.95 亿元。滨州市经济开发投资公司旗下有黄河三角洲建设开发集团有限公司、滨州港务集团有限责任公司、滨州城建投资经营有限公司、滨州市资产管理经营公司四个全资子公司及滨州财金投资有限公司、滨州北海生态农业科技有限公司两个控股公司，承担全市各类资源调控、整合与开发建设、城市公用设施经营、民生保障、未利用地开发及港口建设与管理运营等任务。滨州经开公司业务开展包括投融资工作、棚

户区改造建设与资金管理工作、滨州港项目建设工作、土地收储工作、工业园创业基地开发工作、委托贷款工作、风险投资工作和不良债权清收工作。滨州经开公司经营范围为企业筹集资金、风险投资、城市建设开发投资（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）。

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”），初始注册资本1800万元，经营范围为房地产开发、销售；山东黄河三角洲实业有限公司，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；滨州养老产业投资经营有限公司，注册资本2.61亿元，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2016年3月底，公司员工61人，按年龄分布，25岁以下占18.03%，26~45岁占70.49%，46岁以上占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75.41%，本科及以上学历24.59%。

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

根据滨州市财政局下发的《关于拨付2014年代建工程补贴款的通知》，2014年公司收到财政补贴1.23亿元；根据滨州市财政局下发的滨财预指（2015）159号文件和滨财社指（2015）110号文件，2015年公司分别收到政府扶持资金和专项补助分别1.78亿元和0.03亿元，共计1.82亿元，全部计入补贴收入。2016年一季度公司获得财政补贴款0.98亿元。

（2）注资

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号文件，拨付公司资金33187.00万元用于缴纳“一馆三中心”和“滨州市文化中心”两块土地的出让价款。此外，2015年12月30日，根据滨州市财政局出具的《滨州市财政局关于下达山东省政府和社会资本合作（PPP）发展基金滨州出资的通知》滨财预指（2015）87号文件，公司收到拨款5000.00万元。上述两项拨款均计入资本公积核算。

（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。2014~2015年，公司基础设施建设收入分别实现收入4.30亿元和13.94亿元，公司实际分别收到回款4.30亿元和9.32亿元。

跟踪期内，滨州市政府在资金注入、委托代

建回购及政府补贴方面给予公司持续的支持，进而为公司项目建设提供了充足的资金，也为公司未来发展提供了重要保障。

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，公司利润总额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、贸易收入和土地转让收入，且上述三个板块收入较上年均大幅增长，带动公司主营业务收入大幅增长，2014~2015年分别为13.76亿元和50.06亿元，其中2015年主营业务收入较上年大幅增长，主要系基础设施建设收入和土地出让收入增长所致。

2015年，公司为加快基础设施代建项目回购进度，对代建完成的基础设施项目及时办理资产移交回购确认手续，基础设施建设收入大幅增长，2015年为13.94亿元，同比增长224.12%；贸易板块收入由2014年的4.43亿元增长至10.42亿元；跟踪期内，土地出让收入25.20亿元，同比增幅较大，主要系公司根据自身经营发展需要，依据滨州市整体规划要求，2015年对滨国用（2006）第5989号土地进行了转让，转让面积1969.07亩，地块较大，导致同比增长较大。2015年，上述三个板块收入构成公司收入主要来源，分别占比27.84%、50.35%和20.81%。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2014年的257.79万元下降至20.77万元，主要系公司全资子公司承建的经济适用房小

区-恒信安康小区房屋绝大部分已销售完毕，经济适用房的销售由滨州市房管局按照相关政策进行分配，2015年分配极少，导致房产销售下降；截至2016年3月底，经适房剩余未销售面积仅为2695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2014年的13.39%下降至6.18%，主要系占比较大的土地转让板块和贸易板块毛利率较低导致整体毛利率下降所致。2015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2.72%，同比下降0.13个百分点，近两年，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，致贸易板块毛利率保持相对稳定；跟踪期内，土地转让毛利率由2014年的28.25%下降至6.25%，毛利率大幅下降，主要系根据滨州市整体规划要求，并结合公司经营进行的土地转让，转让过程中仅考虑了土地成本以及交易过程中承担的各项税费；租赁板块和房产销售板块毛利率分别为16.91%和42.42%。

