

信用等级公告

联合[2015] 571 号

联合资信评估有限公司通过对山东滕建投资集团有限公司及其拟发行的 2015 年公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

山东滕建投资集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

2015 年山东滕建投资集团有限公司

公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年五月十四日



2015 年山东滕建投资集团有限公司

公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 8 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期第 3、4、5、6、7 个计息年度末每年偿还发行总额的 20%

发行目的: 用于解放东路棚户区改造保障性安居工程建设

评级时间: 2015 年 5 月 14 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	27.43	51.57	57.05
所有者权益(亿元)	9.94	31.03	34.63
长期债务(亿元)	5.25	7.45	12.50
全部债务(亿元)	12.15	9.08	12.98
营业收入(亿元)	2.81	12.78	14.98
利润总额(亿元)	1.56	2.97	3.39
EBITDA(亿元)	1.57	2.99	3.43
经营性净现金流(亿元)	-5.56	1.84	-2.99
营业利润率(%)	14.41	14.34	17.11
净资产收益率(%)	15.06	8.36	7.95
资产负债率(%)	63.78	39.84	39.31
全部债务资本化比率(%)	55.01	22.64	27.26
流动比率(%)	220.95	390.76	571.18
全部债务/EBITDA(倍)	7.75	3.03	3.79
EBITDA 利息倍数(倍)	2.68	4.93	4.25
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.20	0.37	0.43

分析师

刘秀秀 霍正泽

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对山东滕建投资集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为滕州市重要的保障房建设主体,并承担部分基础设施建设任务,滕州市政府在资金注入、代建项目回购及政府补助等多方面给予公司有力的支持。联合资信同时关注到公司代建项目现金回流弱、商品房项目易受政策影响等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

未来随着滕州市经济的不断发展和财政实力的不断增强,公司保障房和基建业务板块可得到稳定发展,联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置分期等额偿还条款,有效降低了本金集中偿付压力;滕州市政府配备两块土地未来的出让净收益作为本期债券偿债资金来源,本期债券到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 山东省滕州市经济稳定增长,财政实力较强,为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 滕州市政府在资金注入、代建项目回购及政府补助等多方面给予了公司有力的支持。
3. 本期债券设置分期还款安排,有效降低了公司的集中偿付压力。滕州市政府配备两块土地未来的出让净收益作为本期债券偿债资金来源,为其偿还提供有力保障。

关注

1. 公司商品房项目未来易受政策影响,经营具有一定的不确定性。
2. 公司代建项目按工程进度确认收入,公司在确认收入的同时未实现现金回流,未确

认应收账款，相关成本及毛利在存货中予以反应；公司存货规模较大，资产流动性较弱。

3. 公司在建项目未来投资规模较大，对外融资压力上升。
4. 本期债券对公司整体债务规模影响大，滕州市政府为本期债券偿还配备的两块土地未来出让时间存在一定的不确定性，可能与本期债券本息偿付时间不匹配。

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）与山东滕建投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东滕建投资集团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，未因山东滕建投资集团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山东滕建投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2015 年山东滕建投资集团有限公司公司债券信用等级自本期公司债券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

山东滕建投资集团有限公司（以下简称“公司”）系经滕州市政府批准成立的国有独资公司，于 2009 年 11 月 18 日由滕州市国有资产管理局（以下简称“滕州市国资局”）出资组建，公司初始注册资本为 5000 万元。截至 2014 年底，公司注册资本为 10006 万元，实收资本为 10006 万元，其中滕州市国资局以货币出资 10006 万元，出资比例为 100%，是公司的唯一股东，公司实际控制人为滕州市政府。

公司是滕州市重要的保障房建设主体，并承担部分基础设施建设任务，主要承担滕州市城乡建设的项目投融资业务；负责市政府指令性城市基础设施项目的开发建设；盘活、管理和经营政府授权的房地产业务，确保国有资产保值增值。

公司经营范围：项目投资；城镇基础设施建设与投资；房地产开发经营与营销策划；物业管理；装饰材料销售。

公司目前下设人力资源部、营销策划部、财务部、审计监察部、材料供应部、综合部、工程管理一、二部、技术部、办公室、信息中心和保安部等合计十二个职能部门。截至 2014 年底，公司合并范围的子公司合计九家，主要涉及的业务包含工程建设、房地产开发与销售等。

截至 2014 年底，公司资产总额 57.05 亿元，所有者权益 34.63 亿元；2014 年，公司实现营业收入 14.98 亿元，利润总额 3.39 亿元。

公司注册地址：山东省滕州市善国北路 77 号；法定代表人：马培安。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司拟于 2015 年发行 8 亿元公司债券（以下简称“本期债券”），本期债券为 7 年期固

定利率债券，设提前偿还条款，自债券发行后第 3 个计息年度起，每年按照债券发行总额的 20% 等额偿还债券本金。本期债券采用单利按年计息，每年付息一次。

本期债券无担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金 8 亿元，全部用于解放东路棚户区改造保障性安居工程项目。

表 1 募集资金使用分配表（单位：亿元、%）

募投项目名称	总投资	拟使用募集资金	占总投资额比例
解放东路棚户区改造保障性安居工程	21.67	8	36.92

资料来源：公司提供

解放东路棚户区改造保障性安居工程

滕州市解放东路棚户区改造保障性安居工程项目位于滕州市城区东部，东起荆河西岸，西至塔寺路建设，该项目总建筑面积 600758 平方米，地上总建筑面积 519966 平方米，地下建筑面积 80792 平方米。

该项目计划总投资 216705.13 万元。本期债券募集资金 8 亿元，全部投入该项目，占项目总投资的 36.92%，其余资金由公司自筹解决。该项目建设工期 30 个月，于 2014 年 3 月开工，截至 2014 年底，已累计完成投资额 4.80 亿元，占项目总投资的比例为 22.15%。

