跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 996 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的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“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

二零一七年六月二十二日

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（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：2017 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	1.21	2.71	8.11
资产总额(亿元)	57.05	78.49	98.82
所有者权益(亿元)	34.63	36.66	41.54
短期债务(亿元)	0.48	8.34	3.33
长期债务（亿元）	12.50	21.54	32.18
全部债务(亿元)	12.98	29.88	35.51
营业收入(亿元)	14.98	13.40	16.85
利润总额(亿元)	3.39	2.47	2.48
EBITDA(亿元)	3.43	2.53	2.53
经营性净现金流(亿元)	-2.99	-10.83	-3.45
营业利润率(%)	17.11	12.79	11.23
净资产收益率(%)	7.95	5.53	5.67
资产负债率(%)	39.31	53.30	57.97
全部债务资本化比率(%)	27.26	44.91	46.09
流动比率(%)	571.18	380.28	387.10
经营现金流动负债比(%)	-30.13	-53.38	-13.75
全部债务/EBITDA(倍)	3.79	11.82	14.05

分析师

顾喆彬　郝一哲

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

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，同时开展商品房开发业务。跟踪期内，滕州市经济持续发展，地方综合财力平稳增长；公司商品房项目收入大幅增长，房产预售实现大量现金流入；滕州市政府在资本金注入、财政补贴等方面给予公司的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司代建项目现金回流弱、商品房项目易受市场环境影响、对外担保规模大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“15 滕建投债/15 滕建债”设置分期等额偿还条款，有效降低了集中偿付压力；滕州市政府配备两块土地未来的出让净收益作为偿债资金来源，“15 滕建投债/15 滕建债”到期不能偿还的风险较低。

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. 跟踪期内，山东省滕州市经济稳定发展，地方综合财力平稳增长，滕州市政府在资本金注入、政府补助等方面给予公司的大力支持。
2. 跟踪期内，公司商品房项目收入大幅增长，房产预售实现大量现金流入，公司收入规模和收现质量有所提升。
3. “15滕建投债/15滕建债”设置募集资金偿债专户、分期等额偿还条款，有效降低了集中偿付压力，提高了偿债资金的安全性。

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. 公司资产以存货为主，存货构成为已完工结算代建项目的相关成本及毛利，公司受限资产规模较大，资产流动性较弱，整体资产质量一般。
2. 公司代建项目回购资金主要取决于滕州市政府资金安排，跟踪期内公司未收到回购资金，代建项目资金回流时点具有一定不确定性。
3. 跟踪期内，公司对外担保规模大幅增加，存在一定的或有负债风险。

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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据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。

山东滕建投资集团有限公司跟踪评级报告

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“15 滕建投债/15 滕建债”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，经历次增资，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%。2016 年，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金公司”）以货币形式向公司注资 6000 万元，未来由滕州市政府或公司回购股权。截至 2016 年底，公司注册资本为 16006 万元，已完成工商变更，其中滕州市国资局出资比例为 62.51%，农发基金公司占比 37.49%。滕州市国资局是公司的实际控制人。

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以及商品房开发销售业务，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 2016 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 2016 年底，公司合并范围的子公司合计 9 家，包括 7 家一级子公司和 2 家二级子公司，主要涉及的业务包含工程建设、房地产开发与销售等。

截至2016年底，公司资产总额98.82亿元，所有者权益41.54亿元；2016年，公司实现营业收入16.85亿元，利润总额2.48亿元。

公司注册地址：山东省滕州市善国北路 77 号；法定代表人：张健。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2015 年发行 8 亿元“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，项目总投资 21.67 亿元，截至 2016 年底，已投资 17.81 亿元，募集资金已经全部用于募投项目。

表 1　截至 2016 年底募集资金使用情况(单位:亿元)

募投项目名称	总投资	截至 2016 年底已投资额	截至 2016 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	17.81	8.00

资料来源：公司提供

截至2016年底，“15滕建投债/15滕建债”所募集资金8亿元均投资于约定项目。同期，公司已按时支付“15滕建投债/15滕建债”本期应付付息，不存在逾期现象。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年