2016年1~3月，公司实现主营业务收入20.97亿元，占2015年主营业务收入的41.89%，主要来源于房地产销售收入和贸易收入。2016年1~3月，公司贸易收入和房产销售分别为4.54亿元和16.43亿元，其中房产销售收入大幅增长，主要系公司全资子公司所承建的5个保障性住房建设项目进行移交结算并实现了回购收入。毛利率方面，贸易板块毛利率下降至1.51%，主要系为进一步拓展业务，对部分经营商品进行了让利导致毛利率有所下降，房产销售板块毛利率为2.27%；受确认和结算方式影响，同期，其他板块尚未形成收入。

表3 2013~2015年及2016年1~3月公司业务收入主要构成情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 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	66077.56	47.93	8.26	42994.30	31.23	8.26	139352.11	27.84	8.26	--	--	--
租赁	4999.00	3.63	16.91	4999.00	3.63	16.91	4999.00	1.00	16.91	--	--	--
土地转让	--	--	--	45045.00	32.73	28.25	252041.32	50.35	6.25	--	--	--
房产销售	6838.97	4.96	-1.76	257.79	0.19	18.88	20.77	0.00	42.42	164260.20	78.33	2.27
贸易收入	59954.63	43.48	0.26	44349.82	32.22	2.85	104183.57	20.81	2.72	45432.94	21.67	1.51
合计	137870.16	100.00	4.60	137645.91	100.00	13.39	500596.77	100.00	6.18	209693.14	100.00	2.11

资料来源：公司提供

1. 基础设施建设

基础设施建设收入作为公司主要的收入来源，主要由道路工程收入和场馆建设收入构成。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。

道路工程方面，截至2016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279600米，总面积1788242平方米，总投资额26.58亿元，实现回购收入28.97亿元。截至2016年3月底，公司尚未竣工决算的道路工程累计投资额9.72亿元，道路施工总长度84497米，施工面积546465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、老干部中心工程和滨州市文化中心等大型工程，合计实现回购收入8.12亿元。截至2016年3月底，公司尚未竣工决算场馆建设工程还包括一馆三中心工程、公共卫生工程、全民健身中心工程和滨州养老产业服务中心等，上述项目累计投资额4.68亿元。

近两年，公司基础设施建设收入分别实现收入4.30亿元和13.94亿元，公司实际分别收到回款4.30亿元和9.32亿元，该板块毛利率为保持稳定，均为8.26%。2016年1~3月，该板块尚未确认收入。

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，且项目回款尚可，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。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。

公司保障性住房业务板块的经营主体为滨州恒信，该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1.1亿元，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。

跟踪期内，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2016年3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。公司的保障性住房计入存货（开发产品和开发成本），该板块销售收入波动较大，2014~2015年及2016年1~3月，分别实现销售收入257.79万元、20.77万元和164260.20万元，其中2016年1~3月，该板块收入大幅增长，主要系上述5个保障性住房小区已于2016年2月完工结算。2014~2015年及2016年1~3月，实际收到回款257.79万元、20.77万元和102000.00万元。

3. 土地转让收入

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，公司将土地滨国用（2006）第5989号转让给滨州市市政工程管理处，土地性质为出让（其他商服用地），面积131.27万平方米，据以公司确认收入25.20亿元，毛利率为6.25%。2015年，公司实际收到土地出让回款3.92亿元，剩余款项计入长期应收款和一年内到期非流动资产核算，自2016年起4年内均衡回款，每年回款5.32亿元。

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。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，同时土地转让资金采用分期回流，未来政回款情况有待关注。

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（2014）第9195号	97.71	出让	其他商服用地	175876.37
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
转让	滨国用（2015）第G0025号	4.83	出让	仓储用地	1751.39
购买	滨国用（2015）第9615号	16.61	出让	文体娱乐用地	24492.30
资产注入	滨国用（2015）第H0010号	88.14	出让	工业用地	20973.77
转让	滨国用（2015）第9682号	3.54	出让	城镇住宅、商服用地	3700.00
合计	--	689.01	--	--	350031.42

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。

2014 年和 2015 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。从毛利率看，近两年，公司租赁板块毛利率变化不大，均为 16.91%。2016 年 1~3 月，该板块尚未形成收入。

