跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1110 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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，评级展望为稳定，并维持其“15滕建投债/15滕建债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十七日

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

山东滕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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 滕建投债/15 滕建债	8 亿元	2015/06/08-2022/06/08	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	0.84	1.21	2.71
资产总额(亿元)	51.57	57.05	78.49
所有者权益(亿元)	31.03	34.63	36.66
短期债务(亿元)	1.63	0.48	8.34
全部债务(亿元)	9.08	12.98	29.88
营业收入(亿元)	12.78	14.98	13.40
利润总额(亿元)	2.97	3.39	2.47
EBITDA(亿元)	2.99	3.43	2.53
经营性净现金流(亿元)	1.84	-2.99	-10.83
营业利润率(%)	14.34	17.11	12.79
净资产收益率(%)	8.36	7.95	5.53
资产负债率(%)	39.84	39.31	53.30
全部债务资本化比率(%)	22.64	27.26	44.91
流动比率(%)	390.76	571.18	380.28
全部债务/EBITDA(倍)	3.03	3.79	11.82
经营现金流动负债比(%)	14.07	-30.13	-53.38

分析师

兰 迪　王 治
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

山东滕建投资集团有限公司（以下简称“公司”）是滕州市重要的保障房及基础设施建设主体。2015 年，滕州市经济持续发展，一般预算收入平稳增长；政府在财政补贴方面给予公司持续稳定的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到滕州市地方政府债务负担重及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有望得到稳定发展。

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15滕建投债/15滕建债”AA的信用等级。

优势

1. 山东省滕州市经济持续发展，一般预算收入平稳增长。
2. 政府在政府补助方面给予公司持续稳定的支持。
3. “15滕建投债/15滕建债”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“15滕建投债/15滕建债”偿债资金来源，为其偿还提供有力保障。

关注

1. 跟踪期内，滕州市综合财力有所下降，债务率大幅提升，滕州市整体债务负担重。
2. 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。
3. 公司代建项目按工程进度确认收入，但现金流入体现在项目竣工结算之后，导致公司现金回流弱，经营净现金流出规模持续加大；且公司不确认应收账款，相关成本

及毛利在存货中予以反映，存货规模大，整体资产质量一般，流动性较弱。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东滕建投资集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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 2015 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。2015 年，中国农发重点建设基金有限公司以货币形式为公司注资 6000 万元，未来由滕州市政府或公司回购股权，注册资本变更于 2016 年完成。截至 2016 年 5 月底，公司注册资本为 16006 万元，其中滕州市国资局出资比例为 62.51%，中国农发重点建设基金有限公司占比 37.49%。

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。

截至 2015 年底，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、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 12 个职能部门。截至 2015 年底，公司合并范围的子公司合计 9 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2015年底，公司资产总额78.49亿元，所有者权益36.66亿元；2015年，公司实现营业收入13.40亿元，利润总额2.47亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我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，显示我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，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

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

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

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

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

2016 年是我国“十三五”开局之年，我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。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

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生上，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续管理的全程监控，将成为新趋势。

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。区位优越，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。2015年，全市实现地区生产总值（GDP）1005.05亿元，按可比价格计算（下同），比上年增长7.2%。分产业看，第一产业增加值71.46亿元，增长4.0%，对经济增长贡献率3.2%，拉动经济增长0.2个百分点；第二产业增加值513.26亿元，增长7.3%，贡献率59.7%，拉动经济增长4.3个百分点；第三产业增加值420.33亿元，增长7.8%，贡献率37.1%，拉动经济增长2.7个百分点。三次产业比例由上年的7.0:52.7:40.3变化为7.1:51.1:41.8。全市人均地区生产总值59450元，增长6.8%，按年均汇率折算，达到9547美元。

2014年和2015年，滕州市一般预算收入分别为64.07亿元和70.50亿元，以税收收入为主，2015年为55.03亿元。非税收入以国有资本经营收入和行政事业性收费为主，2015年滕州市非税收入为15.47亿元；滕州市转移支付和税收返还收入较大，且呈现增长趋势，2014年为28.00亿元，占地方综合财力的23.15%；2015年，国有土地使用权出让收入有大幅下滑，为21.00亿元，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，存在一定的不确定性。

