信用评级公告

联合〔2021〕4202号

联合资信评估股份有限公司通过对山东滕建投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东滕建投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，“15滕建投债/PR滕建债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

山东滕建投资集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA	稳定	AA	稳定
15 滕建投债/PR 滕建债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 滕建投债/PR 滕建债	8.00 亿元	1.60 亿元	2022/06/08

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	盈利能力	2
			现金流量	2
			资产质量	4
		资本结构		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

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

评级观点

山东滕建投资集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省滕州市重要的保障房及基础设施建设主体，同时开展商品房开发业务。跟踪期内，滕州市经济实力保持增长，公司继续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资金支出压力较大及应收类款项规模较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司代建业务的不断推进，商品房和保障房项目滚动开发并实现销售，公司经营状况将保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 滕建投债/PR 滕建债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **滕州市经济实力保持增长。**2020 年，滕州市实现地区生产总值 753.05 亿元，同比增长 1.0%。
2. **公司继续得到有力的外部支持。**公司是滕州市重要的保障房及基础设施建设主体，在财政补贴方面继续获得有力的外部支持。

关注

1. **保障房业务资金回笼情况存在一定的不确定性。**公司保障房业务未来资金回笼情况受保障房定价、销售进度和当地保障房相关政策影响大，存在一定的不确定性。
2. **资金支出压力较大。**公司在建及拟建项目未来投资规模较大，未来资金支出压力较大。
3. **公司应收类款项规模较大。**截至 2020 年末，公司应收类款项为 26.19 亿元，主要为应收滕州市财政局、滕州市工业资产运营有限公司的代建业务款项及应收滕州市财政局的往来款，对公司资金造成一定程度的占用。

分析师：

黄静轩　登记编号（R0040220040012）

胡乾慧　登记编号（R0150221040003）

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

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	9.96	11.95	13.63
资产总额（亿元）	102.64	122.58	126.04
所有者权益（亿元）	46.37	48.28	50.26
短期债务（亿元）	9.22	3.19	8.23
长期债务（亿元）	26.01	40.69	36.98
全部债务（亿元）	35.23	43.88	45.21
营业收入（亿元）	17.04	13.41	13.75
利润总额（亿元）	2.34	2.06	2.47
EBITDA（亿元）	2.46	2.23	2.77
经营性净现金流（亿元）	6.18	-3.26	2.08
营业利润率（%）	10.07	11.55	10.79
净资产收益率（%）	3.90	3.96	3.94
资产负债率（%）	54.83	60.62	60.13
全部债务资本化比率（%）	43.18	47.62	47.36
流动比率（%）	323.49	347.46	309.88
经营现金流动负债比（%）	20.60	-9.74	5.36
现金短期债务比（倍）	1.08	3.75	1.66
EBITDA 利息倍数（倍）	1.15	1.00	0.99
全部债务/EBITDA（倍）	14.34	19.72	16.30
本部（母公司）			
项　目	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年**
资产总额（亿元）	96.27	111.15	113.70
所有者权益（亿元）	42.48	44.47	46.43
全部债务（亿元）	33.50	40.50	42.81
营业收入（亿元）	13.13	11.10	12.45
利润总额（亿元）	2.26	2.28	2.51
资产负债率（%）	55.87	59.99	59.16
全部债务资本化比率（%）	44.09	47.66	47.97
流动比率（%）	309.63	348.90	320.20
经营现金流动负债比（%）	22.12	-13.04	2.94

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 滕建投债/PR 滕建债	AA	AA	稳定	2020/06/22	郝一哲、胡元杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
15 滕建投债/PR 滕建债	AA	AA	稳定	2015/05/14	刘秀秀、霍正泽	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015）	阅读全文

声　明

一、本报告引用的资料主要由山东滕建投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

山东滕建投资集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东滕建投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、组织结构和经营范围未发生变化。截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为 4.84 亿元，其中滕州市国有资产管理局（以下简称“滕州市国资局”）出资占比 53.93%、中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金公司”）出资占比 46.07%。公司控股股东是滕州市国资局，实际控制人是滕州市人民政府。截至 2020 年末，公司合并范围内拥有子公司 10 家，较年初无变化。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 126.04 亿元，所有者权益 50.26 亿元（全部为归属于母公司的所有者权益）。2020 年，公司实现营业收入 13.75 亿元，利润总额 2.47 亿元。

公司注册地址：山东省枣庄市滕州市解放中路 9 号；法定代表人：宗成伟。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信所评的存续债券为“15 滕建投债/PR 滕建债”，债券余额 1.60 亿元。跟踪期内，公司已按时支付存续债券当期利息，并偿付应付本金 1.60 亿元。