跟踪期内，公司租赁板块收入稳定，预计未来能为公司带来稳定的现金流入。

5. 贸易收入

2015 年，公司销售油品、铝矿砂、小麦、板材、煤炭、工程物资、面粉、铁矿石分别为 20.42 万吨、29.85 万吨、2.65 万吨、2.55 万吨、2.91 万吨、3.83 万吨、2.28 万吨和 40.69 万吨，实现销售收入分别为 5.56 亿元、0.82 亿元、0.61 亿元、0.66 亿元、0.11 亿元、0.60 亿元、0.44 亿元和 1.46 亿元，合计实现贸易收入 10.42 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先后与山东铁雄新沙能源有限公司、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。2015 年，公司实现贸易收入较 2014 年大幅增长。2016 年 1~3 月，公司实现贸易收入 4.54 亿元，为 2015 年全年的 43.61%，毛利率由 2015 年的 2.72% 下降至 1.51%。

跟踪期内，贸易板块进一步拓展业务，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，导致板块收入规模大幅提升，但考虑到板块业务相对市场化运作，经营风险值得关注。

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 2016 年 3 月底，已投资金额约 7.21 亿元，约占项目总投资金额的 90.13%。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。

跟踪期内，受基础设施建设进度加快及贸易

板块业务拓宽的影响，公司现金流状况得以改善，但贸易板块经营风险值持续关注。同时土地转让收入和房产销售收入对公司主营业务收入起到较大支撑，考虑到土地出让和房产销售易受政府政策影响，未来资金回流具有一定的不确定性。公司整体经营情况较好。

八、存续期中期票据概况

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 2016 年 3 月底，募集资金已全部使用完毕；公司通过“16 滨州建投 MTN001”共募集项目资金 3.50 亿元，用于补充子公司流动资金，截至 2016 年 3 月底，募集资金尚未使用。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2015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。

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2.61亿元，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年底，公司纳入合并范围子公司共计4家，根据《关于同意滨州市城建投资经营有限公司收回对外投资的批复》，公司以现金510.00万元收回对滨州市经信资产经营有限责任公司的全部投资，该公司不再并表核算。

由于公司自2015年起采用新会计准则编制财务报表，对财务报表项目进行追溯调整，本次公司跟踪评级所涉及具体科目比较主要以2015年审计报告期初期末数据对比为主。同时，跟踪期内，公司合并口径变动小，财务数据具有较强

可比性。

截至2015年底，公司合并资产总额为151.26亿元，所有者权益合计为92.51亿元。2015年公司实现营业收入50.06亿元，利润总额1.38亿元。

截至2016年3月底，公司合并口径资产总额170.42亿元，所有者权益93.61亿元；2016年1~3月，公司实现营业收入20.97亿元，利润总额1.11亿元。

2. 盈利能力

2015年，公司收入主要源于基础设施建设收入、土地转让收入和贸易收入，上述三个板块收入较2014年均均有大幅增长，带动公司营业收入大幅增长；公司营业成本同比增长293.97%，2015年为46.97亿元。受营业成本高于营业收入增幅影响，2015年营业利润同比大幅下降，由2014年的11.14%下降至3.11%。

2015年，公司期间费用增长较快，为1.81亿元，主要由管理费用和财务费用构成。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1.23亿元和1.82亿元，具体为滨州市财政局支付的政府扶持资金。2015年，公司实现利润总额1.38亿元，同比增长15.74%，主要系补贴收入增长所致。公司利润对政府补助依赖程度高。

