跟 踪 等 级 公 告

联合[2017] 915 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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^+，评级展望为稳定，维持“15滨州建投MTN001”和“16滨州城建MTN001”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十日

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

滨州城建投资集团有限公司跟踪评级报告

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
15 滨州建投 MTN001	2 亿元	2015/07/22	2 年	AA^+	AA^+
16 滨州城建 MTN001	3.5 亿元	2016/03/28	2 年	AA^+	AA^+

评级时间：2017 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	1.63	10.92	23.90	20.62
资产总额(亿元)	117.16	151.26	157.65	156.36
所有者权益(亿元)	87.40	92.51	94.35	94.05
短期债务(亿元)	2.88	13.10	8.62	5.92
长期债务(亿元)	20.00	27.10	48.34	48.34
全部债务(亿元)	22.88	40.20	56.96	54.27
调整后全部债务(亿元)	22.88	41.82	58.58	55.88
营业收入(亿元)	13.76	50.06	92.31	5.60
利润总额(亿元)	1.19	1.38	1.02	-0.25
EBITDA(亿元)	2.71	3.41	4.19	--
经营性净现金流(亿元)	-8.91	-9.24	-0.50	-0.07
营业利润率(%)	11.14	3.11	2.98	3.36
净资产收益率(%)	1.34	1.45	1.03	--
资产负债率(%)	25.40	38.84	40.15	39.85
全部债务资本化比率(%)	20.75	30.29	37.65	36.59
调整后全部债务资本化比率(%)	20.75	31.13	38.30	37.27
流动比率(%)	1073.21	401.68	970.04	1036.17
全部债务/EBITDA(倍)	8.44	11.78	13.60	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	8.44	12.25	13.99	--

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款；公司提供的 2017 年 1~3 月财务数据未经审计。

分析师

王 治　张龙景
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投资和运营主体。跟踪期内，滨州市经济及财政收入水平持续增长、公司得到政府持续支持、公司收入大幅增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司应收类款项规模大对公司资金形成占用、自身盈利能力弱和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和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^+，评级展望为稳定，维持“15 滨州建投 MTN001”和“16 滨州城建 MTN001”的信用等级为 AA^+。

优势

1. 跟踪期内，滨州市经济及财政收入水平持续增长，为公司创造了良好的外部发展环境。
2. 公司区域专营优势显著；滨州市政府对在代建回购、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，公司收入大幅增长，现金流入状况有所改善。

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，应收类款项规模较大，对公司资金形成占用。公司整体流动性较弱，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. 跟踪期内，公司债务负担有所加重，存在一定外部融资压力。
4. 公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

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关于滨州城建投资集团有限公司主体长期信用及存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，滨州城建投资集团有限公司（原滨州城建投资经营有限公司，于2016年7月更为现名，以下简称“公司”）股东、实际控制人和营业范围均未发生变化，截至2017年3月底，公司注册资本3.00亿元，实收资本3.00亿元，滨州市财政局仍为公司实际控制人。

截至2017年3月底，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。公司纳入合并范围子公司共计3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，以下简称“三角洲实业公司”）和滨州养老产业投资经营有限公司。

截至2016年底，公司合并资产总额157.65亿元，所有者权益合计94.35亿元。2016年公司实现营业收入92.31亿元，利润总额1.02亿元。

截至2017年3月底，公司合并口径资产总额156.36亿元，所有者权益94.05亿元；2017年1~3月，公司实现营业收入5.60亿元，利润总额-0.25亿元。

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

公司通过发行“15滨州建投MTN001”募集资金2.00亿元，用于补充流动资金。公司通过发行“16 滨州城建 MTN001”募集资金3.50亿元，用于补充子公司流动资金，截至2017年3月底，上述债券募集资金均已全部使用完毕，公司已按期支付债券利息。

表1 截至2017年3月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
15滨州建投MTN001	2.00	2015/07/22	2年	2.00	固定利率，每年付息一次，到期一次还本
16滨州城建MTN001	3.50	2016/03/28	2年	3.50	固定利率，每年付息一次，到期一次还本
合计	**5.50**	--	--	**5.50**	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策

对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我

国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿

债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文"），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济和地方财政收入情况

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）区域经济

根据《2016 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）2470.10 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.2%。其中，第一产业增加值 232.21 亿元，同比增长 4.3%；第二产业增加值 1142.77 亿元，同比增长 6.2%；第三产业增加值 1095.12 亿元，同比增长 8.9%。三次产业结构由上年的 9.3:48.8:41.9 调整为 9.4:46.3:44.3，服务业占比提升 2.4 个百分点。人均生产总值达到 63745 元，同比增长 6.5%。

2016 年，滨州市全年完成一般公共预算收入 220.01 亿元，同口径同比增长 8.2%，其中税收收入 158.92 亿元，同比增长 5.5%，占一般公共预算收入比重 72.2%。完成一般公共

预算支出 316.07 亿元，同比增长 2.2%，其中教育、社会保障和就业、医疗卫生等 13 项民生支出完成 262.44 亿元，增长 3.3%，占一般公共预算支出比重达 83.0%。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 13.0 亿元和 5.0 亿元。