实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

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

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

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

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

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

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受

企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》

（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

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

3. 行业发展

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

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

4. 区域经济环境和地方财力

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。根据《2016年滕州市国民经济和

社会发展统计公报》，2016年滕州市实现生产总值（GDP）1064.8亿元，按可比价格计算，同比增长7.3%，增速回升。其中，第一产业实现增加值75.14亿元，增长4.0%；第二产业实现增加值530.10亿元，增长6.3%；第三产业实现增加值459.57亿元，增长8.9%。三次产业比例由7.1:51.1:41.8调整为7.0：49.8：43.2，第三产业占比提高1.4个百分点，对经济增长贡献率51.5%。滕州市人均地区生产总值64085元，增长6.5%，按年均汇率折算，达到9648美元。

固定资产投资平稳增长。2016年滕州市固定资产投资完成655.92亿元，增长9.0%。分产业看，第一产业投资完成11.85亿元,增长39.7%；第二产业投资完成332.77亿元,增长10.4%，其中，工业投资完成307.27亿元，增长13.3%；第三产业投资完成311.3亿元，增长6.6%；三次产业投资比例为1.8：50.7：47.5。房地产市场进入调整期。房地产开发投资完成62.31亿元，下降16.4%，房地产投资占第三产业投资的比重为20%。房屋施工面积70.9万平方米，下降14%；房屋销售面积156.9万平方米，增长22.7%；房屋销售额67.9亿元，增长30.8%；房屋销售均价为4325元/平方米，增长6.6%。

根据《滕州市2016年预算执行情况和2017年预算草案》，2016年滕州市地方综合财力为142.40亿元，同比增长17.74%，其中一般预算收入占48.46%，转移支付收入占18.83%，政府性基金收入占19.31%。2016年，滕州市一般预算收入为69.00亿元，同比下降2.13%，主要系税收收入下降所致，2016年税收收入为46.45亿元，同比下降15.59%，前十大纳税企业以烟草、煤炭、化工和电力行业为主；2016年滕州市非税收入为22.55亿元，同比大幅增长45.77%，以国有资本经营收入、国有资源（资产）有偿使用收入和专项收入为主；近年来滕州上级补助收入呈现增长趋势，2016年为30.33亿元，同比增长8.31%。同期的政府性基金收入为27.50亿元，同比大幅增长30.99%，但相较2014年仍下降45.71%，系近两年受滕州市土地开发及出让市场影响，国有土地使用权出让收入整体规模有所下降。

截至2016年底，滕州市地方债务余额126.23亿元，同比增长11.20%，其中政府有偿还责任的债务（一类债务）为115.63亿元，政府有担保责任的债务（二类债务）为0.85亿元，政府可能给予一定救助的债务（其他债务）为9.75亿元。结合2016年滕州市综合财力计算，截至2016年底，滕州市政府债务率为88.64%，同比下降5.22个百分点，滕州市整体债务负担较重。

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收入为主；2016 年滕州市债务规模仍较大，政府债务率较高，滕州市整体债务负担重。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年底，公司注册资本 16006.00 万元，同比增长 59.96%，系中国农发重点建设基金有限公司以货币资金注资 6000 万元，完成注资后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，享有按 1.2%/年获取的利息收益，不参与公司日常的经营管理。滕州市国资局是公司的实际控制人。

2. 企业规模

公司是滕州市重要的保障房建设主体，同时开展商品房开发业务以及承担部分基础设施建设任务，公司下属 7 家全资子公司，其中规模较大的有 2 家房地产开发企业山东滕建投资集团汇鑫置业有限公司及山东兴腾置业有限公司，1 家工程建筑企业山东滕建投资集团兴唐工程有限公司，以及 1 家项目建设投资企业滕州市地景建设投资有限责任公司，其余为园林绿化、物业服务企业。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”），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

2016 年，公司收到滕州市财政局滕财字【2016】37 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 1.03 亿元，计入营业外收入，补贴收入的现金流计入“收到其他与经营活动有关的现金”。

2016 年公司收到滕州市国资局资本性投资 0.30 亿元，计入资本公积科目。

七、管理分析

跟踪期内，原公司法定代表人、董事长及总经理马培安因工作调动不再任职，根据滕州市人民政府滕政任【2016】13号《关于任免马灿亮等职务的通知》，任命张健为公司法定代表人、董事长及总经理。

张健，男，1974年出生，省委党校本科学历，高级工程师。历任滕州市房屋装潢公司经理，滕州市中原建设工程公司经理，滕州市房地产管理局局长助理等职务。现任公司法定代表人、董事长及总经理。

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理体制等方面未发生重大变化。

八、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。

2016 年，公司实现主营业务收入 16.84 亿元，同比增长 25.66%，主要为基础设施代建业务收入和商品房销售两部分，2016 年公司物业服务未取得收入，公司物业板块及施工板块收入规模较小，对公司营业收入影响不大。

