

信用等级公告

联合[2016] 426 号

联合资信评估有限公司通过对滨州城建投资经营有限公司及其拟发行的 2016 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

滨州城建投资经营有限公司

主体长期信用等级为

AA

滨州城建投资经营有限公司

2016 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年三月二十二日



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

网址：www.lhratings.com

滨州城建投资经营有限公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 3.5 亿元

本期中期票据期限: 2 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次兑付本金

发行目的: 补充子公司流动资金

评级时间: 2016 年 3 月 22 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	80.40	102.29	117.15	147.52
所有者权益(亿元) (含少数股东权益)	68.09	84.76	87.39	94.66
长期债务(亿元)	0	11.00	20.00	37.61
全部债务(亿元)	8.00	11.00	22.88	39.15
主营业务收入(亿元)	5.94	13.79	13.76	18.01
利润总额(亿元)	1.32	2.59	1.19	1.79
EBITDA(亿元)	1.50	3.71	2.71	--
经营性净现金流(亿元)	-6.87	-3.93	-8.91	-8.77
主营业务利润率(%)	5.29	2.48	11.14	7.41
净资产收益率(%)	1.92	3.05	1.34	--
资产负债率(%)	15.31	17.14	25.40	35.79
全部债务资本化比率(%)	10.51	11.49	20.76	29.27
流动比率(%)	546.16	1378.56	1073.21	878.35
全部债务/EBITDA(倍)	5.35	2.96	8.44	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.43	1.06	0.77	--

注: 公司 2015 年三季度财报财务数据未经审计。

公司审计报告按旧准则编制。

公司截至 2015 年 9 月底新增其他长期负债调整为公司长期债务。

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”)是滨州市城市基础设施建设的唯一投资和运营主体, 区域地位显著; 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; 同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司自身盈利能力较弱及经营性净现金流量为负等不利因素可能对公司信用状况产生负面影响。

随着城市建设持续推进, 政府代建项目的规模稳步增长, 滨州市财政实力的逐步增强以及公司持续获得政府回购款、资金补贴为公司的债务偿还提供支持, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用、本期中期票据偿还能力以及公司在建拟建项目收入的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 滨州市经济持续增长、财政收入水平快速提高, 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和支持明确, 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。

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. 公司经营净现金流持续为负，对外融资需求较强烈。

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、滨州城建投资经营有限公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、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9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2015年9月底，公司纳入合并报表范围的全资和控股子公司共5家，分别为滨州恒信置业有限公司、山东黄河三角洲能源有限公司、滨州文化投资有限公司、滨州市经信资产经营有限责任公司和滨州养老产业投资经营有限公司。

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9月底，公司合并口径资产总额147.42亿元，所有者权益合计为94.66亿元（含少数股东权益456.08万元）；2015年1~9月，公司合并口径实现主营业务收入18.01亿元，利润总额1.79亿元。

公司注册地址：滨州市黄河五路357号；
法定代表人：朱华林。

二、本期中期票据概况

1. 本期中期票据概况

公司拟注册5.5亿元中期票据，本期拟发

行3.5亿元的中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据为2年期固定利率中期票据，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。本期中期票据按年付息，到期一次兑付本金。

本期中期票据无担保。

2. 募集资金用途

本期中期票据拟募集资金3.5亿元，资金将全部用于补充子公司山东黄河三角洲能源有限公司流动资金。

三、宏观经济和政策环境

2015年是中国全面深化改革的关键之年，为了推动“稳增长、调结构”的经济发展进程，中国进一步简政放权，加快审批效率；加大金融体制改革力度，优化金融结构，服务实体经济；促进结构优化、扩大内需和改善民生，助力中国经济的健康、稳健发展。在宏观经济下行压力持续存在的背景下，中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，多策并举提高财政资金的使用效益、缓解地方偿债压力、促进投资。货币政策继续保持稳中偏松的导向，继续通过多种货币工具释放流动性，完善宏观审慎政策框架。2015年中国经济呈现稳中趋缓的发展态势。

初步核算，全年国内生产总值676708亿元，比上年增长6.9%。其中，第一产业增加值60863亿元，增长3.9%；第二产业增加值274278亿元，增长6.0%；第三产业增加值341567亿元，增长8.3%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为9.0%，第二产业增加值比重为40.5%，第三产业增加值比重为50.5%，首次突破50%。全年人均国内生产总值49351元，比上年增长6.3%。全年国民总收入673021亿元。

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP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,显示中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,中国就业形势总体稳定。

2015年,中国财政政策加码,助力经济发展新常态。全年全国一般公共预算收入152217亿元,比上年同口径增加8324亿元,增长5.8%,其中税收收入124892亿元,增加5717亿元,增长4.8%。2015年,中国一般公共预算收入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。2015年,中国开始实施新预算法,通过一系列措施完善政府预算体系,提高资金使用效率,提升宏观政策调控协调性。2015年以来,中国不断推进国有企业改革,并通过加大结构性减税和普遍性降费力度等途径,进一步激发经济活力。