2016 年，滨州市全年固定资产投资完成 2156.57 亿元，同比增长 8.5%。分产业看，第一产业完成 42.73 亿元，同比下降 24.2%；第二产业完成 1378.92 亿元，同比增长 2.5%，其中工业技术改造投资 793.64 亿元，同比增长 13.1%，占工业投资比重为 62.2%；第三产业完成 734.92 亿元，同比增长 24.9%。高新技术产业投资 401.85 亿元，同比下降 26.1%。民间投资 1711.71 亿元，同比增长 5.4%，民间投资占全部投资比重为 79.4%。

2016 年，滨州市全年房地产开发投资 114.67 亿元，同比增长 5.7%，其中住宅投资 91.4 亿元，同比下降 0.03%。房屋施工面积 1231.2 万平方米，增长 8.2%，其中住宅 1025.7 万平方米，同比增长 10.5%。房屋竣工面积 124.1 万平方米，同比下降 27.5%，其中住宅 108.9 万平方米，同比下降 20.2%。商品房销售面积 445.5 万平方米，同比增长 27.6%，其中住宅 403.0 万平方米，同比增长 27.2%。

（2）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 2015 年的 366.81 亿元增长至 2016 年的 388.04 亿元，主要系一般预算收入增长所致。2016 年，滨州一般预算收入 220.01 亿元，同比增长 8.20%，其中税收收入和非税收入分别占比 72.23%和 27.77%；上级补助收入由 2015 年的 107.09 亿元降至 102.73 亿元；受土地市场环境影响，跟踪期内，滨州市基金收入增至 61.76 亿元。

表 2　2014~2016 年滨州市全口径可支配收入

（单位：万元、%）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
一般预算收入	**1871456**	**2041481**	**2200082**
其中：税收收入	1422310	1525512	1589168
非税收入	449146	515969	610914
基金收入	**707863**	**522728**	**617553**
上级补助收入	**928411**	**1070881**	**1027259**
其中：返还性收入	107573	107573	102785
一般性转移支付收入	488497	582150	628425
专项转移支付收入	332341	381158	296049
预算外收入	**34803**	**33015**	**35461**
其中：政府行政性收费	32944	32985	35007
地方可支配收入总计	**3542533**	**3668105**	**3880355**

资料来源：滨州市财政局

跟踪期内，滨州市财政收入持续增长，财政实力稳步增强，为公司持续获得政府回购款和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。

六、基础素质分析

1．股权状况

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 3.00 亿元，实收资本 3.00 亿元。跟踪期内，公司股东及实际控制人均未发生变化，公司名称于 2016 年 7 月 1 日变更为现用名。

2．企业规模

公司是滨州市城市基础设施建设的主要投资和运营主体，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；三角洲实业公司，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，因公司集团改制，公司董事长、总经理及法定代表人均有所变化。

韩春山先生，公司董事长、法定代表人。历任滨州市政府投融资管理中心、滨州市财金投资集团有限公司、滨州市财金投资有限公司副总经理。

朱华林先生，公司总经理。历任山东滨州糖酒副食品采购供应站财务科会计、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董事长、副总经理。

截至 2017 年 3 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 75.41%，本科及以上 24.59%。

总体来看，公司高管人员有所变动，但具有较好的专业背景和丰富的管理经验，公司员工整体素质较高。

4. 政府支持

公司是滨州市政府主要的基础建设投资主体，跟踪期内，滨州市政府在各个方面均给予公司较大程度的支持。

政府补贴方面，2016 年，根据滨州市财政局下发的滨城财预指[2016]46 号、滨财预指[2016]59 号和滨财社指[2016]88 号、滨开财综指[2016]51 号、滨北海投促发[2015]37 号文件，公司分别收到政府扶持资金和专项补助 1.61 亿元和 0.04 亿元；2017 年 1~3 月，公司尚未收到财政补贴款。资产划拨方面，滨州市政府通过债权划转和拨款形式增加公司资本公积 0.38 亿元。委托代建资金回款方面，2016 年，公司基础设施建设业务实现收入 31.04 亿元，公司实际收到回款 21.22 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，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。

5. 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2017年6月13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。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员有所调整，但公司法人治理结构和管理制度均未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司新增土地指标收入和其他业务收入，公司收入仍主要源于基础设施建设收入、房地产收入、贸易收入和土地转让收入，除土地业务外，其他三个板块收入较上年均大幅增长，带动公司营业务收入大幅增长至92.31亿元。毛利率方面，2016年，公司营业毛利率由2015年的6.18%下降至3.33%，主要系占比较大的土地转让板块、房地产板块和贸易板块毛利率均有所下降导致。