该项目已获得滕州市发展和改革委员会、滕州市环境保护局、滕州市规划局和滕州市国土资源局等部门批准，具体批文如表 2 所示。

表 2 募投项目批复文件

出文单位	文件名称	文号
滕州市发展和改革委员会	关于山东滕建投资集团有限公司解放东路棚户区改造保障性安居工程项目的批复意见	滕发改字[2013]171 号
滕州市环境保护局	关于山东滕建投资集团有限公司解放东路棚户区改造保障性安居工程项目环境影响报告书的批复	滕环行审字[2013]13 号

滕州市发展和改革委员会	关于山东滕建投资集团有限公司解放东路棚户区改造保障性安居工程项目节能报告书的审查意见	滕发改能审书[2013]27号
滕州市规划局	建设用地规划许可证	地字第370481201300037号
滕州市规划局	建设工程规划许可证	建字第370481201310031号
滕州市国土资源局	土地使用证	滕国用[2013]第034号

资料来源：公司提供

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

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

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。

全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

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

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

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市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物质基础，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，全国各地城建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。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理

模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

(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。

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。

(3) 中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加,中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2014年全年,全国固定资产投资总额完成512761万亿元,比上年名义增长15.3%,扣除价格因素,实际增长14.7%。其中,固定资产投资(不含农户)502005亿元,增长15.7%;农户投资10756亿元,增长2.0%。东部地区投资206454亿元,比上年增长15.4%;中部地区投资124112亿元,增长17.6%;西部地区投资129171亿元,增长17.2%;东北地区投资46096亿元,增长2.7%。在固定资产投资(不含农户)中,第一产业投资11983亿元,比上年增长33.9%;第二产业投资208107亿元,增长13.2%;第三产业投资281915亿元,增长16.8%。

截至2014年,中国城镇化率为54.77%,较上年提高1.04个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则,遵循城市发展客观规律,以大城市为依托,以中小城市为重点,逐步形成辐射作用大的城市群,促进大中小城市和小城镇协调发展,是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度,增强农村发展活力,从而逐步缩小城乡差距,促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制,着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化,促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置,形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看,基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证,是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件,全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而

地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济环境和地方财力

滕州位于山东省南部，属于百强县之一，总面积1485平方公里，辖17个镇、4个街道，1246个行政村居，总人口170万，是山东省人口最多的县级市。区位优势，交通便利，地处淮海经济区和山东西部经济隆起带中心位置，104国道、京台高速公路、京沪铁路、京沪高速铁路和京杭大运河五大交通动脉穿境而过、纵贯南北。京沪高铁建成通车后，滕州成为全线三个、山东省设立高铁站的县级市，到北京、上海的时间都仅需两个半小时，使滕州进一步融入了长三角经济圈、京津冀经济圈。

近年来滕州市经济持续快速发展，综合实

力显著提升。2012~2014年，全市地区生产总值分别实现830.85亿元、902.64亿元和981.75亿元，年复合增长8.70%。地方财力方面，2012~2014年，滕州市全年公共财政预算收入分别为54.37亿元、61.01亿元和64.07亿元，三年复合增长8.55%，以税收收入为主，三年分别为42.00亿元、47.83亿元和51.26亿元。2014年，公共财政预算支出76.70亿元，同比增长6.28%，公共财政预算支出大于公共财政预算收入。非税收入以国有资本经营收入和行政事业性收费为主，2014年滕州市非税收入为12.81亿元；滕州市转移支付和税收返还收入较大，且呈现逐年增长趋势，2014年为26.18亿元，占地方综合财力的18.39%；2014年，国有土地使用权出让收入有小幅下滑，但仍是地方综合财力的重要组成部分，为50.66亿元，占比35.60%，该部分收入的实现受滕州市土地出让进度、城市建设规划及房地产市场发展等因素影响较大，未来存在一定的不确定性。

表3 2012~2014年滕州市财政收入情况（单位：万元、%）

地方财力项目	2012年	2013年	2014年	变动率
（一）地方公共财政预算收入	543700	610086	640678	8.55
1、税收收入	420000	478313	512602	10.48
2、非税收入	123700	131773	128076	1.75
（二）转移支付和税收返还收入	226515	238485	261757	7.50
1、一般性转移支付收入	97526	124164	154326	25.79
2、专项转移支付收入	102049	87381	80491	-11.19
3、税收返还收入	26940	26940	26940	0.00
（三）国有土地使用权出让收入	334828	579454	506619	23.01
1、国有土地使用权出让金	329475	574967	479537	20.64
2、国有土地收益基金	5253	4309	25525	120.43
3、农业土地开发资金	100	178	1557	294.59
（四）预算外财政专户收入	14829	16201	14194	-2.16
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1119872	1444226	1423248	12.73

资料来源：滕州市财政局提供

截至2013年底，滕州市地方债务余额62.77亿元，全部为直接债务。结合2013年滕

州市综合财力计算，滕州市政府债务率43.46%，整体债务负担较轻。

表4 2013年滕州市政府债务构成和综合财力统计（单位：万元）

地方债务（截至2013年底）	金额	地方财力（2013年度）	金额
（一）直接债务余额	627689	（一）地方一般公共预算收入	610086
1、外国政府贷款		1、税收收入	478313
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	131773
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	238485
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	124164

(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	87381
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	26940
3、国债转贷资金		(三) 国有土地使用权出让收入	579454
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	574967
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	4309
6、国内金融机构借款	429568	3、农业土地开发资金	178
(1) 政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	429568	(四) 预算外财政专户收入	16201
7、债券融资	100000		
(1) 中央代发地方政府债券			
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	100000		
8、粮食企业亏损挂账	270		
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	97851		
(二) 担保债务余额			
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			
(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			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额 = (一) + (二) × 50%	627689	地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)	1444226
债务率 = (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%			43.46%

资料来源：公司提供

总体看，滕州市地区经济不断发展，地方综合财力以公共财政预算收入和国有土地使用权出让收入为主，同时，联合资信关注到2014年滕州市土地出让收入小幅下滑导致地方综合财力下降，财力规模尚可。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，公司注册资本10006万元，滕州市国资局持有公司100%股权，公司实际控制人为滕州市政府。