2016年1~3月，公司实现营业收入和利润总额分别为20.97亿元和1.11亿元，公司营业收入主要来源于房产销售和贸易收入，营业利润率为2.11%。

跟踪期内，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

经营活动方面，2015年公司经营活动现金流入为38.97亿元，同比大幅增长。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；2015 年公司现金收入比大幅下降，由 2014 年的 100.29% 下降至 49.44%，主要系土地转让按土地按照协议约定分期付款所致。2015 年，公司经营活动现金流出量为 48.21 亿元，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。2015 年公司购买商品、接受劳务支付现金 45.22 亿元，主要系公司各建设项目本年投资额以及公司全资子公司山东黄河三角洲实业有限公司购进能源类商品支付的现金；支付的其他与经营活动有关的现金为 0.41 亿元，同比大幅下降，主要系往来款支付减少所致。2015 年，公司经营活动现金净流量持续为负，为-9.24 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 3.34 亿元和 12.45 亿元，具体为 2014 年公司下属子公司山东黄河三角洲实业有限公司收回购买的兴业银行理财产品和 2015 年公司全资子公司山东黄河三角洲实业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 5.29 亿元和 16.00 亿元，公司投资所支付的现金 0.15 亿元和 14.39 亿元，具体为 2014 年的公司全资子公司山东黄河三角洲实业有限公司出资设立环海管道输配公司投资款和 2015 年的公司出资 5000.00 万元省 PPP 基金、1.00 亿元购买建设银行理财产品以及全资子公司山东黄河三角洲实业有限公司购买的兴业银行理财产品；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；2014~2015 年，公司投资活动现金流量净额分别

为-1.94 亿元和-3.56 亿元。

筹资活动方面，2014~2015 年公司筹资活动现金流入分别为 12.79 亿元和 28.53 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，主要为下属子公司养老产业公司收到的国开基金有限公司国家专项建设基金投资。公司筹资活动现金流出分别为 1.07 亿元和 6.88 亿元，主要为分配股利、利润或偿付利息所支付的现金和偿还债务所支付的现金。2014~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 11.72 亿元和 21.65 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 -1.04 亿元。现金流入方面，销售商品、提供劳务收到的现金 20.97 亿元，主要为贸易收入、房产销售回款、部分土地转让回款及下属子公司预收货款；收到其他与经营活动有关的现金 4.67 亿元，主要为预收的基础设施代建项目款以及单位往来款；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 23.46 亿元，同时支付其他与经营活动有关的现金 2.14 亿元，主要为公司与外部往来单位的资金往来。2016 年 1~3 月，公司投资活动产生的现金流量净额 1.25 亿元。现金流入方面，收回投资所收到的现金 5.79 亿元，主要为公司全资子公司山东黄河三角洲实业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、无形资产支付的现金 2.45 亿元，主要为公司全资子公司滨州养老产业投资经营有限公司在建的滨州市社会养老服务中心项目投资，同时，投资支付的现金 4.36 亿元，主要为公司全资子公司山东黄河三角洲实业有限公司购买的兴业银行理财产品。2016 年 1~3 月，公司筹资活动产生的现金流量净额 23.08 亿元，主要为银行借款收到的现金。

跟踪期内，受土地出让分期回款影响，公司经营活动获现能力有所下降，经营性净现金流量持续为负。为满足项目建设需要，跟踪期内公司

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，公司外部融资压力较强。

4. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总计151.26亿元，同比增长29.11%，主要系货币资金、应收账款、一年内到期的非流动资产和长期应收款增长所致。公司资产结构中，受长期应收款增长影响，公司非流动资产占比有所增长，较2014年底增加9.64个百分点，公司资产结构仍以流动资产为主，流动资产和非流动资产分别占比79.78%和20.22%。

截至2015年底，公司流动资产120.67亿元，同比增长15.20%，主要系货币资金、应收类款项和一年内到期的非流动资产增长所致。流动资产主要以货币资金（占9.05%）、存货（占74.36%）、应收账款（占4.20%）、其他应收款（占4.26%）和一年内到期的非流动资产（占4.41%）为主。

截至2015年底，受公司项目建设需求不断增加导致银行借款增加，公司货币资金同比增长572.09%，2015年底为10.92亿元，主要为银行存款。公司受限资金0.44亿元，受限比率小。

截至2015年底，公司应收账款5.07亿元，同比增长599.73%，大幅增长主要系新增应收基础设施代建回购款4.62亿元所致。从账龄看，主要以1年以内（占比99.98%）为主。截至2015年底，公司累计计提坏账准备46.55万元。

截至2015年底，公司预付账款2.90亿元，较2014年底增加2.46亿元，主要系公司下属全资子公司山东黄河三角洲实业有限公司预付能源类商品货款以及滨州养老产业投资经营有限公司在建的滨州市社会养老服务中心预付工程款。