2017年1~3月，公司实现营业收入5.60亿元，相当于2016年营业收入的6.07%，主要由贸易收入构成，占比98.24%。同期，公司营业毛利率3.38%。

表3　2015~2016年及2017年1~3月公司业务收入主要构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 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	139352.11	27.84	8.26	310442.74	33.63	8.26	--	--	--
租赁	4999.00	1.00	16.91	--	--	--	--	--	--
土地转让	252041.32	50.35	6.25	122706.40	13.29	-4.97	--	--	--
房产销售	20.77	0.00	42.42	164260.20	17.79	2.27	207.13	0.37	-5.00
贸易收入	104183.57	20.81	2.72	263498.83	28.55	2.00	55006.98	98.24	2.04
土地指标收入	--	--	--	56603.77	6.13	-6.00	--	--	--
其他业务收入	--	--	--	5562.04	0.61	100.00	780.88	1.39	100.00
合计	**500596.77**	**100.00**	**6.18**	**923073.98**	**100.00**	**3.33**	**55994.99**	**100.00**	**3.38**

资料来源：公司提供

2. 经营分析

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%），公司每年年底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，政府支付回购款。

道路工程方面，截至2017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581395米，总面积3411670平方米，总投资额55.27亿元，实现回购收入60.01亿元。截至2017年3月底，公司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54565米，施工面积352915平方米。

除道路工程外，公司已建成档案馆工程、老干部中心工程和公共卫生工程等大型工程，截至2017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、全民健身中心工程和滨州养老产业服务中心等，上述项目总投资额32.32亿元，已累计投资额22.97亿元。

2016年，公司基础设施建设实现收入31.04亿元，较上年大幅增长，主要系项目结算规模较大所致，同期，公司实际收到回款21.22亿元，该板块毛利率保持稳定，均为8.26%。2017年1~3月，该板块尚未实现收入。

公司已完工基础设施项目均已实现回购，且项目回款情况，联合资信将密切关注协议的执行情况。

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）项目建设。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，公司根据滨州市房管局对于申请人的资质进行审查，并根据滨州市房管局提供的申购者名单直接销售或将相关项目移交相关业主，以形成资金回流。

公司直接销售的保障房项目主要为滨州恒信安康居住小区，该小区是滨州首个经济适用房项目，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，由公司子公司滨州恒信负责经营，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。截至2017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。其中2016年恒信安康居住小区无房屋出售，未形成销售收入；2017年1~3月，该板块形成销售收入207.13万元，主要系以往

年度房屋已出售未出具发票，并于2017年出具发票，公司补缴相关税金导致毛利率为-5.00%

此外，公司已建成的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2017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），受上述项目全部结算影响，2016年，该板块实现收入16.43亿元，毛利率2.27%，主要系保障房项目公益性特征影响，公司已于2015年预收上述保障房出让款10.20亿元，并于2016年结转营业收入，同期收到相关回款2.38亿元；2017年1~3月，该板块未形成收入。

跟踪期内，公司保障房项目均已结算，且无新增保障房项目，仅剩恒信安康居住小区少量尾房销售，板块收入持续性有待关注。

土地转让收入

2016 年，公司向滨州北海科技孵化器有限公司出让坐落于北海经济开发区北海大街以北、防潮坝以南，使用权类型为出让用地的 6 宗工业用地，总面积约 8119.24 亩，出让价格 12.88 亿元，据此公司确认收入 12.27 亿元，实际收到回款 6.78 亿元，剩余土地转让款 6.10 亿元（在“长期应收款”反映），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。2016 年，该板块毛利率-4.97%，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土地承担的税费损失已由滨州市政府通过财政补贴方式弥补。2017 年 1~3 月，公司无土地出让收入。此外，公司于 2015 年将土地滨国用（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，公司于当年分别确认收入和收到回款 25.20 亿元和 3.92 亿元，剩余款项计入长期应收款反映，自 2016 年起 4 年内均衡回款，每年回款 5.32 亿元，其中 2016 年收到上述土地回款 8.19 亿元。

公司土地储备较多，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，未来回款情况有待关注。

表4　近年来公司新增土地情况

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	3700.00
购买	滨国用（2016）第 9734 号	7.50	出让	公园与绿地	11553.24
合计	--	**696.51**	--	--	**185706.71**

资料来源：公司提供

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。

跟踪期内，该板块未形成收入，主要系 2016 年公司与资产租赁方达成新的协议，2016 年资产租赁费暂不收取，待 2017 年度一并收取所致。

贸易收入

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铝矿砂、芳烃、燃料油、铁矿石、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。

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。

跟踪期内，子公司三角洲实业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。2016 年，受贸易订单增加影响，公司实现贸易收入 26.35 亿元，毛利率降至 2.00%；2017 年 1~3 月，该板块实现贸易收入 5.50 亿元，毛利率略有增长。

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，带动板块收入规模大幅提升，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。

土地指标收入和其他业务收入

跟踪期内，公司新增土地指标收入和其他业务收入。

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。2017 年 1~3 月，该板块未形成收入。

其他业务收入具体为公司与其他企业形因资金占用形成的利息收入，2016 年和 2017 年 1~3 月，分别实现利息收入 0.56 亿元和 0.08 亿元，毛利率均为 100.00%。

3. 在建项目情况

公司在建工程共计 5 个，包括滨州市一馆三中心工程、全民健身中心工程和滨州市城区城市道路工程等，计划投资总额 32.32 亿元，截至 2017 年 3 月底，已投资额 22.97 亿元，未来仍需投资 9.35 亿元，未来投资的资金来源主要为外部筹资。