2. 企业规模

公司是滕州市重要的保障房建设主体，并承担部分基础设施建设任务，此外，滕州市另外一个重要的政府投融资平台为滕州市城市国有资产经营有限公司（以下简称“滕州国资”），已于公开债券市场募集过资金。两公司业务侧重点不同，滕州国资主要负责土地一级开发、城市基础设施投融资建设并进行国有资

产的经营管理。

3. 人员素质

截至2013年底，公司高级管理人员包括董事长兼总经理1人、副总经理3人和财务总监1人，共5人。

公司董事长兼总经理马培安先生，1971年出生，大专学历；历任滕州市城市建设综合开发公司副经理，滕州市房地产管理局党总支副书记、局长助理，滕州市房屋征收与补偿办公室副书记、副主任等职；2014年3月起任公司董事长、总经理及法定代表人。

截至2014年底，公司拥有职工159人，从学历程度看，本科及以上学历28人，大专学历73人，大专及以下学历58人；从年龄构成看，30岁以下的104人，30~50岁的49人，50岁以上的6人；按职称划分，高级职称的7人，中级职称的27人，初级职称的85人。

总体看，公司高层领导具有丰富的管理经验，公司员工年龄结构合理，能够基本满足公司发展需求。

4. 外部支持

保障房项目和基建项目收购

针对公司每个代建项目，滕州市住房和城乡建设局分别与公司签订工程代建协议书，委托公司作为项目的投资主体，在项目建设完工并经竣工验收合格后移交给滕州市住建局。项目建设过程中，滕州市住建局每年按照工程进度确认公司回购收入，每个代建项目的投资回报单独确定，但均约在 15% 以上。

资金和资产注入

2012 年，根据滕财综指[2012]5 号、滕非税指字[2012]230 号和滕非税指字[2012]292 号文件，滕州市财政局注入公司（含子公司）资金合计 1.42 亿元，计入公司资本公积。

2013 年，根据滕非税指字[2013]42 号、滕非税指字[2013]12 号、滕非税指字[2013]231 号、滕非税指字[2013]141 号和滕非税指字[2013]291 号文件，滕州市财政局注入公司（含子公司）资金合计 14.45 亿元，计入公司资本公积。同时，2013 年，滕州市国资局根据滕国资[2013]20 号及滕国资[2013]21 号文件将山东兴滕置业有限公司及滕州市地景建设投资有限公司股权无偿划拨给公司，分别形成资本公积 1.00 亿元和 3.05 亿元。

2014 年，根据滕非税指字[2014]341 号文件，滕州市财政局注入子公司滕州市地景建设投资有限公司资金 0.85 亿元，计入公司资本公积。

政府补贴

2012~2014 年，滕州市财政局分别向公司拨付 1.35 亿元、1.50 亿元、0.87 亿元城建项目政府补贴资金，计入营业外收入。上述资金、资产注入和补贴收入的现金流均计入公司“收到其他与经营活动有关的现金”。

总体来看，公司获得滕州市政府在资产注入、代建项目收购和财政补贴等多方面的支持，为公司可持续发展提供了保障。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据《公司章程》，公司不设股东会，由公司股东滕州市国资局行使职权；公司设董事会，成员为五人，由股东任命产生，董事任期三年，任期届满，可连任，董事会设董事长一人，董事会主要负责决定公司经营计划、投资方案、年度财务预决算方案、利润分配方案以及公司的基本管理制度等；公司设立监事会，成员为五人，其中，职工代表四名，由职工代表大会选举产生，监事的任期每届为三年，任期届满，可连任，监事主要负责检查公司财务并对董事、经理、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督；公司设总经理一名，由董事会提名聘任，总经理对董事会负责，总经理主要负责主持公司的生产经营管理工作、实施公司年度经营计划和投资方案等。

总体看，公司法人治理结构基本满足目前经营需要。

2. 管理水平

公司下设人力资源部、营销策划部、财务部、审计监察部、材料供应部和工程管理一、二部等合计 12 个职能部门。

公司依据《公司法》、《公司章程》及相关法律法规要求，结合公司实际状况和特点，建立和完善了各项管理制度，保障了公司有效的内部控制和稳定运行，有效提升了管理水平。

在财务管理方面，公司根据国家有关法律、法规及建设局财务制度，结合公司具体情况，制定了《财务管理制度》，制度中对财务机构与会计人员、会计核算原则及科目、资金、现金、费用管理、办公用具、用品购置与管理及其他事项等方面做出明确规定；明确规定了会计核算原则，规范了会计凭证、会计账簿和会计报告的处理程序。公司还明确了会计人员的岗位职责，制定了凭证流转程序。公司的会计核算体系健全、制度完善，符合相关法律法规

规定的规定。

在对外担保方面，公司根据《中华人民共和国公司法》（简称《公司法》）、《中华人民共和国担保法》（简称《担保法》）、《上海证券交易所股票上市规则》等有关规定和《公司章程》并结合公司实际情况制定了《对外担保制度》；该制度在管理、对象、调查、审批权限与审查程序、合同、监控、子公司对外担保等各方面做出规定，明确了公司对外担保的原则及相关流程、制度，有效的加强了公司对外担保的管控能力。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是滕州市重要的保障房建设主体，并承担部分基础设施建设任务，主要负责相应的投融资任务和项目建设管理。

2012~2014 年，公司营业收入逐年增长，分别为 2.81 亿元、12.78 亿元和 14.98 亿元，主要为代建收入，包括保障房代建业务收入和基础设施代建业务收入两部分，代建业务收入在公司主营业务收入中占比分别为 100%、99.40%和 46.67%，2014 年该板块业务收入占比大幅下降，主要系 2014 年公司新增商品房

销售收入 7.78 亿元所致；由于 2012 年公司着力办理天时嘉苑地利华庭小区保障房项目的前期审批手续，导致项目开工较少，2012 年公司代建业务收入规模较小，2013 年，随着天时嘉苑地利华庭小区项目的全面开展，公司代建收入大幅增长；2013 年，公司新增物业服务收入和施工收入，其中，物业板块收入规模较小，未来随着保障房建设的不断推进，物业服务收入可实现不断增长；近两年，施工业务板块收入分别为 756.86 万元和 2107.40 万元，2014 年增幅较大，主要系 2013 年动工项目较多所致。