公司其他应收款主要为与滨州市财政局及区级财政局往来欠款。截至2015年底，公司其他应收款余额同比大幅增长，为5.14亿元，较2014

年底减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2015年底，公司累计计提坏账准备0.14亿元。

截至2015年底，公司存货为89.73亿元，同比下降3.24%，主要系公司出让土地滨国用（2006）第5989号，土地性质为出让（其他商服用地），面积131.27万平方米，出让价格25.20亿元。公司存货主要由土地存货（占39.01%）和开发成本（占59.64%）构成。截至2015年底，公司以土地证号为滨国用（2013）第H0045号、滨国用（2013）第H0046号、滨国用（2013）第H0047号和滨国用（2013）第H0051号的土地使用权抵押（账面价值为10.71亿元），用于向建信资本管理有限责任公司借款（4.70亿元）。

表5 公司存货-开发成本明细（单位：万元）

项目名称	2014 年底	2015 年底
道路工程	184386.91	314890.29
一馆三中心工程	24946.61	33246.61
公共卫生工程	6735.00	6735.00
全民健身中心工程	5025.00	6787.00
大尚家苑	37505.48	37505.48
北街家苑二区	26177.19	26177.19
东尚家苑	17027.64	17027.64
南街家苑三区	43205.40	43205.40
安兴家苑	12836.45	12836.45
三馆一院工程	0.00	36754.95
合计	357845.68	535166.02

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司新增一年内到期的非流动资产5.32亿元，主要系一年内到期的长期应收款转入所致，具体为应收一年内到期的土地转让回款。

截至2015年底，公司其他流动资产1.59亿元，较2014年底增加1.55亿元，主要系新增理财产品1.43亿元。

截至2015年底，公司非流动资产30.59亿元，同比增长146.59%，主要系长期应收款增长所致。非流动资产主要以长期应收款（占52.18%）和固定资产（占36.51%）为主。

截至2015年底，公司长期应收款15.96亿元，具体为应收滨州市市政工程管理处土地转让款。

公司长期投资规模较小，均为长期股权投资。截至2015年底，公司长期股权投资为1.47亿元，同比增幅较大，主要系追加被持股企业股权投资投入所致。

表6 2015年底公司长期股权投资明细（单位：万元、%）

被投资单位	核算方法	金额
滨州市环海管道燃气输配有限公司	权益法	1499.50
山东纳瑞环保科技有限公司	权益法	885.62
青岛华耀资本创业投资企业	成本法	12382.00
合计	--	14737.11

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司固定资产原值保持稳定，为11.17亿元，主要系公司计提折旧1.68亿元所致。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2015年底，公司在建工程1.27亿元，主要系增滨州养老产业服务中心工程项目建设支出增加所致。

截至2016年3月底，公司资产总额170.42亿元，较2015年底增长12.67%，主要系货币资金和预付款项大幅增长所致，其中货币资金较2015年底增加23.30亿元，主要源于兴业银行资产证券化业务增加10.00亿元，中期票据增加3.50亿元、项目收益票据增加6.00亿元、交通银行流动资金借款增加2亿元、渤海银行贷款增加1.50亿元等；预付款项较2015年底增加7.64亿元，主要系预付黄

河三角洲建设集团有限公司购土地指标款、全资子公司滨州养老产业投资经营有限公司预付养老服务中心工程款以及全资子公司山东黄河三角洲实业有限公司预付能源类商品货款所致。截至2016年3月底，公司用于抵押的土地资产的账面价值增长至35.00亿元。从资产结构看，流动资产和非流动资产分别占比81.80%和18.20%，资产结构仍以流动资产为主。

跟踪期内，公司资产规模持续增长；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2015年底，公司负债总额58.76亿元，同比增长97.43%，主要系预收款项、一年内到期非流动负债和长期借款增长所致，受此影响，流动负债占比较2014年底增加18.33%。负债结构上以流动负债为主，流动负债和非流动负债分别占比51.13%和48.87%。

截至2015年底，公司流动负债30.04亿元，同比增长207.78%，主要系预收款项和一年内到期非流动负债增长所致。截至2015年底，公司预收款项10.83亿元，较2014年底增加10.79亿元，主要系全资子公司滨州恒信置业有限公司预收保障性住房回购款10.20亿元以及全资子公司山东黄河三角洲实业有限公司预收能源类商品货款所致；同期，一年内到期的非流动负债10.40亿元，主要系长期借款（8.20亿元）和应付债券（2.20亿元）转入；公司短期借款1.60亿元，同比下降44.40%，主要系抵押借款减少所致；公司新增应收票据1.10亿元，具体为银行承兑汇票0.30亿元和信用证0.80亿元；公司其他应付款3.96亿元，同比增长11.96%，主要系应付滨州经开公司暂借款和预收滨州市财政局基础设施回购款所致。公司流动负债中，短期借款、应付票据、预收款项、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债分别占比5.33%、3.67%、