公司于 2015 年 6 月发行“15 滕建投债/PR 滕建债”，募集资金 8.00 亿元，票面利率 6.00%，期限为 7 年，并附债券本金分期偿付条款，即在债券存续期第 3－7 年等额偿付本金 20%。“15 滕建投债/PR 滕建债”募集资金 8.00 亿元全部用于解放东路棚户区改造工程项目（以下简称“募投项目”）建设。截至 2020 年末，募集资金全部使用完毕。募投项目计划总投资 21.67 亿元，截至 2020 年末已投资 22.75 亿元，该项目工程建设已进入收尾阶段，实际投资超过预计总投资，但总体超概算规模可控。

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表1　2017－2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，

同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年末以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年末地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为

2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 2　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境分析

2020 年，滕州市经济实力保持增长。

根据滕州市统计局发布的数据，2020 年，滕州市实现地区生产总值 753.05 亿元，按可比价格计算，同比增长 1.0%。其中，第一产业增加值 77.96 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 339.16 亿元，下降 4.4%；第三产业增加值 335.93 亿元，增长 7.1%。2020 年，滕州市三次产业结构由 2019 年的 10.0∶49.6∶40.4 调整为 10.4∶45.0∶44.6。2020 年，滕州市规模以上工业增加值同比下降 3.4%，固定资产投资同比增长 5.2%。

根据《关于滕州市 2020 年预算执行情况和 2021 年预算草案的报告》，2020 年，滕州市全市完成一般公共预算收入 55.70 亿元，同比下降 18.1%，主要系受疫情冲击、减税降费和压减煤耗政策性关停等影响，全年地方级税收减收明显所致。全市实现税收收入 43.29 亿元，同比下降 16.6%，占一般公共预算收入的比重为 77.72%，一般公共预算收入的稳定性较强。上级税收返还及转移支付补助收入 31.13 亿元。滕州市一般公共预算支出 77.65 亿元，同比下降 12.4%。财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）为 71.74%，财政自给程度较高。2020 年，滕州市完成政府性基金收入 88.15 亿元，同比增长 31.6%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为 4.84 亿元，其中滕州市国资局出资占比 53.93%，农发基金公司出资占比 46.07%。公司控股股东是滕州市国资局，实际控制人是滕州市人民政府。

2. 外部支持

公司 2020 年继续在财政补贴方面获得有力的外部支持。

公司是滕州市重要的基础设施和保障房建设主体，2020 年收到财政补助资金 1.30 亿元，较上年的 0.70 亿元有所增长，计入“其他收益”。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：3704810000173746），截至 2021 年 6 月 9 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷记录中有 1 笔关注类贷款，主要系该笔贷款集中偿付金额较大（6.50 亿元），因此中国工商银行股份有限公司滕州支行将其中的 5000 万元列入关注，公司已于贷款到期日（2013 年 4 月 17 日）正常偿还。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2021 年 6 月 10 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事和高级管理人员等人员变动如下表所示，属于正常人事变动，于 2020 年 6 月完成工商变更。公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。公司主要管理制度延续，管理运作正常。

宗成伟先生，1974 年出生，学士学位；曾任滕州市黄殿岗办事处主任、党总支书记，鲍沟镇副镇长、党委委员、纪委书记，东沙河镇党委副书记、镇长，滕州高铁新区党工委委员、副书记、管理委员会副主任，善南街道办事处党委委员、副书记、办事处主任，滕州经济开发区管理委员会办公室副主任；2019 年 12 月[3]起任公司董事长。

侯钦军先生，1970 年出生，学士学位；曾任滕州市城郊乡党校校长，北辛街道党校校长，北辛街道于岗社区党总支书记、马王社区党总支书记，界河镇镇长助理、副镇长、党委委员，龙泉街道党工委委员、办事处副主任；2020 年

[3] 于 2020 年 6 月完成工商变更。

6 月起任公司董事、总经理。

表 3　跟踪期内公司董事、监事及高管变动情况

姓名	职务	变动情形
张健	董事长、总经理	离任
戴军	董事	离任
宗成伟	董事长	聘任
史孝强	董事	聘任
侯钦军	董事、总经理	聘任
闫业良	董事	聘任

资料来源：公司提供

八、经营分析

1.　经营概况

公司营业收入仍主要来自保障房销售、商品房销售和代建业务收入。2020 年，公司收入规模及综合毛利率较上年均变动不大。

2020 年，公司营业收入同比增长 2.56%，仍主要来自保障房销售、商品房销售和代建业务收入。2020 年，公司代建业务收入同比增长 169.18%，主要系当年结算工程量较多所致；受当期商品房结转收入规模下降影响，公司商品房销售收入同比下降 34.93%，收入来自人和蓝湾、龙泉首府南区和清水湾项目；受当期保障房结转收入规模下降影响，公司保障房销售收入较上年下降 19.10%，收入来自天时嘉苑地利华庭小区。