2015年,央行继续实施稳健的货币政策,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,改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准,降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面,央行多次开展逆回购操作,并通过短期流动性调节工具(SLO)、中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款(PSL)分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元,向市场注入流动性。此外,自2015年10月起,央行在上海、江苏等11省(市)推广信贷资产质押再贷款试点,截至2015年年末,共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元,资金流动性保持宽松状态。

2016年是中国“十三五”开局之年,中国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。2015年10月26日,中共十八届五中全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》,提出到2020年GDP比2010年翻一番,这意味着“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。

预计2016年CPI受到总需求疲软的影响,将维持小幅正增长;PPI下行空间有限,但仍将呈现深度通缩状态。截至2016年1月末,PMI已经连续6个月位于荣枯线以下,显示制造业仍然疲软,但非制造业继续保持扩张态势,预计2016年在结构性改革不断推进的背景下,制造业下行压力依然较大,非制造业有望实现稳中有进。总体就业局势将保持相对稳定的状态,失业率或将略有回升。总体来看,2016年中国产业结构调整将持续推进,全年GDP增速或将回落至6.7%左右。

四、行业分析及区域经济

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 6 月，国务院印发《推进财政资金统筹使用方案》，提出了包括推进项目资金、重点科目资金、部门资金统筹使用等 10 条重要措施，对优化财政资源配置作出全面部署。

2015年7月8日召开的国务院常务会议，强调把宝贵的公共资金资源用到促发展惠民上，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金2500多亿元加快统筹用于急需领域；国务院将239亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。在上述举措的推动下，各地各部门通过盘活财政存量资金，增加了资金的有效供给，促进了经济平稳健康发展。

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，公司的发展直接受滨州市经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，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，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。根据《2015 年滨州市国民经济和社会发展统计公报》，滨州市全年实现地区生产总值 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%；第三产业增加至 987.63 亿元，增长 7.9%。三次产业结构为 9.3:48.8:41.9。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%，滨州市财政实力持续增强。

滨州市地方可支配收入主要包括一般公共预算收入、政府性基金收入、上级补助收入和预算外收入，其中一般公共预算收入、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，滨州市一般公共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，其中一般公共预算收入、基金收入、上级补助收入和预算外收入分别为 187.14 亿元 70.78 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
一般公共预算收入	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

3. 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) 地方一般公共预算收入	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 9 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

朱华林先生, 公司法定代表人、董事长。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副总经理、滨州市城建投资经营有限公司计划财务部经理, 现任滨州市城建投资经营有限公司董事长。

马仰光先生, 公司董事、总经理, 本科学历。历任滨州市粮油供应有限公司会计、滨城区粮食收储公司北镇分公司副经理、滨城区粮食收储公司里则分公司总经理、开发区里则、杜店粮食收储公司总经理、滨州西海水务有限公司副总经理、滨州市城建投资有限公司项目管理部经理, 现任滨州市城建投资经营有限公司董事、总经理。

截至 2015 年 9 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%,本科及以上学历24.59%。

总体来看,公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验,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,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2012年代建工程补贴款的通知》、《关于拨付2013年代建工程补贴款的通知》以及《关于拨付2014年代建工程补贴款的通知》,2012~2014年公司分别获得财政补贴款1.34亿元、3.09亿元和1.23亿元,全部计入“补贴收入”。2015年1~9月公司获得财政补贴款1.10亿元。

(2) 注资

2012年根据滨州市财政局的滨财国(2012)63号文,政府向公司拨入管网及配套设施资产6.01亿元,计入资本公积。

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,滨州市财政局根据《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,滨州市财政局根据《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,滨州市财政局根据《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

于拨付滨州市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。

2015年9月15日,根据《2015年山东省债券解除协议(第二批)》(2015(2)滨州市本级002号),滨州市财政局将公司已列入政府债务的交通银行滨州市分行1.50亿元贷款用置换债券予以偿还,计入资本公积。

(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,由市政财政与公司结算并拨付资金。

2012~2014年,公司政府回购项目收入持续上升,并分别实现回购收入5.63亿元、6.61亿元和4.30亿元。2015年1~9月,公司实现回购收入13.94亿元。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据《中华人民共和国公司法》及其他法律法规的规定,公司制定了《滨州市城建投资经营有限公司章程》,建立了符合现代企业管理制度要求的法人治理结构;公司不设股东会,设立了董事会、监事会和总经理。