毛利率方面，近三年，公司主营业务毛利率分别为 14.98%、14.96%和 20.50%，2012 年和 2013 年毛利率水平波动较小，主要由于代建业务确认方式一致：滕州市住房和城乡建设局与公司签订的工程代建协议书约定了每个项目会支付公司合理的投资回报，且各项目投资回报收益基本一致，2014 年公司综合毛利率增长 5.54 个百分点，主要由于新增的商品房销售板块毛利率水平较高所致；由于公司建设的保障房多为回迁安置房，2013 年新增的物业服务业务表现为亏损，毛利率为-22.42%，盈利能力弱；2014 年，公司施工业务毛利率同比大幅下降 10.86 个百分点，主要系当期结转的收入和成本存在一定程度的不匹配所致。

表 5 2012~2014 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建业务	28072.01	100.00	14.98	127072.96	99.40	14.99	69911.16	46.67	15.16
物业服务	--	--	--	16.49	0.01	-22.42	2.60	0.00	100.00
施工业务	--	--	--	756.86	0.59	11.72	2107.40	1.41	0.86
商品房销售	--	--	--	--	--	--	77783.92	51.92	25.83
合计	28072.01	100.00	14.98	127846.31	100.00	14.96	149805.07	100.00	20.50

资料来源：公司审计报告

2. 代建业务

公司代建业务包括保障房代建业务和基础设施代建业务两部分。公司代建业务模式主要是针对每个代建项目，滕州市住房和城乡建设局（以下简称“滕州市住建局”）分别与公

司签订工程代建协议书，委托公司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移交给滕州市住建局。项目建设过程中，滕州市住建局每年按照工程进

度确认公司回购收入，全部的回购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，但均约在 15% 以上。

截至 2014 年底，滕州市住建局已与公司签订委托代建协议的保障房项目主要包括：天时嘉苑地利华庭小区、东沙河片区项目、滨湖观湖社区项目和解放东路棚户区改造保障性安居工程，四个项目的总回购金额分别为 23.53 亿元、4.16 亿元、4.31 亿元和 25.49 亿元；滕州市住建局已与公司签订委托代建协议的基建项目主要包括：解放路荆河大桥项目、滕州市市政及新农村建设项目和滕州市市政建设项目等，三个项目的总回购金额分别为 2.51 亿元、0.19 亿元和 1.84 亿元，其中，滕州市市政及新农村建设项目主要包括文化路、杏坛路和两河景观等项目；滕州市市政建设项目主要包括五处湿地公园工程、红荷旅游路工程、京台高速出入口绿化工程、城区第三污水处理厂工程和杏坛广场工程等。

账务处理方面，公司代建的保障房和基础

设施建设项目成本支出计入“存货—工程施工”，由于公司代建项目按工程完工进度确认收入，根据“企业会计准则—建造合同”，公司在确认代建收入时，贷记“主营业务收入”，借记“主营业务成本”，同时借记“存货—工程施工—毛利”，后续待工程竣工决算时，贷记存货。由于公司代建项目按工程完工进度确认收入，竣工决算后才会实现现金回流，公司不确认应收账款，而在“存货”中予以反映，导致公司代建项目前期垫资压力较大。

截至 2014 年底，公司保障房项目计划总投资合计 48.88 亿元，已投资 21.74 亿元，累计已发生工程毛利 3.83 亿元计入存货；截至 2014 年底，公司基建项目计划总投资合计 3.84 亿元，已投资 2.85 亿元，累计已发生工程毛利 0.48 亿元计入存货，其中，解放路荆河大桥项目已完工，2014 年收到工程结算资金 5000 万元，此为近三年公司代建项目全部的现金回流。总体来看，公司委托代建业务未来尚需投资的金额为 28.12 亿元，投资规模较大。

表 6 截至 2014 年底公司委托代建项目情况（单位：万元）

项目	项目名称	计划总投资金额	总回购金额	累计已投资金额	累计已发生工程毛利	未来尚需投资金额
保障房项目	天时嘉苑地利华庭小区项目	200000.00	235279.00	141554.14	24969.44	58445.86
	东沙河片区项目	35372.60	41604.00	13382.04	2357.44	21990.56
	滨湖观湖社区项目	36693.29	43138.00	14429.32	2552.79	22263.97
	解放东路棚户区改造保障性安居工程	216705.13	254893.00	48025.63	8463.10	168679.5
	小计	488771.02	574914	217391.13	38342.77	271379.89
基建项目	解放路荆河大桥项目	21759.55	25090.00	21759.55	3330.45	0.00
	滕州市市政及新农村建设项目	1655.00	1937.00	1606.05	273.66	48.95
	滕州市市政建设项目	14959.00	18412.00	5150.57	1,188.79	9808.43
	小计	38373.55	45439	28516.17	4792.9	9857.38
	合计	527144.57	620353	245907.3	43135.67	281237.27

资料来源：公司提供

3. 房地产业务

公司在承担保障房建设任务的同时，进行了一些商品房项目的开发和建设，包括龙泉首府项目、人和蓝湾项目和荷塘月色小镇项目，主要依赖项目自身销售收入来实现资金平衡。2012 年，商品房预售较少，预售金额主要体现在 2013 年，结转收入于 2014 年开始体现，2014

年，公司确认商品房销售收入 7.78 亿元（全部为人和蓝湾项目），截至 2014 年底，公司尚未结转收入的预收商品房金额为 2.79 亿元，其中，龙泉首府项目 2.77 亿元，人和蓝湾项目 0.02 亿元，截至 2014 年底，荷塘月色小镇项目尚未实现预售。

公司保障房和商品房项目建设用地均通

过招拍挂取得，土地性质均为出让，计入存货。存货中土地合计 13.33 亿元，其中，开发成本中土地 6.10 亿元，为商品房项目用地，工程施工中土地 7.23 亿元，为保障房项目用地。