表 5　截至 2017 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	未来计划投资		
				2017 年 3~12 月	2018 年	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	3.80	3.32	0.48	--	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	5.92	5.92		--	--
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	0.8		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	4.30	0.50	0.20	--
滨州市社会养老服务中心项目	项目占地面积 297.33 亩，总建筑面积 19.89 万平方米，设计床位 3000 张	10.10	2.73	5.00	2.37	滨发改科社【2014】336 号、滨发改能审字【2014】40 号、滨规函【2014】149 号、滨国土资字【2014】98 号、滨开环字【2014】4 号
合计	--	**32.32**	**22.97**	**6.78**	**2.57**	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，因基础设施建设和保障房项目结算规模较大，同时贸易板块业务拓宽的影响，公司收入大幅增长，且公司现金流状况得以改善，此外，公司保障房板块和贸易板块经营风险值得持续关注。同时土地转让收入对公司营业收入起到较大支撑，考虑到土地出让易受政府政策影响，收入稳定性及资金回流具有一定的不确定性。公司整体经营情况较好。

九、财务分析

公司提供了2016年合并财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告经审计，并均出具了标准无保留意见审计结论；公司提供的2017年1~3月财务数据未经审计。

财务报表合并范围变化方面，截至2017年3月底，公司纳入合并范围子公司共计3家，较较上年底减少1家，主要系根据《滨州市财政局关于滨州城建投资经营有限公司合并滨州文化投资有限公司的批复》（滨财国【2016】7号），公司吸收合并全资子公司滨州文化投资有限公司的所有资产、负债业务，吸收合并后滨州文化投资有限公司注销。整体看，因吸收合并原因，公司财务数据具有较强可比性。

截至2016年底，公司合并资产总额157.65亿元，所有者权益合计94.35亿元。2016年公司实现营业收入92.31亿元，利润总额1.02亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并口径资产总额 156.36 亿元，所有者权益 94.05 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.60 亿元，利润总额-0.25 亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额157.65亿元，同比增长4.22%，主要系应收类款项和预付账款大幅增长所致。受上述因素影响，公司资产中流动资产和非流动资产分别占比82.10%和17.90%，其中流动资产占比同比增加2.32个百分点。跟踪期内，公司资产结构以流动资产为主，且占比较高。

截至2016年底，公司流动资产129.44亿元，同比增长7.27%，主要系货币资金、应收类款项和预付款项增长所致。流动资产主要以货币资金（占18.29%）、存货（占36.14%）、应收账款（占11.72%）、预付账款（占10.00%）、其他应收款（占19.30%）和一年内到期的非流动资产（占4.19%）为主。

截至2016年底，受公司项目建设资金需求增加和项目资金回流影响，公司货币资金同比大幅增长，2016年底为23.68亿元，主要为银行

存款。同期，公司受限资金1.65亿元，主要为保证金和定期存单，受限比率小。

截至2016年底，公司应收账款15.18亿元，同比增长199.46%，主要系项目结算导致应收基础设施代建和保障房回款增长所致。公司应收账款主要为应收滨州市财政局基础设施代建款9.82亿元和滨州中海新星置业有限公司保障房回购款3.85亿元，集中度较高。从账龄看，主要以1年以内（占比99.72%）为主，账龄较短。截至2016年底，公司累计计提坏账准备580.35万元。

表6　截至2016年底公司应收账款前五名（单位：万元）

应收单位	金额	账款性质
滨州市财政局	98184.69	应收代建回购款
滨州中海新星置业有限公	38486.04	应收保障房回购款
山东鲁丽钢铁有限公司	5445.52	应收铁矿石款
山东省博兴县永鑫化工有	3380.03	应收混合芳径款
山东泰丰节能新材料股份	1582.22	应收冷硬卷款
合计	**147078.50**	--

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司预付账款12.94亿元，同比增长345.64%，主要系公司下属全资子公司三角洲实业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。

截至2016年底，公司其他应收款24.98亿元，同比大幅增长，主要系与滨州市财政局及其下属区县财政局往来款增长所致。从账龄看，其中1年以内占81.68%，1~2年占5.00%，3年及以上占7.90%。截至2016年底，公司累计计提坏账准备0.60亿元。

截至2016年底，公司存货为46.78亿元，同比下降47.86%，主要系项目竣工结算所致。公司存货主要由土地存货（占49.76%）和开发成本（占43.97%）构成。截至2016年底，公司存货中无受限资产。

表7　公司存货-开发成本明细（单位：万元）

项目名称	2014年底	2015年底	2016年底
道路工程	184386.91	314890.29	59426.89
一馆三中心工程	24946.61	33246.61	33246.61
文化中心工程	--	---	64796.25
公共卫生工程	6735.00	6735.00	--
全民健身中心工程	5025.00	6787.00	48234.50
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**	**205704.26**

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司一年内到期的非流动资产5.42亿元，同比增长1.88%，主要系一年内到期的长期应收款转入，具体为公司以往年度土地出让回款。