毛利率方面，2020 年，公司各项业务毛利率同比变化不大，综合毛利率同比下降 1.53 个百分点。

表 4　公司营业收入构成及毛利率情况

（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建业务	1.95	14.53	6.73	5.24	38.14	8.83
商品房销售	5.85	43.62	18.55	3.80	27.67	15.97
保障房销售	5.60	41.80	12.71	4.53	32.97	11.98
其他业务	0.01	0.05	100.00	0.17	1.21	95.92
合计	**13.41**	**100.00**	**14.43**	**13.75**	**100.00**	**12.90**

注：1. 其他业务收入主要为租赁收入；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2.　业务经营分析

（1）代建业务

2020 年，公司未收到代建业务结算资金，代建项目结算进度受政府安排影响大，对公司资金形成明显占用。

公司针对每个代建项目与各个委托方签订工程代建协议书，2017 年以后直接与滕州市各级人民政府或区域内国企签订工程代建协议书。公司受托作为项目的投资主体，组织实施施工单位招标、项目现场施工管理和配套建设等，公司在项目建设完工并经竣工验收合格后根据协议移交给委托方。项目建设过程中，委托方每年按照工程进度确认公司代建收入。全部的代建收入由合同代建投资款、投资利息和合理的投资回报构成，每个代建项目的投资回报单独确定。

会计核算方面，公司对已部分完工确认收入但未决算的代建项目，不计入应收账款，而在存货中予以反映，待项目完工决算后，公司将已部分完工未决算资产转入应收账款。在实际运作中，工程结算时点受政府影响较大。

截至 2020 年末，公司完工及在建代建项目合同金额合计 15.41 亿元，计划总投资 12.86 亿元，已投资 11.92 亿元。公司主要拟建项目为市政工程-采煤塌陷坑治理和滕州市公安局办案中心项目，计划总投资合计 4.16 亿元，计划建设期间为 1~1.5 年。

2019 年和 2020 年，公司分别实现代建业务收入 1.95 亿元和 5.24 亿元。回款方面，2019 年，公司收到滕州市财政局拨付的结算资金 6.55 亿元；2020 年，公司未收到结算资金。截至 2020 年末，公司存货中工程施工成本 1.39 亿元，应收账款中工程结算款 14.21 亿元。

表 5　截至 2020 年末公司完工及在建代建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	项目状态	计划总投资	合同金额	累计已投资	工程施工
滕州市市政建设项目	完工	1.50	1.84	1.77	0.00
市政工程项目	完工	0.94	1.08	0.92	0.00

级索镇基础设施配套项目	完工	0.43	0.49	0.27	0.00
滕州市墨子创智园智能智造小镇	在建	10.00	12.00	8.97	1.39
合计	--	**12.86**	**15.41**	**11.92**	**1.39**

注：1. 部分项目实际总投资超过预计总投资，但总体超概算规模可控，结算时将以实际投资发生额为准；2. 工程施工为已部分完工确认收入但未决算的工程投入；3. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

（2）保障房业务

公司在建及拟建保障房项目存在较大资金支出压力，未来资金回笼情况受保障房定价、销售进度和当地保障房相关政策影响大，存在一定的不确定性。

2019 年 12 月，滕州市人民政府出具《关于天时嘉苑地利华庭小区工程项目和解放东路棚户区改造工程项目业务模式变更的说明》，将天时嘉苑地利华庭小区工程项目和解放东路棚户区改造工程项目的业务模式由“委托代建+政府回款”变更为“定向销售回款”。滕州市人民政府和滕州市住建局不再执行原有的代建协议向公司支付约定的合同代建价款，由公司通过向符合条件的周边居民按政府指导价格定向销售实现回款。

天时嘉苑地利华庭小区项目计划建设保障性住房 3037 套，价格标准为 5000~7000 元/平方米，项目于 2018 年 12 月开始分片区预售，截至 2020 年末，已销售 2750 套，累计收到购房款 16.95 亿元，2020 年确认销售收入 4.53 亿元。

解放东路棚户区改造工程项目计划建设保障性住房 3255 套，价格标准为 5000~7000 元/平方米，项目于 2018 年 12 月开始分片区预售，截至 2020 年末，已销售 1953 套，累计收到购房款 12.55 亿元，2020 年未确认销售收入。

公司其他在建保障房项目包括小清河（前后洪）项目以及小岗项目，均计划采用向符合条件的周边居民定向销售模式，目前处于建设阶段，尚未开始预售。

截至 2020 年末，公司保障房项目计划总投资 61.18 亿元，已完成投资 52.59 亿元，尚需投资 16.09 亿元。公司拟建的保障房项目为朱里居棚户区改造项目，计划总投资 15.60 亿元，计划于 2021 年 10 月开工。公司在建及拟建保障房项目尚需投资规模较大，存在较大资金支出压力。