截至 2014 年底，公司商品房项目计划总投资 34.15 亿元，已完成投资 13.52 亿元，总

建筑面积 139.70 万平方米，2014 年已结转商品房销售收入 7.78 亿元，未来投资项目主要为龙泉首府和荷塘月色小镇项目。

未来，公司商品房项目的销售进度及价格受政策和房地产行业发展影响较大，存在一定的不确定性。

表 7 截至 2014 年底公司房地产开发项目情况（单位：万元、平方米）

项目名称	计划总投资金额	已投资金额	总建筑面积	2014 年已结转收入	尚未确认收入的预收款	计划完工时间
龙泉首府	131288.65	56588.50	394405.00	--	27714.01	2015.12
人和蓝湾	109870.00	59252.80	439606.00	77783.92	222.28	2015.4
荷塘月色小镇	100368.00	19335.03	563023.00	--		2015.12
合计	341526.65	135176.33	1397034.00	77783.92	27936.29	--

资料来源：公司提供

4. 物业服务

公司物业服务业务主要由子公司山东滕建投资集团善国物业有限公司（以下简称“善国物业公司”）负责，定位主要是对公司开发的保障房和商品房项目进行物业管理，由于善国物业公司尚处于前期发展阶段，规模较小，管理的小区仅为东沙河片区项目，2013 年和 2014 年，该板块收入 16.49 万元和 2.60 万元，占主营业务收入的比重很小，2014 年善国物业公司将东沙河片区项目交由村民自治管理，所以剥离了对该小区的物业管理业务，收入规模下降；因 2013 年管理项目为保障房，收取的物业管理费较低，导致公司 2013 年物业服务板块毛利率为负。

5. 施工业务

公司施工业务板块主要由子公司山东滕建投资集团兴唐工程有限公司（以下简称“兴唐工程公司”）负责，主要业务是承接一些小型配套桩基工程施工，承接的项目包括汇龙·和谐康城桩基工程、和家园工程、蚌埠桩基工程和墨香圣府桩基工程等，2013 年和 2014 年，该板块实现收入 756.86 万元和 2107.40 万元，2014 年增幅较大，主要系 2013 年兴唐工程公司动工项目较多所致；近两年，毛利率分别为 11.72% 和 0.86%，2014 年大幅下降主要系当期

结转的收入和成本存在一定程度的不匹配所致。

6. 未来发展

公司是滕州市重要的保障房建设主体，并承担部分基础设施建设任务，在滕州市建设和发展中具有重要地位。未来，公司委托代建项目投资金额为 28.12 亿元，在建商品房项目未来投资主要为龙泉首府项目和荷塘月色小镇项目，公司未来存在一定的对外筹资压力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。

截至 2014 年底，公司纳入合并范围的子公司共计 9 家；其中，2013 年新纳入两家子公司，分别为山东兴滕置业有限公司和滕州市地景建设投资有限责任公司，以上两家公司均由滕州市国资局无偿划拨至公司，两家公司规模较小，对财务数据可比性影响较小。2014 年新纳入一家子公司，为子公司山东兴滕置业有限公司出资设立的全资子公司山东兴腾建筑科技发展有限公司，公司规模较小。

截至 2014 年底，公司资产总额 57.05 亿元，

所有者权益34.63亿元；2014年，公司实现营业收入14.98亿元，利润总额3.39亿元。

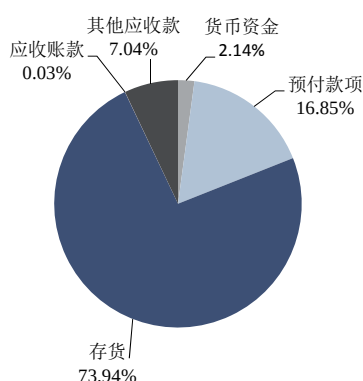
2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额快速增长，年均增长44.21%。截至2014年底，公司资产总额57.05亿元，以流动资产为主，占比99.38%。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产年均增长44.75%，2014年底为56.70亿元，较2013年底增长10.80%，主要系存货和预付款项大幅增长所致。2014年底公司流动资产主要由其他应收款、存货和预付款项构成。

图1 2014年底公司流动资产结构图



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司预付款项年均增长79.77%；截至2014年底，公司预付款项9.56亿元，同比增长76.11%，主要系预付的建设工程款增加所致。

2012~2014年，公司其他应收款年均增长43.04%；截至2014年底，公司其他应收账面价值3.99亿元，同比下降55.06%，主要系滕州市财政局偿清2013年5.59亿元往来款项所致。从账龄上看，账龄在1年以内的占44.6%，1~2年占36.7%，3~4年占18.68%。从集中度来看，公司其他应收款前四名欠款单位（见下表）主要为山东明建融资担保股份有限公司、滕州市城市国有资产经营有限公司等，合计0.80亿元，

占其他应收款账面余额的19.80%，集中度较低，主要为往来款。2014年底，公司其他应收款账面余额4.05亿元，计提坏账准备0.06亿元，计提比例较低。

表8 截至2014年底公司其他应收款主要构成

（单位：万元、%）

欠款方	金额	占比	性质
山东明建融资担保股份有限公司	2883.51	7.11	往来款
滕州市城市国有资产经营有限公司	2145.00	5.29	往来款
中运顺通投资担保	1000.00	2.47	往来款
山东天行健置业有限公司	2000.00	4.93	往来款
合计	8028.51	19.80	--

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司存货年均增长48.55%；2014年底为41.92亿元，较上年底增长16.41%，主要系公司委托代建工程项目施工成本（2014年底占58.66%）和商品房项目施工成本增加所致。截至2014年底，公司存货中开发成本7.59亿元，主要为商品房项目及其所用土地，工程施工28.40亿元，主要为保障房项目及其所用土地、基建项目。存货中土地13.33亿元已全部用于抵押，存货未计提跌价准备。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产波动下降，年复合下降2.31%。截至2014年底，公司非流动资产0.35亿元，主要为长期股权投资（占89.74%）。