截至2016年底，公司其他流动资产0.24亿元，同比大幅下降，主要系公司出让部分理财产品所致。

截至2016年底，公司非流动资产28.21亿元，同比下降7.78%，主要系长期应收款下降所致。非流动资产主要以长期应收款（占48.84%）、固定资产（占38.11%）和在建工程（占9.94%）为主。

截至2016年底，公司长期应收款13.78亿元，同比下降13.69%，主要系公司收到滨州市市政工程管理处土地转让款8.19亿元，同时新增应收滨州北海科技孵化器有限公司土地转让款6.10亿元所致。

截至2016年底，公司长期股权投资0.15亿元（均为滨州市环海管道燃气输配有限公司投资），同比下降89.83%，主要系全部收回对山东纳瑞环保科技有限公司和滨州北海科技孵化器有限公司投资所致。

截至2016年底，公司固定资产10.75亿元，同比下降3.74%，主要系公司计提折旧0.84亿元所致。从固定资产原值构成来看，房屋及建筑物占54.65%；运输设备及办公设备占0.05%；其他占45.31%（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，包括供水网、污水网、排水网等）。截至2016年底，公司固定资产中无受限资产。

截至2016年底，公司在建工程2.80亿元，主要系滨州养老产业服务中心工程项目和办

公楼项目建设支出增加所致。截至2016年底，公司在建工程中无受限资产。

截至2017年3月底，公司资产总额156.36亿元，较2016年底小幅下降，主要系货币资金减少所致。从资产结构看，流动资产和非流动资产分别占比81.92%和18.08%，资产结构仍以流动资产为主。截至2017年3月底，公司货币资金较2016年底减少3.56亿元，主要系项目投入所致；同期公司新增以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产0.50亿元，具体为全资子三角洲实业公司购买的银行理财产品；公司预付款项较2016年底减少2.39亿元，主要系全资子三角洲实业公司预付能源类商品款减少所致。截至2017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；货币资金中受限资金1.80亿元，主要为全资子三角洲实业公司信用证、承兑汇票保证金。

跟踪期内，公司资产规模持续增长，且以流动资产为主，其中应收类款项和存货占比过大，对公司资金形成占用。公司整体流动性较弱，资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

截至2016年底，公司所有权益94.35亿元，同比增长1.99%，主要系公司盈余公积和未分配利润分别小幅增长至0.85亿元和11.59亿元；同期公司实收资本3.00亿元，同比保持稳定；资本公积同比底增加0.40亿元，主要系滨州市政府债权转入所致。从归属于母公司的权益结构来看，截至2016年底，实收资本占3.18%、资本公积占83.63%、盈余公积占0.90%、未分配利润占12.29%。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2017年3月底，公司所有权益94.05亿元，同比略有下降，主要系未分配利润减少0.40亿元所致。同期，公司资本公积较2016年底增加0.10亿元，主要系滨州市政府债权转入所致。公司所有者权益稳定性较好。

截至2016年底，公司负债总额63.30亿元，同比增长7.73%，主要系长期借款和应付债券增长所致，受此影响，公司非流动负债占比较上年底增加30.05个百分点。负债结构上，截至2016年底，公司以非流动负债为主，流动负债和非流动负债分别占比21.08%和78.92%。

截至2016年底，公司流动负债13.34亿元，同比下降55.58%，主要系预收款项和一年内到期非流动负债下降所致。截至2016年底，公司预收款项3.44亿元，同比下降68.20%，主要系2015年预收的滨州市保障性住房项目回购款10.20亿元，公司2016年已结转主营业务收入，同时子公司三角洲实业公司新增预收能源类商品货款所致；同期，公司其他应付款0.30亿元，同比下降92.37%，主要系收回滨州财金集团暂借款所致；一年内到期的非流动负债5.40亿元，主要系归还部分到期债务，同时由一年内到期长期借款（1.20亿元）和应付债券（4.20亿元）转入所致；公司应收票据2.83亿元，主要系新增信用证1.53亿元。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2.86%、21.21%、25.82%、1.23%、2.26%和40.50%。

截至2016年底，公司非流动负债49.96亿元，同比增长73.98%，主要系项目建设扩张资金需求加大，导致长期借款和应付债券增长所致。同期，公司长期借款30.24亿元，同比增长85.55%，主要由质押借款（公司及子公司滨州养老产业投资经营有限公司未来收益权用于质押借款19.65亿元）和保证借款构成。截至2016年，公司应付债券18.10亿元，同比增长67.59%，主要系公司发行“16滨州城建MTN001”3.50亿元、“16滨州城建PRN001A”2.00亿元、“16滨州城建PRN001B”4.00亿元和“16滨州城建PPN001”2.00亿元；跟踪期内，公司按期偿还“13滨州债/PR滨城投”分期本金2.20亿元，并将“15滨州建投MTN001”