公司保障房业务未来收入情况受保障房定价、销售进度和当地保障房相关政策影响大，资金回笼情况存在一定的不确定性。

表 6　截至 2020 年末公司保障房开发项目情况

（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	总建筑面积	累计确认收入
天时嘉苑地利华庭小区工程项目	20.00	26.22	0.10	54.00	7.36
解放东路棚户区改造工程	21.67	22.75	0.10	60.08	2.78
小清河（前后洪）项目	11.90	3.41	8.49	33.45	0.00
小岗项目	7.61	0.21	7.40	23.51	0.00
合计	**61.18**	**52.59**	**16.09**	**171.04**	**10.14**

注：1. 部分项目实际总投资超过预计总投资，但总体超概算规模可控，结算时将以实际投资发生额为准；2. 解放东路棚户区改造工程项目截至2020年末的已投资额较2020年跟踪报告披露的2019年末已投资额有所减少，主要系公司内部原将天时嘉苑地利华庭小区工程项目和解放东路棚户区改造工程项目合并记账，2019年成本分类时有误，2020年调整所致
资料来源：公司提供

（3）商品房业务

公司商品房项目销售情况较好，未来随着不断结转收入，将对商品房销售收入形成支撑。

截至 2020 年末，公司在建商品房开发项目包括人和蓝湾、龙泉首府南区和清水湾项目。人和蓝湾项目位于河滨北路以北，文化路以西，紧邻滕州实验高级中学和滕州市第一中学。龙泉首府南区项目位于龙泉北路以西，陶山路以北。清水湾项目位于解放西路以南，柳屯路以西，分南北片区进行开发，同时周边配套市政绿化建设项目也由公司负责，利用房产开发收益进行平衡。截至 2020 年末，上述项目销售均已接近尾声。截至 2020 年末，公司尚未结转收入的商品房预收款约为 2 亿元。

截至 2020 年末，公司拟建的商品房项目为滕投悦府项目，计划总投资 8.34 亿元，已于 2021 年 1 月开工，截至 5 月末已收到售房款 4.70 亿元。

公司土地均通过招拍挂取得，截至 2020 年末账面土地面积共计 85.74 万平方米，账面价值 8.93 亿元，计入“存货-开发成本”中。

表 7　截至 2020 年末公司商品房开发项目情况

（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	总建筑面积	累计销售面积	累计收到购房款
人和蓝湾	10.99	11.51	0.10	43.96	42.77	13.31
龙泉首府南区	16.42	16.29	0.13	48.80	47.35	16.08
清水湾项目	7.65	8.08	0.10	15.81	13.73	7.01
合计	**35.06**	**35.88**	**0.33**	**108.57**	**103.85**	**36.40**

注：1. 部分项目已投资金额为工程实际投资额，故大于“存货”科目中已投资金额；2. 部分项目实际总投资超过预计总投资，但总体超概算规模可控，结算时以实际投资发生额为准

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司作为滕州市重要的保障房建设主体，将继续围绕主业承接滕州市保障房建设任务，并积极拓展上下游板块。同时，公司将继续拓展商品房开发业务，并承担相关基础设施建设任务，推动公司业务板块及收入来源的多元化发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司及其子公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

截至 2020 年末，公司合并范围内子公司 10 家。2020 年，公司合并范围无变化，会计估计和会计政策无变更。总体看，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模略有增长，存货和应收类款项占比大，应收类款项对公司资金造成一定程度的占用，公司资产质量一般。

截至 2020 年末，公司合并资产总额较年初增长 2.82%。公司资产结构仍以流动资产为主，较年初变化不大。因公司流动资产占比高，后文仅分析流动资产构成情况。

表 8　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**116.50**	**95.03**	**119.96**	**95.18**
货币资金	11.95	9.75	13.13	10.42
应收账款	5.47	4.46	14.22	11.28
其他应收款	14.48	11.81	11.96	9.49
存货	76.99	62.80	74.41	59.04
非流动资产	**6.09**	**4.97**	**6.08**	**4.82**
资产总额	**122.58**	**100.00**	**126.04**	**100.00**

数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动资产较年初增长 2.97%。其中，公司货币资金较年初增长 9.92%，主要由 12.03 亿元银行存款和 1.10 亿元受限长期借款质押保证金构成，受限规模小。公司应收账款较年初增长 160.17%，主要系部分项目完成完工决算从存货转入，使得应收滕州市财政局和滕州市工业资产运营有限公司（以下简称“滕工公司”，实际控制人为滕州经济开发区管理委员会）的代建业务款项增长所致；公司应收账款主要为应收滕州市财政局（占 52.90%）和滕工公司（占 46.98%）的代建业务款项；累计计提坏账准备 48.88 万元，计提比例低。公司其他应收款较年初下降 17.37%，主要系应收滕工公司和滕州市民泰市政工程有限公司（实际控制人为滕州高铁新区管理委员会）的往来款下降所致；按账龄法计提坏账准备的其他应收款余额 1.59 亿元，共计提坏账准备 0.32 亿元；政府部门及关联方组合的其他应收款余额 10.69 亿元，不计提坏账准备；其他应收款主要为应收滕州市财政局的往来款 9.68 亿元，占 78.77%，集中度高。公司存货较年初下降 3.34%，主要由保障房和商品房开发成本（占 94.34%）构成，存货未计提跌价准备。