公司不设股东会,由出资方滨州市政府投资评审中心行使股东职权,公司的经营决策通过总经理办公会议进行决策。

公司设董事会,董事会是公司经营管理的最高决策机构,由5名董事组成,董事会成员由股东委派或更换,董事长由董事会选举产生。董事任期3年,任期届满可连选连任。

公司设监事会,监事会是公司常设的监督

执行机构，由3名监事组成，其中职工监事1名。除职工监事外的监事会成员由股东决定。

公司实行董事会领导下的经理负责制。公司设总经理1人，由董事会决定聘任或解聘。总经理对董事会负责。

2. 管理水平

财务管理方面，公司规定财务管理工作必须严格执行财经纪律，公司设计划财务部，严格执行《中华人民共和国会计法》、《会计人员职权条例》、《会计人员工作规则》等法律法规关于会计核算一般原则、会计凭证和账簿、内部审计和资产清查、成本清查等事项的归定。银行账户只供本单位经营业务收支结算使用，且必须保密，非因业务需要不准外泄。计划财务部积极参与建设资金的筹措公司，尽量使资金结构趋于合理。

此外，公司还设立了《管理考勤制度》、《保密制度》、《档案管理制度》、《车辆管理制度》、《廉政建设管理制度》、《员工守则》等管理制度，保证公司的合法和合规运营。

总体看，公司法人治理结构及综合管理水平能够满足公司经营发展需要。

七、经营分析

公司主要经营业务包括城市基础设施及保障性住房建设等，其收入主要源于公司开发由政府回购的项目（市政道路、基础设施配套、公路项目等）所带来的收入。近三年，公司主营业务收入分别为5.94亿元、13.79亿元和13.76亿元，2013年公司主营业务收入较2012年大幅增长主要系新增贸易板块收入所致，2014年公司主营业务收入较2013年保持相对稳定，虽然基础设施建设收入和贸易收入较2013年均有所下降，但公司2014年新增土地出让收入。整体看，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，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。

2012~2014年，受政府回购进度影响，公司基础设施建设收入波动下降，分别为5.63亿元、6.61亿元和4.30亿元，同时公司因2013年和2014年分别新增贸易板块和土地出让板块收入，基础设施建设收入占主营业务收入比重逐年下降，分别为94.87%、47.93%和31.23%；公司为防范经营业务风险，2014年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%。近三年，公司租赁收入分别为0.16亿元、0.50亿元和0.50亿元；房地产销售收入波动较大，2012~2014年分别为0.15亿元、0.68亿元和0.03亿元，其中2014年较往年大幅下降，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2809 m²，规模较小。

毛利率方面，近三年，公司主营业务毛利率波动增长，分别为8.79%、4.60%和13.39%，其中2013年较2012年有所下降主要系2013年占比较大的贸易板块盈利空间较低所致，2014年公司主营业务毛利率大幅增长，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。近三年，基础设施建设板块毛利率保持稳定，均为8.26%；2014年贸易板块毛利率为2.85%，较2013年增长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；2014年土地转让毛利率为28.25%；2012~2014年，公司租赁板块保持相对稳定，分别为17.87%、16.91%和16.91%；房产销售板块毛利率波动较大，分别为19.35%、-1.76%和18.88%。

2015年1~9月，公司实现主营业务收入18.01亿元，其中基础设施建设收入和贸易收入

分别为13.94亿元和3.91亿元，分别占2015年1~9月主营业务收入的77.39%和21.73%，其他板块规模较小。2015年1~9月，公司主营业务

毛利率为7.43%，毛利率下降较大主要系未发生土地转让业务，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 2012~2014年及2015年1~9月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 1~9 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	139352.11	77.39	8.26
租赁	1579.00	2.66	17.87	4999.00	3.63	16.91	4999.00	3.63	16.91	1579.00	0.88	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	20.77	0.01	37.31
贸易收入	--	--	--	59954.63	43.48	0.26	44349.82	32.22	2.85	39121.77	21.73	4.03
合 计	59388.55	100.00	8.79	137870.16	100.00	4.60	137645.91	100.00	13.39	180073.65	100.00	7.43

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。2012~2014年，公司政府回购项目收入波动下降，并分别实现回购收入5.63亿元、6.61亿元和4.30亿元（体现于经营活动产生的现金流）。2012~2014年，公司基础设施建设毛利率均为8.26%。2015年1~9月，公司基础设施建设道路工程项目实现回购收入13.94亿元，该板块毛利率为8.26%。

道路工程方面，截至2015年9月，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。尚未竣工决算的道路工程累计投资额15.72亿元，道路施工总长度136655米，施工面积883789平方米。

除道路工程外，公司已建成奥林匹克工

程、档案馆工程、老干部中心工程、滨州市文化中心工程等大型工程，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2.8亿元，截至2015年9月底，该工程已建设完工。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时新型农村合作医疗办公室等，项目预算总投资1.51亿元，截至2015年9月底，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。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。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，2012~2014年及2015年1~9月，分别实现销售收入0.15亿元、0.68亿元、257.79万元和20.77万元，主要由于受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，公司房产销售毛利率波动较大，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补偿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1~9月，房产销售板块毛利率由2014年的18.88%增长至37.31%，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，项目预算总投资15.34亿元，截至2015年9月底，上述5个保障性住房小区已累计投资13.67亿元，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1~9月公司购买3宗土地，共计26.77万平方米，土地性质主要为文体娱乐用地和仓储用地。截至2015年9月底，公司剩余可转让土地面积为12251.07亩，账面价值582620.16万元。2014年，公司实现土地出让收入4.50亿元，毛利率为28.25%，具体为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 近三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
购买	滨国用(2015) 9603 号	5.33	出让	文体娱乐用地	10023.95
购买	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	24492.3
合计	--	639.75	--	--	182831.47