表 1　2014 年和 2015 年滕州市财政收入情况（单位：万元、%）

地方财力项目	2014 年	2015 年
（一）地方一般预算本级收入	640678	705028
1、税收收入	512602	550332
2、非税收入	128076	154696
（二）转移支付和税收返还收入	261757	280005
1、一般性转移支付收入	154326	178911
2、专项转移支付收入	80491	74154
3、税收返还收入	26940	26940
（三）国有土地使用权出让收入	506619	209967
1、国有土地使用权出让金	479537	198667
2、国有土地收益基金	25525	10509
3、农业土地开发资金	1557	791
（四）预算外财政专户收入	14194	14490
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**1423248**	**1209490**

资料来源：滕州市财政局

截至 2015 年底，滕州市地方债务余额 113.52 亿元，其中直接债务为 112.59 亿元，同比增长 79.37%，主要由于债券融资（同比增长 325.15%）、向单位个人借款及拖欠工资和工程款的大幅增长导致的。结合 2015 年滕州市综合财力计算，滕州市政府债务率 93.86%，较上年债务率（43.46%）有大幅上升，滕州市整体债务负担重。

表 2　2015 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 2015 年底）	金额	地方财力（2015 年度）	金额
（一）直接债务余额	1125891.29	（一）地方一般预算收入	705028
1、外国政府贷款		1、税收收入	550332

2、国际金融组织贷款		2、非税收入	154696
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	280005
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	178911
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	74154
（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	209967
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	198667
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	10509
6、国内金融机构借款	363725.16	3、农业土地开发资金	791
（1）政府直接借款	147078.16	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	216647.00	（四）预算外财政专户收入	14490
7、债券融资	425150.00		
（1）中央代发地方政府债券	185150.00		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	240000.00		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款	210094.07		
10、拖欠工资和工程款	120580.24		
11、其他	6341.82		
（二）担保债务余额	18600.00		
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	18600.00		
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%	**1135191.29**	**地方综合财力＝（一）＋（二）＋（三）＋（四）**	**1209490**
债务率＝（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**93.86%**	

资料来源：滕州市财政局

总体看，滕州市地区经济不断发展，地方综合财力以一般预算收入及转移支付和税收返还收入为主。同时，联合资信关注到 2015 年滕州市土地出让收入大幅下滑导致地方综合财力下降，财力规模尚可，且 2015 年滕州市债务规模大幅扩张导致债务率大幅上升。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年底，公司注册资本 10006 万元，滕州市国资局持有公司 100%股权。

截至 2016 年 6 月底，公司注册资本 16006 万元，滕州市国资局持有公司 62.51%的股权，中国农发重点建设基金有限公司持有公司 37.49%股权。

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. 政府支持

2015 年，公司收到滕州市财政局滕财国[2015]61 号文件拨付的关于城建项目工程财政

补贴的通知，取得财政补贴资金 1.05 亿元，计入营业外收入，补贴收入的现金流计入公司“收到其他与经营活动有关的现金”。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理层和管理体制上没有重大变化。

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。

2015 年，公司实现营业收入 13.40 亿元，同比下降 10.54%，主要为基础设施代建业务收入和商品房销售两部分，2015 年公司没有施工业务，主要是考虑到由于 2015 年经济形势下行，工程款获得较为困难，涉及施工业务的子公司（山东滕建投资集团兴唐工程有限公司）采取收缩的经营管理方式，对外施工业务暂停办理，只对总公司内部现有项目办理；公司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。

毛利率方面，2015，公司业务毛利率为 14.99%，较上年有所下降，主要是受商品房销售业务毛利率下降的影响，受 2015 年房地产行业下行影响，为应对销售下滑的情况，公司加大了对外宣传投资同时降低房价促进销售，导致利润下滑。

表 3　2012~2014 年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建业务	69911.16	46.67	15.16	113526.45	84.72	15.00
物业服务	2.60	0.00	100.00	3.20	0.00	100.00
施工业务	2107.40	1.41	0.86	--	--	--
商品房销售	77783.92	51.92	25.83	20479.68	15.28	14.95
合计	**149805.07**	**100.00**	**20.50**	**134019.32**	**100.00**	**14.99**

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。

会计处理方面，公司在项目建设投入时，借“存货-工程施工”，贷“银行存款”；确认收入时，借“存货-工程施工-工程毛利”，借“营业成本”，贷“营业收入”；收到回款时，借“银行存款”，贷“存货-工程施工-工程结算”。在这种账务处理方式下，营业收入和营业成本直接对冲，对已确认收入但未实现现金回流的情况，不确认应收账款，而在“存货”中予以反映，待收到回款时，直接冲减存货。