截至 2020 年末，公司非流动资产较年初下降 0.12%。

截至 2020 年末，公司受限资产 1.10 亿元，全部为受限的长期借款质押保证金，占合并资产总额的比重为 0.87%，受限比例很低。

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益规模略有增长，其中实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较强。

截至 2020 年末，公司所有者权益为 50.26 亿元，较年初增长 4.10%，全部为归属于母公司所有者权益。公司所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 9.63%、50.63%和 35.88%。

截至 2020 年末，公司实收资本和资本公积分别为 4.84 亿元和 25.44 亿元，较年初保持稳定。

（2）负债

公司债务规模略有增长，整体债务负担适中。若考虑行权情况，公司待偿债券将于 2023 年面临一定集中偿付压力。

截至 2020 年末，公司负债总额较年初增长 1.99%，负债结构较为均衡，流动负债占比较年初有所提升。

表 9 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	**33.53**	**45.12**	**38.71**	**51.08**
预收款项	21.74	29.26	19.88	26.23
应交税费	3.59	4.84	4.61	6.08
其他应付款	4.82	6.49	4.19	5.53
一年内到期的非流动负债	2.59	3.49	7.55	9.96
非流动负债	**40.78**	**54.88**	**37.07**	**48.92**
长期借款	25.29	34.03	23.23	30.66
应付债券	15.41	20.74	13.75	18.14
负债总额	**74.31**	**100.00**	**75.78**	**100.00**

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

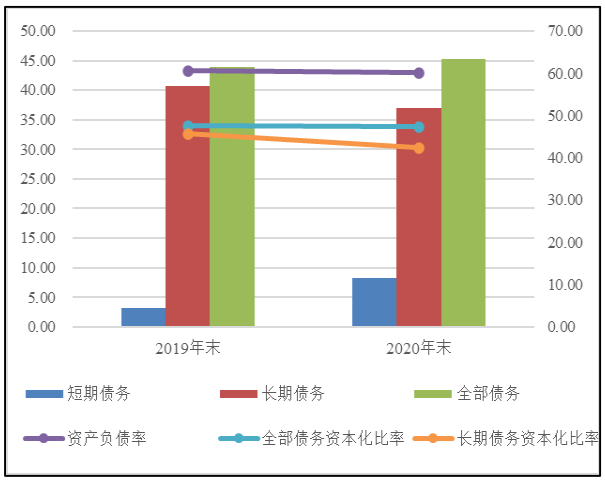
截至 2020 年末，公司流动负债较年初增长 15.46%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。其中，公司预收款项较年初下降 8.57%，均为公司及下属子公司房地产项目形成的预收房款。公司其他应付款较年初下降 13.07%，主要系应付往来款下降所致；公司其他应付款主要由往来款（占 89.98%）和保证金（占 10.00%）构成，其余为少量代收代付款。公司一年内到期的非流动负债较年初增长 191.39%，由一年内到期的长期借款 5.95 亿元和一年内到期的应付债券 1.60 亿元（“15 滕建投债/PR 滕建债”分期还本）构成。

截至 2020 年末，公司非流动负债较年初下降 9.09%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券调整至流动负债所致。其中，公司长期借款较年初下降 8.12%，若包含一年内到期的长期借款在内，公司长期借款主要由保证+质押/抵押借款（占 58.69%）、保证借款（占 26.10%）和信用借款（占 14.81%）构成。公司应付债券较年初下降 10.76%，由 12.00 亿元“19 滕投 01”和“19 滕投 02”（截至本报告出具日，“19 滕投 01”的 8.20 亿元已于 2021 年 5 月回售，转售事项尚未完成）及 1.60 亿元“15 滕建投债/PR 滕建债”构成。

截至 2020 年末，公司全部债务 45.21 亿元，较年初增长 3.02%。其中，短期债务（占 18.20%）较年初增长 157.87%，长期债务（占 81.80%）较年初下降 9.12%。截至 2020 年末，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 60.13%、47.36%和 42.39%，较年初分别下降 0.49 个百分点、0.26 个百分点和 3.35 个百分点。考虑到农发基金公司对公司的投资具有一定的债权特性，公司实际债务指标及债务负担略高于上述指标值。

截至本报告出具日，若考虑行权情况，并假设“19 滕投 01”转售全部完成，公司将于 2021 年、2022 年及 2023 年到期的债券规模分别为 2.00 亿元、1.60 亿元和 10.00 亿元，于 2023 年面临一定集中偿付压力。