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。

2012 年，公司获得 1579.00 万元的租赁收入，主要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。2013 年和 2014 年，公司每年获得 4999.00 万元的租赁收入，主要由于管网出租收入增加所致。2015 年 1~9 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，公司租赁板块毛利率变化不大，2012~2014 年分别为 17.87%、16.91%和 16.91%，2015 年 1~9 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 6.00 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 年先后于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。2014 年，为防范贸易风险导致订单减少，公司实现贸易收入 4.43 亿元。2015 年 1~9 月，公司实现贸易收入 3.91 亿元，为 2014 年全年的 88.26%。

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9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。

总体来讲，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、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司2012~2014年财务报告经瑞华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015年三季度财务报表未经审计，公司采用旧准则会计记账。

2012年公司合并范围增加了全资子公司黄河三角洲能源贸易有限公司，该子公司注册资本为5000万元；2013年合并范围新增控股子公司滨州市经信资产经营有限责任公司（控股51%）、全资子公司滨州文化投资有限公司，原子公司滨州北海开发投资有限公司（以下简称“北海公司”）由于其股权全部转让于滨州北海经济开发区政府投资评审中心，不再纳入公司合并范围；2014年公司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9月底，

公司纳入合并范围子公司共计5家，近三年合并口径财务数据具有较强可比性。

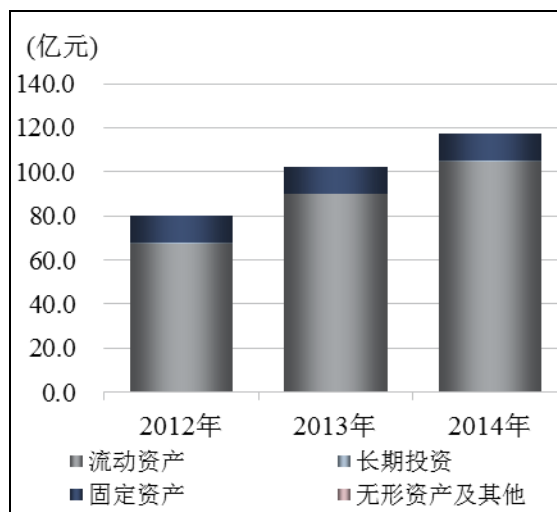
截至2014年底，公司合并口径资产总额117.15亿元，所有者权益合计87.39亿元（含少数股东权益456.08万元）；2014年公司实现主营业务收入13.76亿元，利润总额1.19亿元。

截至2015年9月底，公司合并口径资产总额147.42亿元，所有者权益94.66亿元（含少数股东权益456.08万元）；2015年1~9月，公司合并口径实现营业收入18.01亿元，利润总额1.79亿元。

2. 资产质量

2012~2014年底，公司资产持续较快增长，年均复合增长20.71%，主要来自存货的增加；截至2014年底，公司资产总额为117.15亿元。

图1 2012~2014年公司资产结构



资料来源：公司审计报告

公司资产结构以流动资产为主，截至2014年底，公司资产总额中，流动资产占89.41%、固定资产占10.21%，长期投资占0.38%。近三年流动资产占比稳定增长，固定资产占比持续下降，长期投资占比较小。

2012~2014年底，公司存货增长较快，带动流动资产年均复合增长24.83%，截至2014年底公司流动资产为104.75亿元，其中存货占

比 88.53%，其余为应收账款、货币资金、其他应收款等。

2012~2014 年底，公司货币资金波动下降，年均复合下降 5.50%，截至 2014 年底为 1.62 亿元，较 2013 年增加了 0.88 亿元，主要系 2014 年新增贷款导致年底货币资金较高。

2012~2014 年底，公司应收账款波动下降，年均复合下降 8.93%，截至 2014 年底为 0.72 亿元，计提坏账准备 73.15 万元，主要系子公司山东黄河三角洲能源有限公司应收货款增加所致。从账龄上看，公司 2014 年的应收账款的账龄在一年以内。

2012~2014年底，公司其他应收款波动上升，年均复合增长76.68%。截至2014年底，公司其他应收款为9.18亿元，较上年增加8.41亿元，主要原因为公司与滨州市财政局、山东黄河三角洲创业发展有限公司、滨州市经济开发投资公司等单位的往来借款增加所致。从集中度来看，公司其他应收款欠款前五名为滨州市财政局2.22亿元（占比23.81）、滨州市三馆一院中心2.22亿元（占比23.78%）、山东黄河三角洲创业发展有限公司1.96亿元（占比21.00%）、滨州市经济开发投资公司1.04亿元（占比11.19%）和黄三角建设开发有限公司0.6亿元（占比6.43%），前五家单位其他应收款合计占比87.58%，集中度较高，且均为滨州市政府和企事业单位，坏账风险较小。