截至2014年底，公司长期股权投资0.32亿元，较上年底小幅增长0.19%，系对山东明建融资担保股份有限公司的长期股权投资增加所致。

总体看，公司资产以流动资产为主，流动资产中存货占比较大，主要为未竣工决算项目的工程施工款和土地；其他应收款集中度较低，其回收时间不确定；此外，由于公司代建项目按工程完工进度确认收入，竣工决算后才会实现现金回流，不确认应收账款，而在“存

货”中予以反映。公司整体资产质量一般，资产流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益年均增长86.69%，主要为资本公积及未分配利润的增长。截至2014年底，公司所有者权益合计34.63亿元，较上年底增长11.60%；近三年，公司收到滕州市财政局注入公司的资金和资产分别为1.52亿元、18.50亿元和0.85亿元，计入资本公积。2014年底，公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占2.89%、73.47%、2.12%和21.52%。

整体看，公司所有者权益中资本公积占比比较大，所有者权益稳定性较好。

负债

2012~2014年，公司负债总额快速增长，年均增长13.21%；截至2014年底，公司负债总额22.43亿元，其中流动负债和非流动负债分别占44.27%和55.73%。

2012~2014年，公司流动负债波动下降，年复合下降9.97%，截至2014年底，公司流动负债9.93亿元，较上年底减少24.20%，主要系预收款项减少所致。截至2014年底，公司流动负债主要由预收款项（占28.33%）、其他应付款（占41.45%）、应交税费（占11.23%）和应付账款（占14.15%）构成。

2012~2014年，公司预收账款波动增长，年均增长85.08%；截至2014年底，公司预收账款2.81亿元，较上年底下降58.10%，主要系①部分商品房预收款项于2014年确认收入；②当期商品房预售款项较去年同期有所下降所致。

2012~2014年，公司其他应付款波动增长，年复合增长1.80%。截至2014年底，公司其他应付款4.11亿元，较上年底增长14.70%，主要是应付鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司往来款1.75亿元和滕州市财政局0.89亿元往来款。

2012~2014年，公司非流动负债快速增长，年复合增长54.30%。截至2014年底，公司非流动负债12.50亿元，全部为长期借款，其中抵押借款和保证借款分别占84.00%和16.00%。

2012~2014年，公司全部债务波动增长，年均增长3.35%。截至2014年底，公司全部债务12.98亿元，其中，短期债务占3.70%，长期债务占96.30%，公司债务结构以长期债务为主。

2012~2014年，公司资产负债率不断下降，2014年底为39.31%，主要系公司所有者权益增长所致。从有息债务负担来看，2014年，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为27.26%和26.52%，均较上年上升，公司有息债务负担较上年有所增加。

总体看，目前公司整体债务负担较轻，债务结构以长期债务为主。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入快速增长，年均增长130.96%；2014年，公司实现营业收入14.98亿元，以商品房销售收入7.78亿元（占51.92%）和代建收入6.99亿元（占46.67%）为主。

2012~2014年，公司期间费用率分别为4.84%、2.04%和1.32%，呈下降趋势，主要系近年来公司收入规模快速增长所致。2014年，公司财务费用中的费用化利息支出较上年增长较多。

公司营业外收入以政府补助为主，2012~2014年，政府补助金额分别为1.35亿元、1.50亿元和0.87亿元，主要系市财政拨付的城建项目工程补贴资金。

2012~2014年，公司营业利润率分别为14.41%、14.34%和17.11%，盈利能力较为平稳，主要由于公司签订的委托代建项目投资回报比例基本一致，2014年，公司盈利能力有所增长，主要系新增商品房销售收入板块所致。2012~2014年，公司利润总额分别为1.56亿元、

2.97亿元和3.39亿元。

受滕州市政府对公司不断注入资金和资产，进而增加权益规模的影响，近三年，公司盈利指标不断下降，公司总资本收益率分别为9.43%、7.96%和7.41%，净资产收益率分别为15.06%、8.36%和7.95%。

总体看，公司收入规模不断增长，委托代建业务利润率稳定，同时，政府补贴对公司的利润形成有效的补充。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014年，公司经营现金流入量分别为3.64亿元、23.02亿元和10.70亿元，2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金较上年有所下降，为4.57亿元，主要系公司商品房项目预售收到的现金主要体现在2013年，并于2014年结转收入（7.78亿元），所以影响当期收入实现质量较差，同时考虑到公司代建项目是根据工程施工进度每年确认收入，但现金流入体现在项目竣工结算之后，近三年，公司现金收入比分别为27.54%、47.44%和30.50%，公司收现质量较差；公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为收到补贴收入、政府拨款及其他，2014年为6.13亿元，较2013年大幅下降，主要系2013年滕州市财政局对公司注入资金较多。公司购买商品、接受劳务支付的现金，主要为公司支付当年委托代建工程施工成本、土地款及商品房项目开发成本，2014年为12.63亿元；公司支付其他与经营活动有关的现金构成主要为管理费用和往来款。2012~2014年，公司经营活动现金流量净额分别为-5.56亿元、1.84亿元和-2.99亿元。

从投资活动看，2012~2014年，公司无投资活动现金流入；公司投资活动现金流出分别为3300.23万元、69.96万元和87.05万元，主要为购建固定资产、无形资产和取得子公司等支付的现金，规模较小。

2012~2014年，公司筹资活动产生的现金

净流量分别为7.06亿元、-4.48亿元和3.31亿元，其中，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金。2014年，公司筹资活动产生的现金流表现为净流入。

总体来看，受公司代建项目收入现金尚未流入影响，2014年，经营活动表现为净流出；投资活动规模较小；公司对外融资需求较大，筹资活动收到的现金保持一定规模。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2012~2014年，公司流动比率和速动比率呈不断上升趋势，三年均值分别为447.01%和122.34%，2014年底，公司流动比率和速动比率分别为571.18%和148.87%。2014年，受经营活动现金流量净额由正变负影响，公司经营现金流动负债比恶化，2014年为-30.13%。考虑到公司短期债务规模较小，总体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，近年来公司债务的增速低于EBITDA增速，公司全部债务/EBITDA指标波动下降，2012~2014年分别为7.75倍、3.03倍和3.79倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力尚可，但考虑到公司未来投资金额较大，债务规模将呈上升趋势。综合分析，公司整体偿债能力较强。