图 1　公司债务规模及债务指标（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4.　盈利能力

2020 年，公司营业收入略有增长，政府补助对利润实现贡献度较高，整体盈利能力较强。

2020 年，公司实现营业收入 13.75 亿元，较上年增长 2.56%；营业成本为 11.98 亿元，较上年增长 4.39%，增幅大于营业收入增幅，使得公司营业利润率较上年下降 0.75 个百分点至 10.79%。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 0.26 亿元，较上年增长 4.61%，主要由销售费用（占 6.76%）和管理费用（占 94.18%）构成。2020 年，公司期间费用总额占营业收入的比重为 1.88%，较上年变化不大，考虑到公司将大部分利息支出资本化，公司费用控制能力较弱。

2020 年，公司实现其他收益 1.30 亿元，较上年增长 85.71%，为财政补贴，占营业利润的比重为 52.58%，对利润贡献度较高。2020 年，公司实现利润总额 2.47 亿元，较上年增长 19.81%。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.31%和 3.94%，较上年分别提升 0.17 个百分点和下降 0.02 个百分点。公司盈利能力较强。

5.　现金流分析

2020 年，受益于项目投入及往来款减少，公司经营活动现金流量由上年的净流出转为小幅净流入，公司投资活动规模较小，筹资活动前现金流转为净流入。考虑到公司未来投资规模较大，公司未来融资需求仍较高。

表 10　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	37.21	24.09
经营活动现金流出小计	40.47	22.02
经营活动现金流量净额	**-3.26**	**2.08**
投资活动现金流入小计	2.04	1.17
投资活动现金流出小计	2.78	0.50
投资活动现金流量净额	**-0.73**	**0.67**
筹资活动前现金流量净额	**-4.00**	**2.75**
筹资活动现金流入小计	27.17	7.64
筹资活动现金流出小计	21.38	9.00
筹资活动现金流量净额	**5.78**	**-1.36**
现金收入比	136.01	89.30

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流入量较上年下降 35.25%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 12.28 亿元，主要为公司商品房和保障房项目销售收到的现金。同期，受收到的往来款有所下降影响，公司收到的其他与经营活动有关的现金较上年下降 37.74%至 11.82 亿元。2020 年，公司经营活动现金流出量较上年下降 45.60%。其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金较上年下降 36.03%至 11.59 亿元，主要是公司支付当年代建工程施工成本及商品房和保障房项目的开发成本；公司支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款和经营费用，2020 年为 9.63 亿元，较上年下降 55.16%。受益于项目投入及往来款减少，2020 年，公司经营活动现金净流量由上年的净流出转为小幅净流入。2020 年，公司现金收入比同比下降 46.71 个百分点，收现质量明显下降，主要系 2020 年未收到代建业务结算资金所致。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入及流出规模仍较小。2020 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 0.67 亿元。

筹资活动方面，2020 年，受项目投入规模及偿还债务规模下降影响，公司筹资活动现金流入及流出规模较上年均大幅下降，公司筹资

活动现金流量由上年的净流入转为小幅净流出。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力强，长期偿债能力一般，考虑到公司作为滕州市重要的基础设施和保障房建设主体，继续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

表 11 公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	2019 年（末）	2020 年（末）
短期偿债能力指标		
流动比率	347.46	309.88
速动比率	117.84	117.65
现金短期债务比	3.75	1.66
长期偿债能力指标		
EBITDA 利息倍数	1.00	0.99
全部债务/EBITDA	19.72	16.30

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，公司流动比率和现金短期债务比较年初均有所下降，速动比率较年初变化不大。若剔除受限货币资金，公司现金短期债务比降至 1.52 倍。公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 2.77 亿元，较上年增长 24.62%，主要由计入财务费用的利息支出（占 8.23%）和利润总额（占 89.11%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数较上年变化不大，全部债务/EBITDA 较上年有所下降。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年末，公司获得金融机构授信额度为 34.23 亿元，其中未使用额度 0.77 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2020 年末，公司无重大未决诉讼和仲裁事项。