2012~2014年底，公司存货稳定，年均复合增长22.80%。2013年由于土地存货及开发成本均增幅较大，带动存货较2012年底增长43.78%；其中土地存货增长系根据滨财国（2013）118号文政府向公司拨入的土地资产14.04亿元，开发成本增长系由公司下属滨州恒信置业有限公司承建的市保障性住房项目支出。截至2014年底，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，其中土地存货55.87亿元（占比60.25%）、开发成本35.78亿元（占比38.59%）和库存商品1.03亿元（占比1.11%）。

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	2012 年	2013 年	2014 年
道路工程	127021.83	137271.08	184386.91
一馆三中心工程			24946.61
公共卫生工程	21833.85		6735.00
全民健身中心工程	7946.61	17946.61	5025.00
大尚家苑			37505.48
北街家苑二区			26177.19
东尚家苑	3235.00	6235.00	17027.64
南街家苑三区	3347.38		43205.40
安兴家苑	1600.00	3600.00	12836.45
合计	166362.33	297804.86	357845.68

资料来源：公司审计报告

2012~2014年底，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降17.56%。截至2014年，公司长期股权投资为0.44亿元，同比增长49.55%，主要是新增了对滨州市环海管道燃气输配有限公司0.15亿元的长期股权投资。

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

2012~2014年底，公司固定资产呈下降趋势，年均复合下降3.45%。截至2014年底，公司固定资产原值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%，主要为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)。

2012~2014年,公司在建工程呈快速上升趋势,其中,受合并范围变动影响,2013年公司在建工程随北海公司全部转出。截至2014年底,公司在建工程为0.37亿元,主要为新建滨州市社会养老服务中心项目。

截至2015年9月底,公司资产总额147.42亿元,较2014年底增加了30.27亿元,主要是由于货币资金、应收账款和预付账款增加所致。截至2015年9月底,公司货币资金为8.54亿元,同比增长426.05%,主要系2015年1~9月公司增加融资16亿元,较多的贷款资金留存导致货币资金高于年初;货币资金中的0.35亿元,为公司开具银行承兑汇票、信用证而缴纳的保证金。公司的应收账款为21.97亿元,占资产总额的14.90%,较2014年底增加21.24亿元,主要因为应收道路回购款和应收保障房移交款增加。公司预付账款为2.81亿元,较2014年底增加2.73亿元,主要是公司全资子公司山东黄河三角洲能源有限公司预付货款增加所致。公司的在建工程为1.23亿元,较2014年底增加0.86亿元,主要是滨州市社会养老服务中心项目投资增加所致。从资产结构看,流动资产占90.25%、长期投资占1.14%,固定资产占8.61%。

整体看,公司资产规模增长较快;资产结构以流动资产为主。公司资产中存货和应收账款占比过大,整体流动性弱,资产质量尚可。

3. 所有者权益及负债

2012~2014年底,主要受资本公积和未分配利润增长影响,公司所有者权益持续增长,年均复合增幅为13.26%。截至2014年底,公司所有者权益合计87.34亿元,从权益结构来看,实收资本占3.43%、资本公积占85.54%、盈余公积占0.49%、未分配利润占10.53%。2014年公司所有者权益较2013年底增长3.10%,主要原因为滨州市财政局于2014年3月12日为公司注入资金0.15亿元,于2014年9月4日为公司注入资金0.54亿元,于2014

年12月18日将注销后的滨州公共资产管理经营有限公司货币资产0.20亿元注入公司,计入资本公积科目;同期,未分配利润增加1.7亿元。截至2015年9月底,公司所有者权益94.66亿元(含少数股东权益456.08万元),较2014年底增长8.32%,主要因为滨州市财政局于2015年5月19日拨付公司资金0.33亿元,于2015年9月15日将公司已列入政府债务的交通银行滨州分行1.5亿元贷款用2015年第三批置换债券予以偿还,计入资本公积科目;同期,未分配利润增加2.45亿元。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。

2012~2014年底,公司负债规模快速增长,年均复合增长55.50%,截至2014年底,公司负债合计29.76亿元。其中,有息债务为22.88亿元,占负债总额的76.88%;公司有息债务主要为长期债务中的长期借款和应付债券,其中长期借款新增9亿元,应付债券11亿元系公司于2013年7月发行的7年期企业债券。公司非有息债务以其他应付款和应交税金为主。公司其他应付款主要体现为公司与市财政局的往来款项;从负债结构看,2013~2014年公司负债均以长期负债为主,债务结构较为合理。