截至 2015 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。

截至 2015 年底，公司保障房项目计划总投资合计 48.88 亿元，已投资 31.29 亿元，累计已发生工程毛利 5.52 亿元，已完工未结算资产 36.81 亿元计入存货；截至 2015 年底，公司基建项目计划总投资合计 3.84 亿元，已投资 3.13 亿元，累计已发生工程毛利 0.53 亿元，已完工未结算资产 3.16 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 18.43 亿元，投资规模较大。

表 4　截至 2015 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	已完工未结算资产	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	157532.41	27789.14	185321.55	42467.59
	东沙河片区项目	35372.60	41604.00	13900.89	2449.00	16349.89	21471.71
	滨湖观湖社区项目	36693.29	43138.00	26343.88	4635.34	30979.22	10349.41
	解放东路棚户区改造保障性安居工程	216705.13	254893.00	115152.65	20309.04	135461.68	101552.48
	小计	**488771.02**	**574914.00**	**312929.83**	**55182.52**	**368112.34**	**175841.19**
基建项目	解放路荆河大桥项目	21759.55	25090.00	23198.99	3584.47	21783.46	--
	滕州市市政及新农村建设项目	1655.00	1937.00	1643.34	280.24	1923.58	11.66
	滕州市市政建设项目	14959.00	18412.00	6505.00	1427.81	7932.81	8454.00
	小计	**38373.55**	**45439.00**	**31347.33**	**5292.52**	**31639.85**	**8465.66**
	合计	**527144.57**	**620353.00**	**344277.16**	**60475.04**	**399752.19**	**184306.85**

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，为人和蓝湾、龙泉首府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。2015 年，公司确认商品房销售收入 2.05 亿元，截至 2015 年底，公司尚未结转收入的商品房预收款为 4.41 亿元

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。截至 2015 年底，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。

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 5　截至 2015 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	2015 年已结转收入	计划完工时间
人和蓝湾	109870.00	109967.53	439606.00	20479.68	2015 年 12 月
龙泉首府	131288.65	56588.50	394405.00	0.00	2017 年 11 月
荷塘月色小镇	100368.00	14242.00	563023.00	0.00	2017 年 12 月
合计	**341526.65**	**180798.03**	**1397034.00**	**20479.68**	--

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，2015 年，该板块收入 3.20 万元，占主营业务收入的比重很小，是对朝阳社区一期项目（新农村建设项目）收取的管理费。

5. 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 18.43 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、募集资金使用情况

公司于 2015 年发行“15 滕建投债/15 滕建债”，募集资金全部用于解放东路棚户区改造保障性安居工程项目，截至 2015 年底，募集资金已经全部用于募投项目。

表 6　截至 2015 年底募集资金使用情况

（单位：万元、%）

募投项目名称	总投资	截至 2015 年底已投资额	截至 2015 年底已使用募集资金
解放东路棚户区改造保障性安居工程项目	21.67	11.52	8.00

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的2013~2015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2015年底，公司纳入合并范围的子公司共计9家，跟踪期内公司合并范围子公司未发生变化。

截至2015年底，公司资产总额78.49亿元，所有者权益36.66亿元；2015年，公司实现营业收入13.40亿元，利润总额2.47亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入13.40亿元，同比下降10.54%，主要为商品房销售业务收入较上年有较大幅度下降。公司营业成本为11.39亿元，同比下降4.34%

2015年，公司发生期间费用0.31亿元，同比增长85.52%，主要为管理费用和销售费用的增长导致的。2015年公司新增销售费用27.69万元，系本年新增维修费和广告宣传费导致。公司管理费用为0.27万元，同比增长65.10%，主要系因管理人员工资和办公费用大幅增加导致。2015年，公司期间费用率为2.31%，较上年增加0.99个百分点。

2015年，公司投资净收益为-62.74万元，较上年减少68.80万元，主要系公司对山东明建融资担保股份有限公司之重大股权投资于2015年度发生投资损失导致。

由于跟踪期内，公司建设项目增多而竣工项目少且期间费用大幅增长，2015年实现营业利润1.43亿元，同比下降43.07%，营业利润率为12.79%，同比下降4.32个百分点。

公司营业外收入以政府补助为主，2015年获得政府补助为1.05亿元，主要系市财政拨付的城建项目工程补贴资金。2015年，公司实现利润总额为2.47亿元。

2015年，公司营业外支出为135.26万元，同比增长181.98%，主要系公司于2015年度缴纳滞纳金、罚款和捐款支出等增加导致。

2015年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.11%和5.53%，较上年分别下降2.74和2.42个百分点。