毛利率方面，2016 公司主营业务综合毛利率为 14.71%，较上年略有下降，主要是受到商品房销售业务毛利率下降的影响，公司在 2016 年将房地产开发项目贷款利息资本化较多以及公司为促进房产销售加大广告投入，导致商品房销售毛利率水平同比下降 8.32 个百分点。

表 2　2015~2016 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建业务	113526.45	84.72	15.00	120689.18	71.67	17.71
商品房销售	20479.68	15.28	14.95	46586.34	27.66	6.63
施工业务	--	--	--	1128.28	0.67	27.70
物业服务	3.20	0.00	100.00	--	--	--
合计	**134019.32**	**100.00**	**14.99**	**168403.80**	**100.00**	**14.71**

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 2016 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 2016 年底，公司保障房项目计划总投资合计 48.88 亿元，已投资 40.92 亿元，累计已发生工程毛利 7.84 亿元，跟踪期内解放东路棚户区改造保障性安居工程完工结算 7.21 亿元，其余已完工未结算资产 41.55 亿元计入存货；截至 2016 年底，公司基建项目计划总投资合计 3.84 亿元，已投资 3.44 亿元，累计已发生工程毛利 0.58 亿元，已完工未结算资产 3.52 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 12.13 亿元，投资规模较大。

表 3　截至 2016 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	167298.58	29547.05	196845.62	32701.42
	东沙河片区项目	35372.60	41604.00	28758.75	5123.42	33882.17	6613.85
	滨湖观湖社区项目	36693.29	43138.00	35071.78	6206.36	41278.14	1621.51
	解放东路棚户区改造保障性安居工程	216705.13	254893.00	178073.91	37534.87	143462.78	73242.35
	小计	**488771.02**	**574914.00**	**409203.02**	**78411.7**	**415468.71**	**114179.13**
基建项目	解放路荆河大桥项目	21759.55	25090.00	24612.34	3835.92	23448.27	268.00
	滕州市市政及新农村建设项目	1655.00	1937.00	1648.42	284.10	1932.53	27.00
	滕州市市政建设项目	14959.00	18412.00	8127.98	1719.95	9847.93	6831.02
	小计	**38373.55**	**45439.00**	**34388.74**	**5839.97**	**35228.73**	**7126.02**
	合计	**527144.57**	**620353.00**	**443591.76**	**84251.67**	**450697.44**	**121305.15**

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，也进行商品房项目的建设和开发业务，目前在建项目为人和蓝湾、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。2016 年，公司确认商品房销售收入 4.66 亿元；截至 2016 年底，公司尚未结转收入的商品房预收款为 10.04 亿元

截至 2016 年底，公司商品房项目建设用地均通过招拍挂取得，用于商品房开发用地面积 24.26 万平方米，账面价值 6.10 亿元。截至 2016 年底，存货-开发成本中土地 6.10 亿元，为商品房项目用地。

公司拟建项目为清水湾北区建设项目，包括清水湾房产开发项目以及周边配套市政绿化建设项目，绿化项目建设资金利用房产开发

收益进行平衡，项目计划总投资 3.90 亿元，总建筑面积 6.95 万平方米，其中清水湾房产开发项目预计总投资 3.11 亿元，总建筑面积 6.85 万平方米。

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 4　截至 2016 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	2016 年已结转收入	计划完工时间
人和蓝湾	109870.00	109967.53	439606.00	40782.97	2017 年 10 月
龙泉首府	131288.65	56588.50	394405.00	5803.37	2017 年 12 月
荷塘月色小镇	100368.00	14242.00	563023.00	--	2017 年 11 月
清水湾北区建设项目	39000.00	--	69481.00	--	2019 年 5 月
合计	**380526.65**	**180798.03**	**1466515.00**	**46586.34**	--

资料来源：公司提供

注：清水湾北区建设项目包括清水湾房产开发项目以及周边配套市政绿化建设项目，未来将利用清水湾房产开发项目收益对市政绿化建设项目进行资金平衡。

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，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，跟踪期内，善国物业公司将相关业务承包于第三方物业公司，自身进行经营管理，因此 2016 年物业板块未取得收入。

5．未来发展

公司是滕州市重要的保障房建设主体，同时开展商品房开发业务以及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 12.13 亿元，在建商品房项目未来投资主要为龙泉首府项目、荷塘月色小镇项目，预计商品房建设板块尚需投资 19.97 亿元，公司未来存在一定的对外筹资压力。