从公司债务负担看,近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈上升趋势,截至2014年底上述三个指标分别为25.40%、20.76%和18.63%,债务负担有所加重。

截至2015年9月底,公司负债合计52.76亿元,较2014年底增加了23亿元,主要是长期借款、其他应付款和其他长期负债增加所致。截至2015年9月底,公司其他应付款为11.15亿元,较2014年底增长7.62亿元,主要原因为新增滨州市财政局的往来款4.25亿元所致。公司长期借款为23亿元,较2014年底增加14.00亿元,为建信资本管理有限责任公司发放的信托贷款10.20亿元、浦发银行济南

分行发放的长期贷款 1.20 亿元和国家开发银行发放的长期借款 2.60 亿元。公司应付债券为 13 亿元，较 2014 年底增加 2 亿元，主要为公司于 2015 年 7 月发行的 2 亿元中期票据。公司新增其他长期负债 1.61 亿元，主要系公司下属子公司滨州养老产业投资经营有限公司的国家专项建设基金。截至 2015 年 9 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 35.79%、29.27%和 28.44%。

整体看，公司债务规模呈上升趋势，公司整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司主营业务收入波动上升，年均复合增幅52.24%。2013年公司实现主营业务收入13.79亿元，较2012年增加7.85亿元，主要为公司新增大宗能源、资源贸易收入及基础设施项目建设收入大幅增加所致。2014年，公司实现营业收入13.76亿元，较2013年保持相对稳定，虽然基础设施建设收入和贸易收入较2013年均有所下降，但公司2014年新增土地出让收入。2014年，受公司主营业务成本下降影响，公司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%。

近三年公司期间费用大幅增加，分别为0.33亿元、0.93亿元和1.60亿元。由于2012年起土地使用税计入管理费用，2013年利息支出大幅增加，上述因素均带动期间费用快速增长；2014年，公司财务费用为0.99亿元，较2013年增长了0.37亿元，主要原因为公司总融资规模较2013年增长较大所致。2012~2014年受期间费用快速上升影响，营业利润均为负，分别为-0.01亿元、-0.59亿元和-0.06亿元。

2012~2014年，公司分别收到政府扶持资金（计入补贴收入）1.34亿元、3.09亿元和1.23亿元，补贴收入成为公司利润来源的重要保障。近三年，公司分别实现利润总额1.32亿元、

2.59亿元和1.19亿元。

从主要盈利指标看，2012~2014 年总资本收益率和净资产收益率均呈波动下降，上述指标三年加权平均值分别为 2.39%和 1.97%，2014 年分别为 2.03%和 1.34%。

2015 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 18.01 亿元，为 2014 年全年的 1.31 倍；补贴收入 1.10 亿元，受益于期间费用减少和基础设施建设收入确认的影响，公司 2015 年 1~9 月营业利润由负转正，为 0.68 亿元，利润总额为 1.79 亿元；公司主营业务利润率为 7.41%。

整体看，公司主营业务收入规模呈上升趋势，利润总额对政府补贴收入依赖程度高，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2012~2014 年公司经营活动现金流入年均复合增长 27.24%，2014 年为 17.73 亿元。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为 3.92 元，较 2013 年减少了 15.27 亿元，原因为收到的滨州市财政局预支的代建项目工程款减少。2014 年现金收入比为 100.29%，较 2013 年下降 3 个百分点。2012~2014 年公司经营活动现金流出量年均复合增长 22.27%，2014 年为 26.64 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。2014 年公司购买商品、接受劳务支付现金 15.66 亿元，除主营业务成本支出外，还包含基础设施及保障性住房项目支出；支付的其他与经营活动有关的现金为 10.94 亿元，主要为往来款支出。2012~2014 年，公司经营活动现金净流量分别为-6.87 亿元、-3.93 亿元和-8.91 亿元。

投资活动方面，近三年公司投资活动产生的现金流规模快速增长。现金流入方面，2014 年公司收回投资收到的现金 3.34 亿元，系子公司黄三角能源购买理财产品；现金流出方面，

2012 年投资支付的现金为 0.31 亿元，为当年新增子公司的投资支出，2013 年投资支付的现金为 0.10 亿元，系公司出资 0.10 亿元参股设立山东纳瑞环保科技有限公司。2014 年投资支付的现金 0.15 亿元，系公司新增了对滨州市环海管道燃气输配有限公司 0.15 亿元的长期股权投资。2012~2014 年，公司投资活动现金流量净额分别为-0.37 亿元、0.54 亿元和-1.94 亿元。

筹资活动方面，2012~2014 年公司筹资活动现金流入分别为 8.90 元、11.05 亿元和 12.79 亿元，均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均以偿付债务所支付的现金为主。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 8.67 亿元、2.32 亿元和 11.72 亿元。