总体看，跟踪期内，受商品房销售收入大幅减少的影响，公司营业收入有所下降；公司盈利能力弱，政府补贴对公司的利润形成有效的补充。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为3.65亿元，同比下降20.05%，主要系公司商品房项目预售收到的现金主要体现在2013和2014年，并于2015年结转收入，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，2015年，公司现金收入比为27.26%，公司收现质量差；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，2015年为2.60亿元，同比大幅下降57.61%，主要系公司于2015年度发生的与其他单位及个人间往来款减少而导致。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，2015年为15.15亿元，同比增长20.01%；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，为0.56亿元，同比增长450.81%，主要系公司2015年大幅增加管理费用和销售费用导致的。2015年，公司经营活动产生的现金流量净额为-10.83亿元。

从投资活动看，2015年，公司无投资活动现金流入；公司投资活动现金流出4.57亿元，其中投资支出的现金为4.56亿元，其中购买理财产品3.60亿元，对滕州市农商银行投资入股0.96亿元。

2015年，公司筹资活动产生的现金流入为20.79亿元，其中取得借款收到的现金为20.69亿元，同比大幅增长210.78%。筹资活动产生的现金流出为3.89亿元，其中偿还债务支出的现金为2.82亿元。2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为16.90亿元。

跟踪期内，公司项目建设支出大且大部分项目尚未进入竣工结算阶段，因而导致经营活动现金流入大幅下降而经营性现金流出快速增加；公司对外融资规模快速扩大，对外融资需求强烈。

3. 资本与债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额78.49亿元，同比增长37.58%，主要系货币资金、其他流动资产、可供出售金融资产和递延所得税资产快速增长导致的。其中，流动资产占比98.32%，非流动资产占比1.68%。

截至2015年底，公司流动资产为77.17亿元，同比增长36.11%，主要系货币资金和其他流动资产快速增长所致。

截至2015年底，公司货币资金为2.71亿元，同比增长123.53%，主要系公司新增银行借款，通过筹资获得资金导致。其中使用受限的货币资金为0.40亿元的借款保证金；公司预付款项为7.40亿元，同比下降22.55%，主要为未结算的工程款；公司其他应收款为4.96亿元，同比增长24.32%，其中应收山东滕州农村商业银行股份有限公司（以下简称“滕州农商行”）的款项为2.99亿元，系公司与滕州农商行签订的债权与土地资产暂时性置换协议形成，该协议规定3年后滕州农商行收回其2.99亿元债权同时返还公司土地；公司存货为58.49亿元，同比增长39.53%，其中已完工未结算资产为39.98亿元，开发成本为9.78亿元，开发产品为8.73亿元。公司承建的代建项目工程全部完工后一次性结算移交，目前只有市政及新农村建设项目结算0.50亿元，其余项目等到2016年验收后统一进行结算。截至2015年底，资本化利息累计金额为3.12亿元，本期资本化利息金额为0.93亿元；公司新增3.60亿元其他流动资产，全部为理财产品。

截至2015年底，公司非流动资产为1.32亿元，同比增长272.87%，主要系可供出售金融资产和递延所得税资产大幅增长导致的。

截至2015年底，公司新增可供出售金融资产0.96亿元，全部为2015年公司对滕州农商行的出资，目前持股10.00%；公司递延所得税资产为273.12万元，同比增长71.72%，主要系公司计提资产减值准备而产生可抵扣暂时性差

异增加导致。

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；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。对已确认收入但未实现现金回流的情况，公司不确认应收账款，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。

负债

截至2015年底，公司负债总额41.84亿元，同比增长86.55%，其中流动负债和非流动负债分别占48.51%和51.49%。

截至2015年底，公司流动负债为20.29亿元，同比大幅增长104.43%。其中，公司短期借款为1.45亿元，同比大幅增长202.72%；公司预收款项为4.41亿元，同比增长56.85%，主要系公司预售房地产项目形成的预收款；公司其他应付款为4.04亿元，同比下降1.83%，主要为往来款；公司新增一年内到期的非流动负债为6.89亿元，公司于2015年以滕国用（2013）第034号地块提供抵押担保向中国工商银行滕州支行借款4.90亿元，同时向中融信托质押借款1.99亿元，公司信托利率为12.5%。