截至2014年底，公司共获得银行授信总额12.26亿元，尚未使用额度1.10亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2014年底，公司对外担保合计2.50亿元，为对鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司、滕州市宝丰物资有限公司和滕州市中医院的担保。以2014年底财务数据测算，截至2014年底，公司对外担保比率为7.22%，公司对外担保规模相对较小，或有负债风险较低。

7. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告（自主查询版）》（机构信用代码：G1037048100069340K），截至2015年5月12日，公司无未结清不良信贷信

息记录，已结清信贷信息记录中有 1 笔关注类贷款，主要系中国工商银行股份有限公司滕州支行将公司 1 笔贷款列入关注，公司已于贷款到期日正常偿还，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于公司自身经营、财务特点以及滕州市政府在资金注入、政府补助和代建项目收购等方面对于公司的支持，公司整体抗风险能力较强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券拟发行额度为 8 亿元，为 2014 年底公司长期债务和全部债务的 64.00% 和 61.63%，对公司现有债务影响大。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.31%、27.26% 和 26.52%，本期债券发行后，上述三项指标将分别上升至 52.60%、45.56% 和 45.15%，公司债务负担显著加重，但仍处于较轻水平。总体来看，本期债券的发行对公司整体债务规模影响大。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券设置提前分期偿还条款，从债券发行第 3 年起按照发行额度的 20% 偿付本金。根据上述条款，公司从第 3 年起每年偿付本金为 1.60 亿元（按最大发行额度 8 亿元测算）。2012~2014 年，公司 EBITDA 快速增长，分别为本期债券发行金额的 0.20 倍、0.37 倍和 0.43 倍；分别是本期债券分期偿还本金的 0.98 倍、1.87 倍和 2.14 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力一般。同期，公司经营活动现金流入量分别为本期债券发行金额的 0.46 倍、2.88 倍和 1.34 倍；分别为本期债券分期偿还本金的 2.28 倍、14.39 倍和 6.69 倍，2014 年公司经营活动现金流量净额为负，对本期债券不具备保障能力。

3. 本期债券偿债资金来源

根据滕政字[2014]125 号文件，滕州市政府将两块土地未来出让净收益作为本期债券偿债资金来源，两块土地分别为：①滕州宾馆北侧地块：北至北辛路、南至学院东路、东至山东化工技师学院、西至龙泉路，计 896 亩；②通盛路北侧地块：北至红荷大道、南至通盛路、东至文化路、西至安居路，计 781 亩。两块土地合计 1677 亩，地块规划为商住用地，根据周边土地出让价格参考，预计该部分土地未来出让价格将不低于 220 万元/亩，未来土地出让收入将不低于 368940 万元，扣除收储成本及相关税费后出让金净收益可覆盖本期债券本息。滕州市政府将统一协调，将该部分土地纳入 2015~2021 年出让计划，出让所得收入纳入同期财政预算管理，专款专用于上述款项的偿还。同时联合资信关注到本期债券预计于 2015 年发行，每年付息，从第三年开始每年偿付本金 1.60 亿元，但两块土地未来出让时间存在一定的不确定性，与本期债券本息偿付时间匹配性可能存在差异。

总体来看，公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金的保障能力较好，本期债券设置提前偿还条款，有效缓解了公司到期集中偿付压力；同时，考虑到滕州市政府配备两块土地未来的出让净收益作为本期债券偿债资金来源，本期债券到期不能偿付的风险较低。

4. 偿债资金专户监管

为保证本期债券募集资金合理使用，公司与中国工商银行股份有限公司枣庄分行（以下简称“工行枣庄分行”或“监管银行”）签订《募集资金专项账户监管协议》，拟在工行枣庄分行开立募集资金专项账户，用于管理募集资金。公司应于本期债券发行首日之前在工行枣庄分行开设募集资金专项账户，该专户用于公司本期债券募集资金的存储和使用。公司成功发行本期债券后，需将全部募集资金划入专

户，接受监管银行对募集资金的监管。公司应保证债券募集资金的用途和流向符合募集说明书的规定。

为维护全体债券持有人的合法权益，公司与工行枣庄分行签订《偿债资金专户监管协议》，该协议签订之日起7个工作日内，公司应在工行枣庄分行开设偿债资金专户，监管银行应在本期债券的付息日或兑付日30个工作日之前，向公司发出书面划款通知；公司应在本期债券的付息日或兑付日15个工作日之前，提取偿债资金并划入偿债资金专户；监管银行应在本期债券的付息日或兑付日10个工作日之前，将公司的偿债资金提取情况以书面方式通知本期债券的债权代理人；如偿债资金未足额提取，监管银行应以书面方式通知本期债券的主承销商和评级机构。公司应在本期债券付息日或兑付日前5个工作日向监管银行发出加盖相关账户预留印鉴的划款凭证，或通过监管银行的网上电子银行系统向监管银行发出划款申请，监管银行应根据公司的划款指令，在本期债券付息日或兑付日前3个工作日将当期应付的利息/本息划转至本期债券登记结算机构指定的账户。

总体来看，募集资金专项账户监管协议和偿债资金专户监管协议对本期债券本息的按期支付具有保障作用。

十、结论

滕州市经济稳定增长，财政实力较强，为公司提供了良好的外部环境。公司作为滕州市重要的保障房建设主体，并承担部分基础设施建设任务，滕州市政府在资金注入、代建项目回购及政府补助等多方面给予了公司有力的支持。