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额-8.77 亿元。流入方面，销售商品、提供劳务收到的现金 14.84 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 7.85 亿元，主要反映收到的其他单位的暂借款，与其他应付款科目变动相关。公司支付的其他与经营活动有关的现金为 1.03 亿元，主要是核算向外部单位的借出资金以及代垫款。2015 年 1~9 月，公司投资活动产生的现金流入为 7.40 亿元，主要是公司所购买理财产品获得的收益。投资活动产生的现金流量净额-1.32 亿元。2015 年 1~9 月，公司筹资活动产生的现金流量流入量 20.44 亿元，较 2014 年增加 7.65 亿元，主要为银行借款收到的现金。同期公司筹资活动现金流量净额为 17.01 亿元。

整体看，公司经营活动持续净流出，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。

6. 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大且增速较快，2012~2014 年流动比率持续上升，

三年加权平均值为 1059.41%，2014 年底为 1073.21%；近三年速动比率加权平均值为 78.13%，2014 年底为 123.15%，整体资产流动性弱。2015 年 9 月底，公司流动负债上升，公司流动比率由 2014 年底的 1073.21%下降到 878.35%；速动比率由 2014 年底的 123.15%上升到 272.89%。2012~2014 年，公司经营现金流量流动负债比分别为 -55.79%、-60.25% 和 -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，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 1.50 亿元、3.71 亿元和 2.71 亿元，公司全部债务/EBITDA 分别为 5.35 倍、2.96 倍和 8.44 倍。从指标值来看，EBITDA 对全部债务的保障能力尚可。

整体看，公司整体债务规模大幅上升，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，整体偿债能力一般。

截至 2015 年 9 月底，公司银行授信为 12.20 亿元，已使用额度为 5.99 亿元，公司具备间接融资渠道。

截至 2015 年 9 月底，公司对外担保有 3 家，分别是黄河三角洲建设开发集团有限公司 1 亿元、滨州交通产业有限公司 5 亿元和黄河三角洲（滨州）建设开发有限公司 1.5 亿元，合计对外担保金额为 7.5 亿元，担保比率为 7.92%。担保比率较低，风险较小。

7. 过往债务履约情况

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2016年3月14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。

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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度3.5亿元，占2015年9月底全部债务39.15亿元的8.94%。本期中期票据的发行，对公司现有债务总额和债务结构有一定影响。

截至2015年9月底，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分别为35.79%、29.27%和28.44%，以2015年9月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至37.28%、31.06%和30.28%，公司债务负担有所上升，但仍处于较低水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014年公司EBITDA值分别为1.50亿元、3.71亿元和2.71亿元，为本期中期票据拟发行额度的0.43倍、1.06倍和0.77倍。

2012~2014年，公司经营活动的现金流入量分别10.95亿元、33.43亿元和17.73亿元，为本期中期票据发行额度的3.13倍、9.55倍和5.07倍。整体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度好。

本期中期票据偿债资金主要来源于公司的营业收入、未分配利润、经营活动产生的现金流、其他融资渠道以及政府的保障支持等。公司目前有滨州市保障性住房建设、滨州市一馆三院中心工程、滨州市公共卫生中心工程、滨州市城区城市道路工程等代建项目，随着项目的陆续竣工，现金回流实现收入，对公司偿还债务提供良好的保障。截至2015年9月底，公司现有出让商服用地3434.69亩，按照滨州市当前市区商服用地的市场价格（高于200万元/亩）计算，该土地市场价值接近70亿元，工业用地8119.20亩，土地市场价值超过12亿元，且仍有增值空间，另有公共设施用地、问

题娱乐用地和仓储用地697.18亩，土地市场价值超过4亿元。上述土地建成房产销售、直接转让或政府回购均能给公司带来较好的现金流入，对还本付息提供保障。

综合来看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较好，且公司为滨州市城市基础设施建设的重要实体，受政府支持力度较大，综合分析，本期中期票据到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