截至2015年底，公司非流动负债为21.54亿元，同比增长72.36%。其中，公司长期借款为8.77亿元，同比下降29.83%；公司应付债券为12.77亿元，主要原因系公司2015年发行7年期总面值为8.00亿元的企业债和3年期总面值为5.00亿元的公司债券。

截至2015年底，受公司对外融资大幅扩张的影响，公司全部债务为29.88亿元，同比大幅增长130.25%，其中，短期债务占27.90%，长期债务占72.10%，公司债务结构以长期债务为主。截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为53.30%、44.91%和37.02%，较上年均有较大幅度上升。

总体看，跟踪期内，公司对外融资需求持续扩张，债务负担加重但仍处于适宜水平，债务结构以长期债务为主。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为36.66亿元，同比小幅增长5.86%；2015年，公司实收资本和资本公积均未发生变化。2015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2.73%、69.41%、2.53%和25.33%。

整体看，公司所有者权益中资本公积占比较大，所有者权益稳定性较好。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，受公司流动负债大幅增长的影响，2015年，公司流动比率和速动比率分别为380.28%和92.05%，较上年均大幅下降。2015年，受经营活动现金流量净额持续下降影响，公司经营现金流动负债比继续恶化，2015年为-53.38%。跟踪期内，公司短期偿债能力减弱，考虑到公司现金类资产规模较小，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2015年，由于公司利润下降，EBITDA为2.53亿元，同比减少0.90亿元。由于债务规模大幅增加，全部债务/EBITDA为11.82倍，较上年有大幅下降。跟踪期内，公司债务规模大幅增加，公司整体偿债能力持续减弱。考虑到政府对公司在资产注入和财政补贴方面的持续支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2016年3月底，公司共获得银行授信总额18.96亿元，已经使用额度18.82亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2015年底，公司对外担保合计10.57亿元，较2014年底增加8.07亿元，担保比率为28.83%，被担保公司均为国有性质，主要为对山东天行健置业有限公司、山东新兴置业有限公司及滕州市东方中石房地产开发有限公司的担保。被担保公司均未发生过贷款逾期的情况，公司对外担保规模尚可，或有负债风险较

低。

公司存续期债券为2015年6月8日发行的额度为8亿元，期限为7年的“15滕建投债/15滕建债”，2015年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为6.25亿和2.53亿元，分别为“15滕建投债/15滕建债”的0.78倍和0.32倍，分别为“15滕建投债/15滕建债”后五年每年偿还本金（1.60亿元）的3.91倍和1.58倍。公司经营活动现金流入量对“15滕建投债/15滕建债”分期偿还本金的覆盖能力较好，公司设立专项偿债专户、提前分期偿还本金等方式，有助于提高存续债券还本付息的安全性。

2016年6月3日，公司已按时偿还“15滕建投债/15滕建债”利息。

5. 债券保护条款

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。公司“15滕建投债/15滕建债”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，2016年，滕州宾馆北侧地块有小部分土地出让，但目前滕州市政府尚未将土地出让金给予公司，未来两块土地出让金返还公司与“15滕建投债/15滕建债”本息偿付时间匹配性可能存在差异。

6. 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2016年6月15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，主要系该笔贷款集中偿付金额较大（6.5亿元），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正常偿还，过往债务履约情况良好。