截至 2020 年末，公司对外担保余额 12.88 亿元，对外担保比率为 25.63%。公司对外担保单位均为滕州市国有企业，经营状态正常，或有负债风险相对可控。

表 12 截至 2020 年末公司对外担保情况

（单位：万元）

单位名称	担保金额	担保期限
山东古滕建筑安装工程有限公司	3950.00	2019/06－2022/06
滕州市民泰市政工程有限公司	1600.00	2020/11－2021/11
滕州市凯盛园林绿化有限公司	1600.00	2020/11－2021/11
滕州市民泰市政工程有限公司	1000.00	2019/12－2021/11
滕州市凯盛园林绿化有限公司	400.00	2019/12－2021/11
滕州市荆善园林建设工程有限公司	500.00	2020/09－2021/09
滕州市工业资产运营有限公司	30000.00	2019/06－2034/06
滕州市城市建设综合开发公司	10000.00	2019/02－2024/02
山东天行健置业有限公司	28000.00	2020/07－2023/07
滕州市城市建设综合开发公司	8000.00	2020/08－2024/08
山东新兴置业有限公司	15000.00	2020/12－2022/12
滕州市远大安装装璜有限责任公司	3950.00	2019/06－2022/06
滕州市中远建设有限公司	13000.00	2019/09－2022/09
滕州市中远建设有限公司	2000.00	2020/12－2022/12
滕州市远泰装饰有限公司	3950.00	2019/06－2022/06
滕州市中发市政工程有限责任公司	3950.00	2019/08－2022/08
微山湖湿地集团有限公司	1900.00	2020/01－2021/10
合计	**128800.00**	--

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

公司收入主要来自于母公司，母公司对子公司的控制力度强。公司资产和负债主要集中于母公司，母公司债务负担适中。

公司主营业务主要由母公司运营，其中 2020 年母公司营业收入占合并营业收入的 90.51%。公司子公司基本通过投资设立产生，母公司对子公司管控力度强。

截至 2020 年末，母公司资产总额为 113.70 亿元（占合并资产总额的比重为 90.21%），较年初增长 2.30%。截至 2020 年末，母公司货币资金为 8.22 亿元，占合并货币资金的比重为 62.61%。

截至 2020 年末，母公司所有者权益为 46.43 亿元，较年初增长 4.42%。

截至 2020 年末，母公司负债总额 67.27 亿元（占合并负债总额的比重为 88.77%），较年初增长 0.88%。母公司全部债务 42.81 亿元（占合并全部债务的比重为 94.70%），其中短期债务 7.54 亿元。截至 2020 年末，母公司资产负债率为 59.16%，全部债务资本化比率为 47.97%，现金短期债务比为 1.12 倍。

2020 年，母公司营业收入为 12.45 亿元，利润总额为 2.51 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续债券的短期偿债压力较小。

截至本报告出具日，因“19滕投01”尚处于转售期，假设其转售成功，债券余额为10.00亿元，公司存续债券余额共13.60亿元。若考虑行权情况，截至本报告出具日，公司将于2021年到期的债券余额为2.00亿元，于2023年的存续债券待偿本金为10.00亿元，达到峰值。截至2020年末，公司现金类资产13.63亿元；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为24.09亿元、2.08亿元和2.77亿元。公司对存续债券保障情况如下表：

表 13　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	保障情况
2020 年末一年内到期债券余额（截至本报告出具日）	2.00
未来待偿债券本金峰值	10.00
2020 年末现金类资产/一年内到期债券余额	1.00
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.41
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.21
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.28

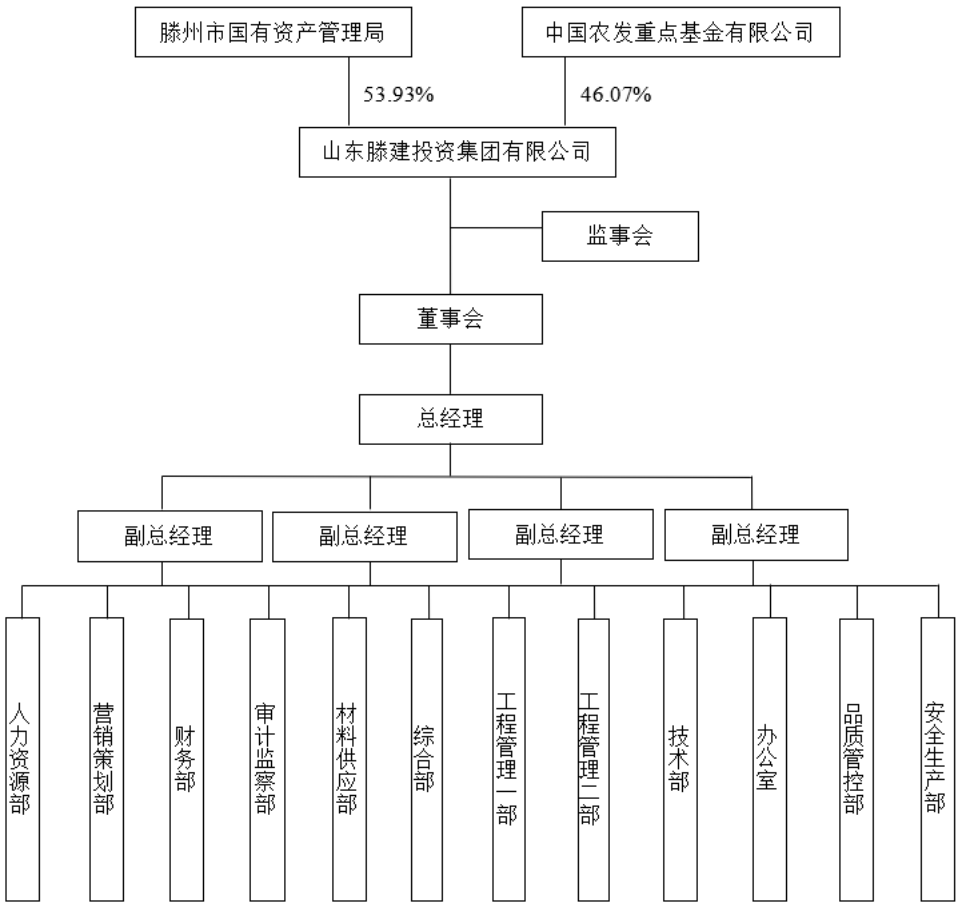
资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强；经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力强，公司经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力弱，仍面临一定集中兑付压力。