本金 2.00 亿元和“13 滨州债/PR 滨城投”分期本金 2.20 亿元计入一年内到期非流动负债所致。截至 2016 年底，公司长期应付款 1.61 亿元，保持相对稳定，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，计入公司调整后全部债务核算。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务 56.96 亿元，同比增长 41.69%，主要系项目建设扩张资金需求加大所致。同期，公司全部债务中，短期债务和长期债务分别占比 15.13%和 84.87%。考虑到将公司长期应付款中有息债务计入调整全部债务核算，截至 2016 年底，公司调整后全部债务 58.58 亿元，公司调整后全部债务占负债总额的 92.54%，公司债务结构上以长期债务为主。

公司债务指标方面，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均呈增长趋势，分别为 40.15%、37.65%和 33.88%，同比分别增加 1.31 个百分点、7.36 个百分点和 11.22 个百分点，公司调整后全部债务资本化比率较上年底增加 7.17 个百分点，为 38.30%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 62.32 亿元，较 2016 年底减少 0.98 亿元，主要系偿还票据和银行借款，公司应付票据和一年内到期的非流动负债分别下降至 0.30 亿元和 4.40 亿元所致。负债结构上，受非流动负债规模保持稳定，流动负债规模小幅下降影响，截至 2017 年 3 月底，公司资产中流动负债占比下降至 19.84%，非流动负债占比增至 80.16%，公司负债结构保持不变，仍以非流动负债为主。截至 2017 年底，受项目推进应付工程款增加影响，公司应收账款由 2016 年底的 0.10 亿元增长至 2.68 亿元；预付账款较 2016 年底减少 0.46 亿元，主要系全资子公司三角洲实业公司预收能源类商品货款减少所致。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 54.27 亿元，较 2016 年底减少 2.70 亿元，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债减少所致，公司调整后全部债务下降至 55.88 亿元。受此影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率、调整后全部债务资本化比率，分别降至 39.85%、36.59%和 37.27%，长期债务资本化比率增至 33.95%。公司债务负担略有减轻。

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。

3. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入92.31亿元，同比增长84.39%，主要系除土地业务板块外其他业务收入均较上年大幅增长，同时公司新增土地指标收入所致。伴随收入大幅增长，公司营业成本同比增长90.00%，同时因营业成本增幅高于营业收入增幅影响，2016年公司营业利润率由上年的3.11%下降至2.98%。

2016年，公司期间费用增长较快，由上年的1.81亿元增长至3.22亿元，主要由财务费用构成（在期间费用中占比82.61%），主要系公司银行贷款及发行债券所致。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。

跟踪期内，政府补助仍是公司主要利润来源之一，2016年，公司收到补贴收入1.65亿元，具体为滨州市财政局支付的政府扶持资金和专项补助。2016年，公司实现利润总额1.02亿元。公司利润总额对政府补助依赖程度高。

2017年1~3月，公司实现营业收入和利润总额分别为5.60亿元和-0.25亿元，公司营业收入主要来源于贸易收入，营业利润率为3.36%。

总体看，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。

4. 现金流分析

经营活动方面，2016 年，公司经营现金流入大幅增长，主要系销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 229.94%，主要系贸易销售、

基础设施建设和房产销售回款；收到的其他与经营活动有关的现金 2.11 亿元，主要为补贴收入以及与外部往来单位的往来款。2016 年，公司现金收入比由上年的 49.44%增至 88.46%，公司现金收入比较低，主要系基础设施建设、保障房和土地转让收入回款存在一定滞后性所致。2016 年，公司经营活动现金流出量分 84.01 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，其中购买商品、接受劳务支付现金 57.40 亿元，较上年同比增长 26.94%，主要系公司各建设项目投入增加及公司全资子公司三角洲实业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 24.81 亿元，主要系往来款大幅增长所致。2016 年，公司经营活动现金净流量持续为负，主要系公司基础设施投资建设工期较长、投入大，且基建项目及土地转让业务尚未完工实现回款，导致经营性现金流为负。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动产生的现金流入 13.61 亿元，主要为收回投资所收到的现金，具体为子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 12.74 亿元，主要为公司投资所支付的现金，具体为子公司出资设立环海管道输配公司投资款及子公司购买的银行理财产品。2016 年，公司投资活动现金流量净额 0.86 亿元。

筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入 34.81 亿元，同比有所增长，主要系公司项目建设资金需求影响，公司融资力度加大，银行贷款及发行债券收到的现金增长所致。2016 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金 1.12 亿元；公司筹资活动现金流出 23.69 亿元，主要为偿还债务所支付的现金，分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 2.79 亿元，支付其他与筹资活动有关现金 2.10 亿元，具体为子公司三角洲实业公司存出的保证金及部分对外借款和发行中期票据、PPN 等承销费。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 11.12 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-697.54 万元。现金流入方面，销售商品、提供劳务收到的现金 5.82 亿元，主要为贸易销售销售回款；收到其他与经营活动有关的现金 5.74 亿元，主要为贸易业务预收货款；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 5.12 亿元，同时支付其他与经营活动有关的现金 6.41 亿元，主要为公司与外部单位的资金往来及贸易业务预付货款。同期，公司现金收入比 103.94%，收现质量较上年有所改善。2017 年 1~3 月，公司无投资活动现金流入，公司投资活动产生的现金流量净额-2.44 亿元，主要为购建固定资产、无形资产支付的现金，具体为公司购买耕地占补平衡指标所支付的现金；2017 年 1~3 月，公司筹资活动产生的现金流量净额-1.05 亿元，其中取得借款收到的现金 0.85 亿元，偿还债务支付的现金 1.00 亿元。