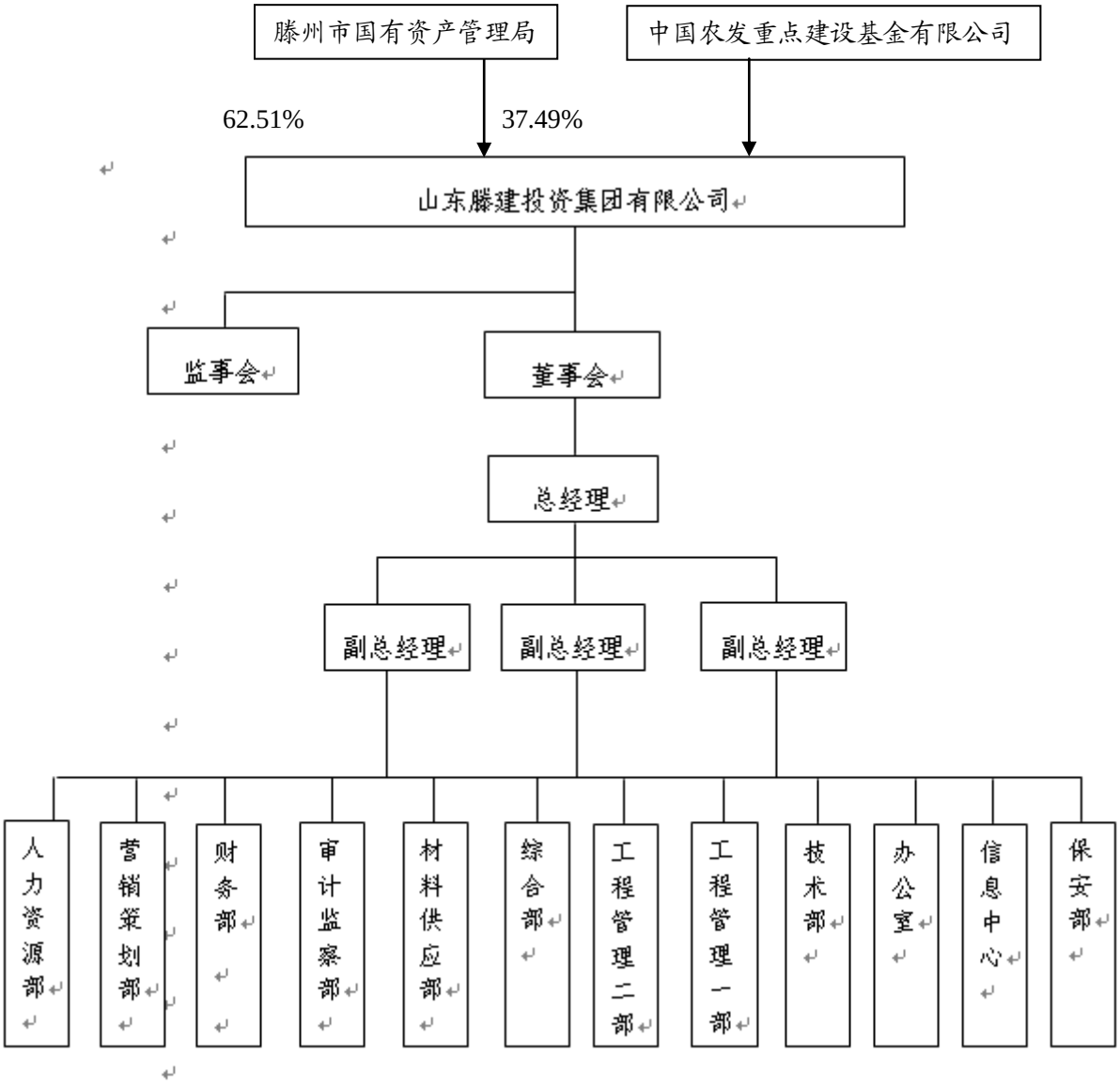
7. 抗风险能力

基于公司自身经营及财务风险，以及滕州市政府在政府补助等方面对于公司的支持，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15滕建投债/15滕建债”AA的信用等级。

附件 1 截至 2016 年 5 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.84	1.21	2.71
资产总额(亿元)	51.57	57.05	78.49
所有者权益(亿元)	31.03	34.63	36.66
短期债务(亿元)	1.63	0.48	8.34
长期债务(亿元)	7.45	12.50	21.54
全部债务(亿元)	9.08	12.98	29.88
营业收入(亿元)	12.78	14.98	13.40
利润总额(亿元)	2.97	3.39	2.47
EBITDA(亿元)	2.99	3.43	2.53
经营性净现金流(亿元)	1.84	-2.99	-10.83
财务指标			
销售债权周转次数(次)	432.31	471.12	870.61
存货周转次数(次)	0.40	0.31	0.23
总资产周转次数(次)	0.32	0.28	0.20
现金收入比(%)	47.44	30.50	27.26
营业利润率(%)	14.34	17.11	12.79
总资本收益率(%)	6.48	5.85	3.11
净资产收益率(%)	8.36	7.95	5.53
长期债务资本化比率(%)	19.36	26.52	37.02
全部债务资本化比率(%)	22.64	27.26	44.91
资产负债率(%)	39.84	39.31	53.30
流动比率(%)	390.76	571.18	380.28
速动比率(%)	115.78	148.87	92.05
经营现金流动负债比(%)	14.07	-30.13	-53.38
全部债务/EBITDA(倍)	3.03	3.79	11.82

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	（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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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。