36.05%、5.22%、13.19%和 34.62%。

截至 2015 年底，公司非流动负债 28.71 亿元，主要系项目建设扩张资金需求加大，导致长期借款同比增长 81.11%，2015 年底为 16.30 亿元。同期，公司所发行的“13 滨州债”偿付本金 2.20 亿元调入一年内到期的非流动负债，同时发行“16 滨州建投 MTN001”2.00 亿元，截至 2015 年底，公司应付债券 10.80 亿元，同比下降 1.82%；截至 2015 年底，公司新增长期应付款 1.61 亿元，具体为国开发展基金有限公司以股权投资方式投入的滨州市社会养老服务中心项目国家专项建设基金。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司有息债务 41.82 亿元，同比增长 82.79%，主要项目建设扩张资金需求加大，导致公司银行借款增加所致。公司有息债务占负债总额的 71.17%，其中短期债务和长期债务分别占比 31.33%和 68.67%，债务结构上以长期债务为主。

从公司债务负担看，跟踪期内，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 2014 年底呈上升趋势，截至 2015 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 2014 年底分别增加了 13.44 个百分点、10.38 个百分点和 5.07 个百分点，截至 2015 年底，上述三项指标分别为 38.84%、31.13%和 23.69%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 76.82 亿元，较 2015 年底上升 30.74%，主要系长期借款增加 13.00 亿元和新增 10 亿元应付债券为兴业银行资产证券化业务，同时导致公司全部债务增加至 62.97 亿元。受此影响，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均有所提升，截至 2016 年 3 月底，上述三项指标分别为 45.07%、40.22%和 34.63%。公司债务负担进一步加重。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 92.51 亿元，同比增长 5.90%，主要系资本公积增长所致。2015 年底公司资本公积较 2014 年底增加 3.82 亿元，主要系收到滨州市政府财政拨款 3.32 亿元用于土地购置和 0.50 亿元省 PPP 基金出资款所致。从归属于股公司的权益结构来看，实收资本占 3.24%、资本公积占 84.89%、盈余公积占 0.60%、未分配利润占 11.26%。跟踪期内，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 2016 年 3 月底，公司所有者权益 93.61 亿元，较 2015 年底增加 1.10 亿元，主要系未分配利润较 2015 年底增长 10.56%所致。其他科目较 2015 年底无变化。公司所有者权益稳定性较好。

跟踪期内，公司债务结构长期债务为主，债务结构合理；债务规模不断上升，公司整体债务负担有所加重，但仍处于可控范围。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，受一年内到期的长期借款和应付债券转入及公司业务规模扩张预付款项快速增长影响，公司流动比率大幅下降，近两年分别为 1073.21%和 401.68%，但仍保持在适宜水平。同期，因流动负债增速远高于流动资产增速，公司速动比率由 2014 年底的 123.15%下降至 103.01%。近两年，受公司项目建设投入不断加大及政府回款滞后性影响，公司经营现金流动负债比持续为负，分别为 -91.25%和 -30.76%。公司整体资产流动性有所下降。2016 年 3 月底，受公司长期借款和应付债券致货币资金大幅增长影响，公司流动比率上升至 544.55%；速动比率受流动负债增长影响由 2015 年底的 103.01%上升到 233.77%。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 2.71 亿元和 3.41 亿元，公司全部债务/EBITDA 分别为 8.44 倍和 12.25 倍。从指标值来

看，受有息债务快速增长影响，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。整体看，公司债务负担较轻，且市政府对于公司资产注入、扶持资金补贴等方面的持续支持，公司整体偿债能力一般。

截至2016年3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 2016 年 3 月底，公司对外担保金额合计 10.70 亿元，担保比率为 11.43%，被担保单位分别为滨州交通产业有限公司、黄河三角洲建设开发集团有限公司、滨州环海公用事业发展有限公司和黄河三角洲建设开发集团有限公司，担保金额分别为 5.00 亿元、1.50 亿元、3.20 亿元和 1.00 亿元；公司担保规模相对较小，且被担保方主要为国有企业和事业单位，营业正常，公司或有负债风险较小。