跟踪期，受板块收入回款存在一定滞后性，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，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。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，受流动负债规模快速下降影响，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率较上年底增幅明显，分别增至 970.04%和 619.43%。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。跟踪内，公司整体资产流动性有所增强。2017 年 3 月底，受流动负债规模持续下降影响，公司流动比率和速动比率分别增至 1036.17%和 625.79%。考虑到公司短期债务规模较小，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，截至 2016 年底，公司 EBITDA 为 4.19 亿元，公司全部债务/EBITDA 和调整后全部债务/EBITDA 分别增

至 13.60 倍和 13.99 倍。从指标值来看，受有息债务增长影响，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力一般。跟踪期内，公司债务规模有所增长，但是整体债务负担较轻，且市政府对于公司资产注入、扶持资金补贴等各方面的持续支持，公司整体偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信 20.55 亿元，已使用额度合计 16.15 亿元，未使用额度合计 4.40 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保金额合计 33.20 亿元，担保比率 35.30%，被担保单位主要为地方国有企业，目前经营正常，但担保比率高，公司存在一定或有负债风险。

表8　截至2017年3月公司对外担保情况

被担保主体	担保额度	担保期限
滨州市交通产业有限公司	50000	18
滨州北海科技孵化器有限公司	100000	10
滨州北海科技孵化器有限公司	50000	5
黄河三角洲建设开发集团有限公司	40000	5
滨州水利发展有限公司	25000	10
滨州中海创业投资经营有限公司	15000	3
滨州市交通产业有限公司	12000	3
滨州市交通产业有限公司	8000	3
滨州市环海公用事业发展有限公司	32000	6
合计	**332000**	

资料来源：公司提供

十、存续债券偿债能力分析

公司通过发行“15 滨州建投 MTN001”募集项目资金 2.00 亿元，期限 2 年，按年付息，到期一次兑付本金；公司通过发行“16 滨州城建 MTN001”募集项目资金 3.50 亿元，期限 2 年，按年付息，到期一次兑付本金。即公司将分别于 2017 年和 2018 年兑付上述债券本金 2.00 亿元和 3.50 亿元。

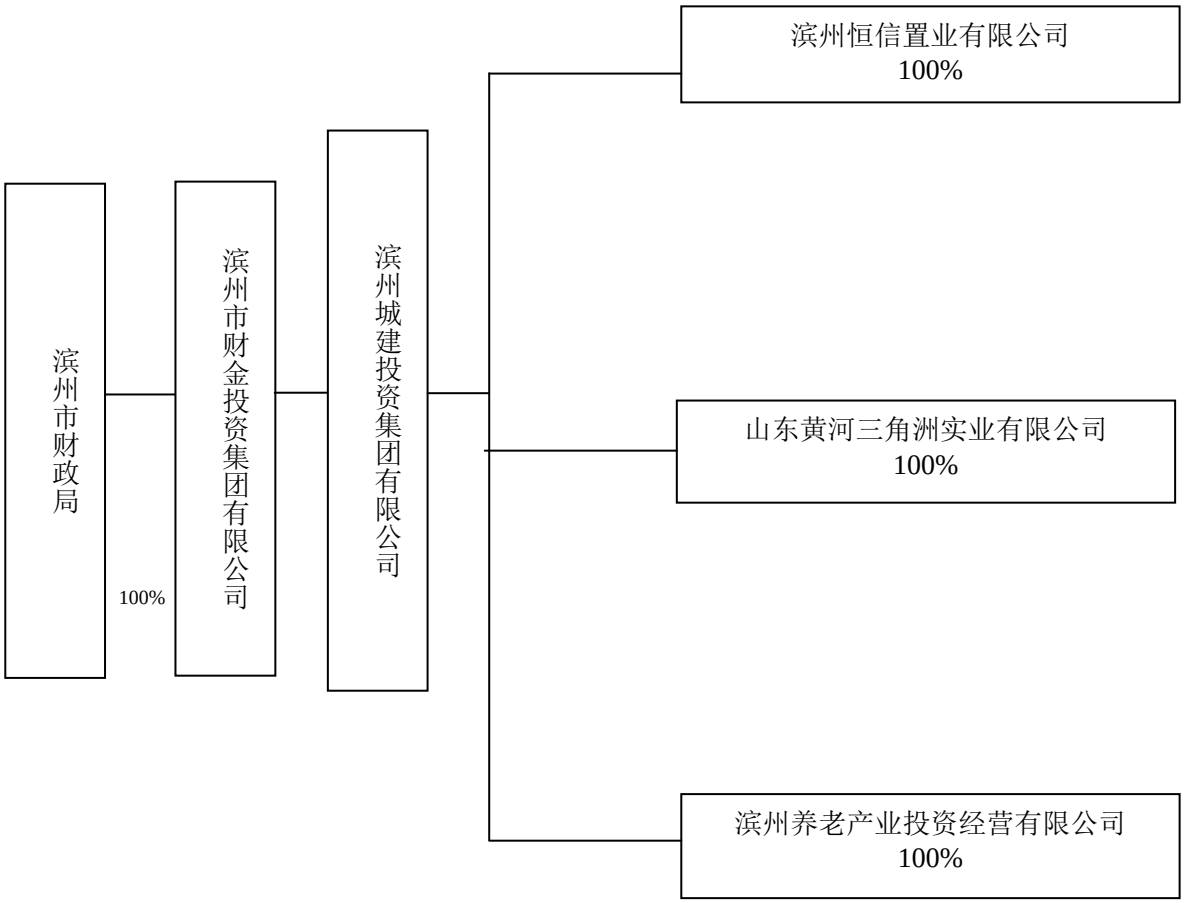
2016 年，公司经营活动现金流入量为上述债券合计本金的 15.28 倍。截至 2016 年底，公司 EBITDA 为上述债券本金合计的 0.76 倍。2016 年，公司经营活动现金流入量分别为“15 滨州建投 MTN001”和“16 滨州城建 MTN001”本金的 42.01 倍和 24.00 倍；截至 2016 年底，公司 EBITDA 分别为“15 滨州建投 MTN001”和“16 滨州城建 MTN001”本金的 2.09 倍和 1.20 倍。截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产为“15 滨州建投 MTN001”本金的 11.95 倍。2016 年，公司经营活动现金流量净额为负，对公司存续债券无保障能力。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量和现金类资产对上述债券本金保障能力较强。