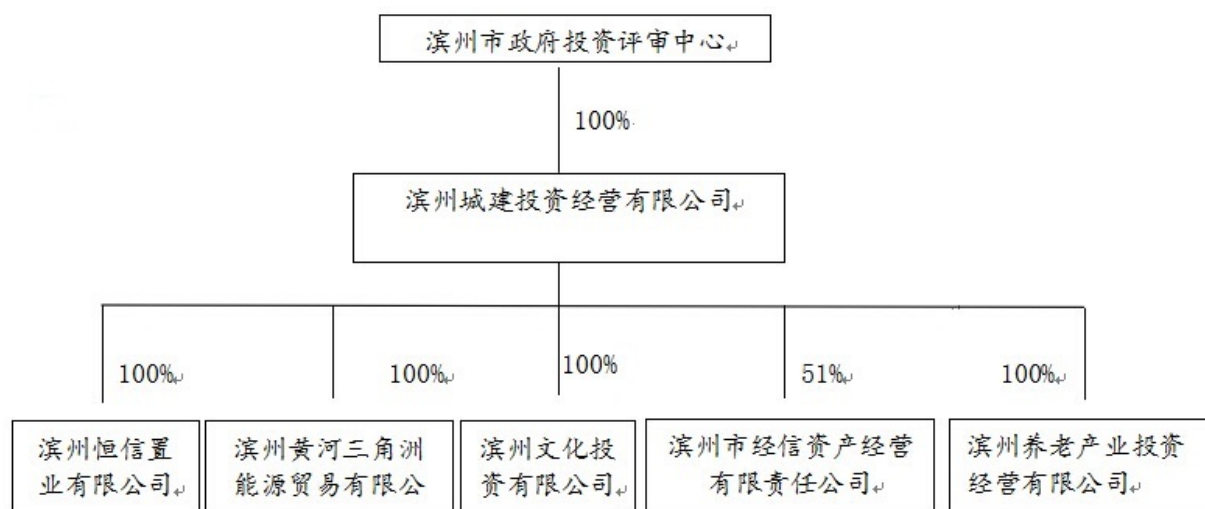
十、结论

公司是滨州市基础设施项目建设重要主体，在区域经济发展环境和政府支持等方面具备突出优势。目前，公司收入规模增长较快，但受职能定位影响，整体盈利能力较弱。同时，联合资信也关注到公司经营状况对政府支持依赖程度高等不利因素，对公司经营发展带来的负面影响。

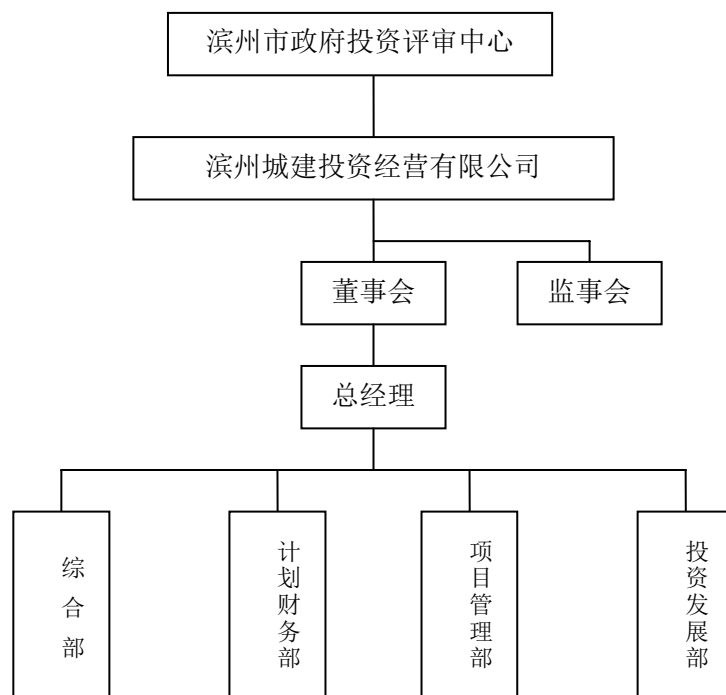
近年来，公司资产规模平稳增长，资产构成中存货占比高，公司整体资产流动性弱；公司主营业务收入及利润水平受土地转让影响有所波动。公司经营活动现金流入量对本期中票保障程度良好。公司在建及拟建项目回购款的逐步到位将为本期中期票据本息的偿还提供较为充足的资金来源。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.82	0.75	1.65	8.64
资产总额(亿元)	80.40	102.29	117.15	147.42
所有者权益(亿元) (含少数股东权益)	68.09	84.76	87.39	94.66
短期债务(亿元)	8.00	0.00	2.88	1.54
长期债务(亿元)	0.00	11.00	20.00	37.61
全部债务(亿元)	8.00	11.00	22.88	39.15
主营业务收入(亿元)	5.94	13.79	13.76	18.01
利润总额(亿元)	1.32	2.59	1.19	1.79
EBITDA(亿元)	1.50	3.71	2.71	--
经营性净现金流(亿元)	-6.87	-3.93	-8.91	-8.77
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	82.42
主营业利润率(%)	5.29	2.48	11.14	7.41
总资本收益率(%)	1.78	3.43	2.03	--
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	28.44
全部债务资本化比率(%)	10.51	11.49	20.76	29.27
资产负债率(%)	15.31	17.14	25.40	35.79
流动比率(%)	546.16	1378.56	1073.21	878.35
速动比率(%)	46.56	24.16	123.15	272.89
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	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	3.13	9.55	5.07	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.96	-1.12	-2.54	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.43	1.06	0.77	--

注：公司 2015 年三季度报财务数据未经审计。

公司审计报告按旧准则编制。

公司截至 2015 年 9 月底新增其他长期负债调整为公司长期债务

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	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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
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。

联合资信评估有限公司关于 滨州城建投资经营有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

滨州城建投资经营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。滨州城建投资经营有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，滨州城建投资经营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注滨州城建投资经营有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现滨州城建投资经营有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如滨州城建投资经营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送滨州城建投资经营有限公司、主管部门、交易机构等。