表7 截至2016年3月底公司对外担保情况
(单位：万元、月)

借款人	担保金额	期限
滨州交通产业有限公司	50000.00	18
黄河三角洲建设开发集团有限公司	15000.00	4
滨州环海公用事业发展有限公司	32000.00	6
黄河三角洲建设开发集团有限公司	10000.00	1
合计	107000.00	--

资料来源：公司提供

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 2016 年 6 月 3 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；公司通过“16 滨州建投 MTN001”于 2016 年 3 月募集项目资金 3.50 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 2018 年兑付本期中期票据本金 3.50 亿元

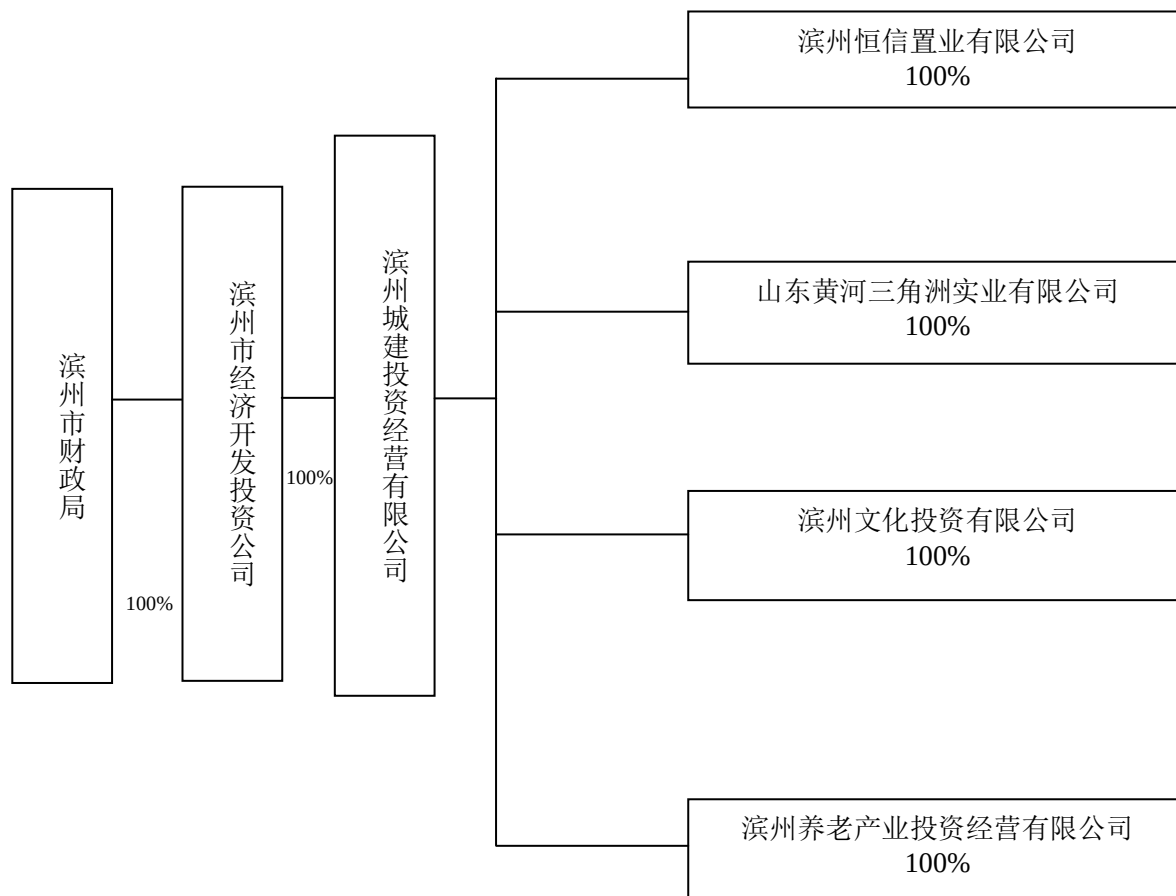
2015 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 38.97 亿元和-9.24 亿元，为上述债券合计本金的 7.09 倍和-1.68 倍。截至 2015 年底，公司 EBITDA 为 3.41 亿元，为上述债券本金的 0.62 倍。2015 年公司经营活动现金流入量分别为“15 滨州建投 MTN001”和“16 滨州建投 MTN001”的待偿付本金的 19.48 倍和 11.13 倍；经营活动现金流量净额分别为“15 滨州建投 MTN001”和“16 滨州建投 MTN001”的待偿付本金的-4.62 倍和-2.64 倍；2015 年公司 EBITDA 分别为“15 滨州建投 MTN001”和“16 滨州建投 MTN001”待偿付本金的 1.71 倍和 0.98 倍。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量对上述债券本金保障能力较强。