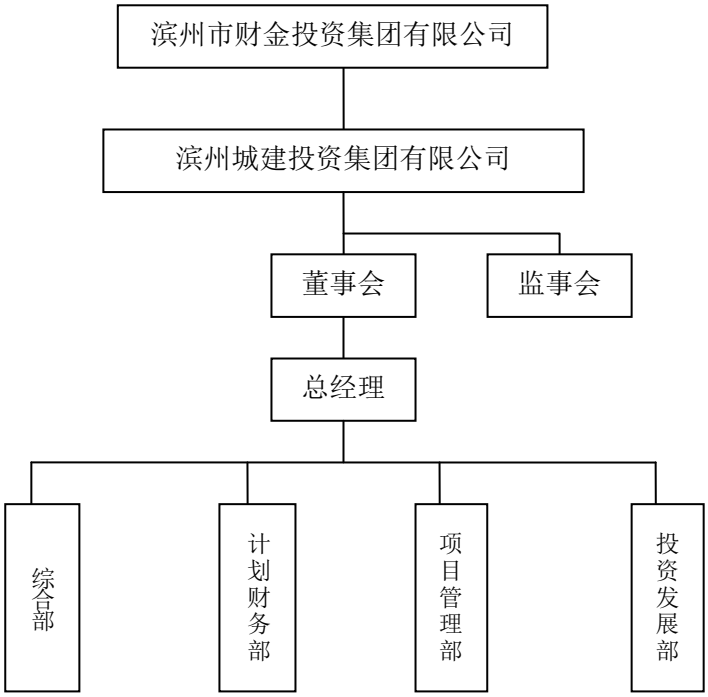
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，维持“15 滨州建投MTN001”和“16滨州城建MTN001”的信用等级为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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.63	10.92	23.90	20.62
资产总额(亿元)	117.16	151.26	157.65	156.36
所有者权益(亿元)	87.40	92.51	94.35	94.05
短期债务(亿元)	2.88	13.10	8.62	5.92
长期债务(亿元)	20.00	27.10	48.34	48.34
全部债务(亿元)	22.88	40.20	56.96	54.27
调整后全部债务(亿元)	22.88	41.82	58.58	55.88
营业收入(亿元)	13.76	50.06	92.31	5.60
利润总额(亿元)	1.19	1.38	1.02	-0.25
EBITDA(亿元)	2.71	3.41	4.19	--
经营性净现金流(亿元)	-8.91	-9.24	-0.50	-0.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.47	17.25	9.02	--
存货周转次数(次)	0.13	0.51	1.31	--
总资产周转次数(次)	0.23	0.37	0.60	--
现金收入比(%)	100.29	49.44	88.46	103.94
营业利润率(%)	11.14	3.11	2.98	3.36
总资本收益率(%)	2.07	2.23	2.45	--
净资产收益率(%)	1.34	1.45	1.03	--
长期债务资本化比率(%)	18.62	22.66	33.88	33.95
全部债务资本化比率(%)	20.75	30.29	37.65	36.59
调整后全部债务资本化比率(%)	20.75	31.13	38.30	37.27
资产负债率(%)	25.40	38.84	40.15	39.85
流动比率(%)	1073.21	401.68	970.04	1036.17
速动比率(%)	123.15	103.01	619.43	625.79
经营现金流动负债比(%)	-91.25	-30.76	-3.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.44	11.78	13.60	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	8.44	12.25	13.99	--

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款；.公司提供的 2017 年 1~3 月财务数据未经审计。

附件 3　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-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 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　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。