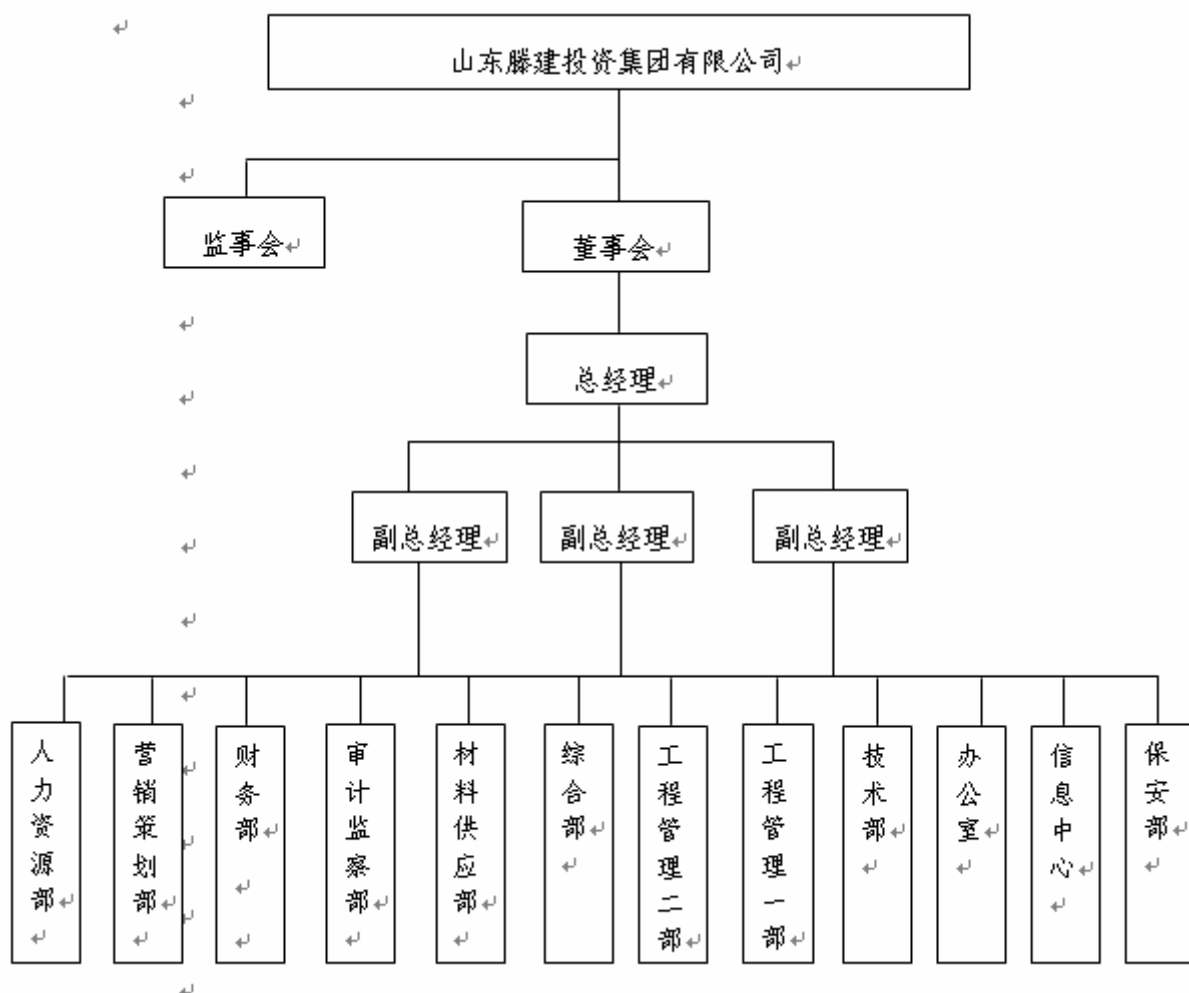
近年来，公司营业收入不断增长，由于与滕州市住建局签订了委托代建协议，公司代建项目利润率稳定，但公司商品房项目易受房地产行业政策影响导致未来销售具有不确定性；

公司资产规模快速增长，流动资产占比高，存货规模较大，代建项目不确认应收账款，而在存货中反映，资产质量一般，资产流动性较弱；目前，公司债务负担较轻，但随着公司在建项目的逐步推进及本期债券的发行，公司债务负担将显著加重；由于公司代建项目竣工决算后才能实现现金回流，以及2014年公司商品房项目预售收入下滑，公司经营性净现金流有所恶化，2014年开始表现为净流出。

考虑到滕州市政府给与公司的各项支持，公司整体偿债能力较强。

本期债券设置分期等额偿还条款，分期偿还条款有效降低了本金集中偿付压力。公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金保障能力较强。同时，考虑到滕州市政府配备两块土地未来的出让净收益作为本期债券偿债资金来源及其他应收款的回款，总体看，本期债券到期不能偿付的风险较低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.16	0.84	1.21
资产总额(亿元)	27.43	51.57	57.05
所有者权益(亿元)	9.94	31.03	34.63
短期债务(亿元)	6.90	1.63	0.48
长期债务(亿元)	5.25	7.45	12.50
全部债务(亿元)	12.15	9.08	12.98
营业收入(亿元)	2.81	12.78	14.98
利润总额(亿元)	1.56	2.97	3.39
EBITDA(亿元)	1.57	2.99	3.43
经营性净现金流(亿元)	-5.56	1.84	-2.99
财务指标			
销售债权周转次数(次)	318.24	432.31	471.12
存货周转次数(次)	0.15	0.40	0.31
总资产周转次数(次)	0.13	0.32	0.28
现金收入比(%)	27.54	47.44	30.50
营业利润率(%)	14.41	14.34	17.11
总资本收益率(%)	9.43	7.96	7.41
净资产收益率(%)	15.06	8.36	7.95
长期债务资本化比率(%)	34.57	19.36	26.52
全部债务资本化比率(%)	55.01	22.64	27.26
资产负债率(%)	63.78	39.84	39.31
流动比率(%)	220.95	390.76	571.18
速动比率(%)	65.85	115.78	148.87
经营现金流动负债比(%)	-45.39	14.07	-30.13
全部债务/EBITDA(倍)	7.75	3.03	3.79
EBITDA 利息倍数	2.68	4.93	4.25
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.46	2.88	1.34
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.69	0.23	-0.37
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.20	0.37	0.43

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%
本期债券偿债能力	
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
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（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 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 2015 年山东滕建投资集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券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。

山东滕建投资集团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。山东滕建投资集团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，山东滕建投资集团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山东滕建投资集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现山东滕建投资集团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。

如山东滕建投资集团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山东滕建投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。