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，维持“15 滕建投债/PR 滕建债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年末公司股权结构图及组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年末公司子公司情况

子公司名称	经营范围	取得方式	持股比例（%）	
			直接	间接
山东滕建投资集团汇鑫置业有限公司	房地产开发	设立	100.00	0.00
山东滕建投资集团兴唐工程有限公司	工程建筑	设立	100.00	0.00
山东兴滕置业有限公司	房地产开发	设立	100.00	0.00
山东人和商业管理有限公司	物业服务	设立	100.00	0.00
滕州旺禾园林工程有限公司	园林绿化工程施工	设立	100.00	0.00
滕州市地景建设投资有限责任公司	园林绿化及项目建设投资	设立	100.00	0.00
滕州市兴滕建筑科技发展有限公司	建材销售及室内装饰装修	设立	0.00	100.00
滕州博诚路桥建设工程有限公司	城市道路、桥梁等工程建设	设立	100.00	0.00
山东滕建投资集团兴建搬迁咨询服务有限公司	搬迁咨询服务、拆迁效益分析	设立	100.00	0.00
山东明建融资性担保有限公司	贷款担保	非同一控制	85.24	14.76

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	9.96	11.95	13.63
资产总额（亿元）	102.64	122.58	126.04
所有者权益（亿元）	46.37	48.28	50.26
短期债务（亿元）	9.22	3.19	8.23
长期债务（亿元）	26.01	40.69	36.98
全部债务（亿元）	35.23	43.88	45.21
营业收入（亿元）	17.04	13.41	13.75
利润总额（亿元）	2.34	2.06	2.47
EBITDA（亿元）	2.46	2.23	2.77
经营性净现金流（亿元）	6.18	-3.26	2.08
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.66	1.74	1.36
存货周转次数（次）	0.20	0.15	0.16
总资产周转次数（次）	0.17	0.12	0.11
现金收入比（%）	67.58	136.01	89.30
营业利润率（%）	10.07	11.55	10.79
总资本收益率（%）	2.34	2.14	2.31
净资产收益率（%）	3.90	3.96	3.94
长期债务资本化比率（%）	35.94	45.74	42.39
全部债务资本化比率（%）	43.18	47.62	47.36
资产负债率（%）	54.83	60.62	60.13
流动比率（%）	323.49	347.46	309.88
速动比率（%）	84.33	117.84	117.65
经营现金流动负债比（%）	20.60	-9.74	5.36
现金短期债务比（倍）	1.08	3.75	1.66
EBITDA 利息倍数（倍）	1.15	1.00	0.99
全部债务/EBITDA（倍）	14.34	19.72	16.30

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	6.63	6.92	8.48
资产总额（亿元）	96.27	111.15	113.70
所有者权益（亿元）	42.48	44.47	46.43
短期债务（亿元）	7.49	2.44	7.54
长期债务（亿元）	26.01	38.07	35.27
全部债务（亿元）	33.50	40.50	42.81
营业收入（亿元）	13.13	11.10	12.45
利润总额（亿元）	2.26	2.28	2.51
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	6.09	-3.72	0.94
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.37	1.27	1.40
存货周转次数（次）	0.21	0.17	0.19
总资产周转次数（次）	0.14	0.11	0.11
现金收入比（%）	72.66	107.64	62.84
营业利润率（%）	10.28	14.36	9.89
总资本收益率（%）	2.29	2.34	2.20
净资产收益率（%）	4.09	4.47	4.23
长期债务资本化比率（%）	37.97	46.12	43.17
全部债务资本化比率（%）	44.09	47.66	47.97
资产负债率（%）	55.87	59.99	59.16
流动比率（%）	309.63	348.90	320.20
速动比率（%）	119.63	147.49	145.00
经营现金流动负债比（%）	22.12	-13.04	2.94
现金短期债务比（倍）	0.89	2.84	1.12
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2. 因母公司财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”表示
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1．本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2．联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3．联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4．联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5．任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。