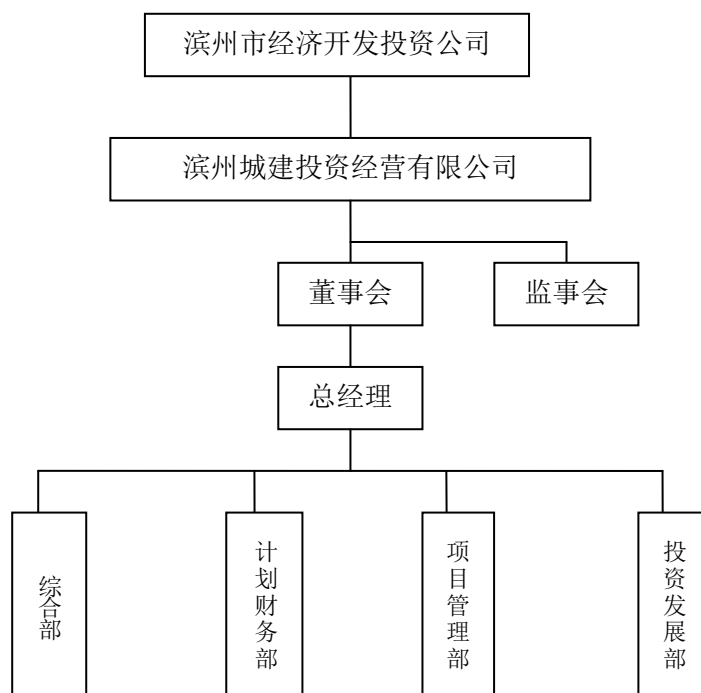
十一、 结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁺，评级展望为稳定，并将“15 滨州建投 MTN001”和“16 滨州建投 MTN001”AA 的信用等级调整为 AA⁺。

附件 1-1 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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.75	1.63	10.48	34.21
资产总额(亿元)	102.29	117.16	151.26	170.42
所有者权益(亿元)	84.76	87.40	92.51	93.61
短期债务(亿元)	0.00	2.88	13.10	13.37
长期债务(亿元)	11.00	20.00	28.71	49.60
全部债务(亿元)	11.00	22.88	41.82	62.97
主营业务收入/营业收入(亿元)	13.79	13.76	50.06	20.97
利润总额(亿元)	2.59	1.19	1.38	1.11
EBITDA(亿元)	3.71	2.71	3.41	--
经营性净现金流(亿元)	-3.93	-8.91	-9.24	-1.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	30.19	37.47	17.25	--
存货周转次数(次)	0.18	0.26	0.51	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.23	0.37	--
现金收入比(%)	103.29	100.29	49.44	100.00
主营业务利润率/营业利润率(%)	2.48	11.14	3.11	2.11
总资本收益率(%)	3.43	2.07	2.20	--
净资产收益率(%)	3.05	1.34	1.45	--
长期债务资本化比率(%)	11.49	18.62	23.69	34.63
全部债务资本化比率(%)	11.49	20.75	31.13	40.22
资产负债率(%)	17.14	25.40	38.84	45.07
流动比率(%)	1378.56	1073.21	401.68	544.55
速动比率(%)	24.16	123.15	103.01	233.77
经营现金流动负债比(%)	-60.25	-91.25	-30.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.96	8.44	12.25	--

注：1.2014 年及以前年度公司财务报表采用旧准则，公司自 2015 年起会计准则发生变化，对财务报表项目进行追溯调整，故 2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数；2.公司 2016 年一季度财务数据未经审计；3.现金类资产已扣除受限资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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%
营业收入年复合增长率	(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	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-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%

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。