九、财务分析

公司提供了2016年合并财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2016年底，公司纳入合并范围的子公司共计9家，包括7家一级子公司和2家二级子公司，跟踪期内公司合并范围子公司未发生变化，公司财务数据可比性高。

截至2016年底，公司资产总额98.82亿元，所有者权益41.54亿元；2016年，公司实现营业收入16.85亿元，利润总额2.48亿元。

1．资本与债务结构

资产

截至2016年底，公司资产总额98.82亿元，同比增长25.90%，主要系货币资金、应收账款和存货快速增长所致。其中，流动资产占比98.32%，非流动资产占比1.68%。

截至2016年底，公司流动资产为97.17亿元，同比增长25.91%，主要系货币资金、应收账款和存货快速增长所致。

截至2016年底，公司货币资金8.11亿元，同比增加5.40亿元，主要系通过银行借款筹资以及货币资金形式资本金注入导致，其中使用受限的货币资金为0.40亿元的借款保证金。

截至2016年底，公司应收账款大幅增长至7.23亿元，2015年底仅为105.58万元，主要系本期将原计入存货中的解放东路棚户区改造保障性安居工程项目拆迁垫款7.21亿元调入应收账款，系滕州市财政局对公司的欠款。

截至2016年底，公司预付款项为4.79亿元，同比下降35.23%，主要为未结算的工程款。

截至2016年底，公司其他应收款为6.04亿元，同比增长21.81%，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银行打包债权资产与土地资产暂时性置换协议形成，补充协议规定2017年7月30日滕州农商行收回其2.99亿元打包债权资产同时返还公司土地，其他主要为与供电局、财政局等政府机关应收款，发生坏账可能性较小。

截至2016年底，公司存货为70.84亿元，同比增长21.11%，其中已完工未结算资产为45.07亿元，开发成本为17.92亿元，开发产品为7.85亿元；公司承建的代建项目工程全部完工后一次性结算移交，截至2017年3月底，仅解放路荆河大桥项目结算0.50亿元，其余项目正在办理结算。

截至2016年底，公司非流动资产为1.66亿元，同比增长25.51%，主要系递延所得税资产大幅增长所致。

截至2016年底，公司可供出售金融资产仍为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3616.22万元，同比增长1224.04%，主要系公司2016年预收房款预计利润大幅增加导致。

受限资产方面，截至2016年底，公司受限资产合计20.59亿元，包括存货中用于抵押的土地使用权14.78亿元、存货中用于抵押借款的龙泉首府、人和天地房地产项目在建工程5.41亿元，以及货币资金中借款保证金0.40亿元。截至2016年底，公司受限资产占公司资产总额的20.84%，受限资产规模较大。

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，主要为已完工未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，竣工决算后由政府回购，跟踪期内，未实现回购资金回流；公司对已确认收入但未实现资金回流的代建项目，不确认应收账款，在存货科目予以反映。公司受限资产规模较大，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

负债

截至2016年底，公司负债总额57.28亿元，同比增长36.92%，其中流动负债和非流动负债分别占43.82%和56.18%。

截至2016年底，公司流动负债25.10亿元，同比增长23.69%。其中，公司应付账款1.34亿元，同比增长8.44%；公司预收款项10.04亿元，同比大幅增长127.57%，主要系公司及子公司预售房地产项目形成的预收房款，尚未交付结转收入；公司其他应付款7.15亿元，同比大幅增长77.06%，主要为工程往来款；公司新增一年内到期的非流动负债为3.18亿元，同比下降53.82%，跟踪期内到期偿还中国工商银行滕州支行借款4.90亿元，以及中融信托质押借款1.99亿元，剩余3笔抵押及保证借款均于2017年6月到期，共3.18亿元。

截至2016年底，公司非流动负债为32.18亿元，同比增长49.39%。其中，公司长期借款14.40亿元，同比大幅增长64.20%，主要为本期新增保证借款6.54亿元；公司应付债券为17.78亿元，同比增加5亿元，系2016年公司成功发行5亿元公司债“16滕建投”。

截至2016年底，受公司对外融资大幅扩张的影响，公司全部债务35.51亿元，同比增长18.85%,，其中，短期债务占9.37%，长期债务占90.63%，公司债务结构以长期债务为主。截至2016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57.97%、46.09%和43.65%，同比均有所上升。

总体看，跟踪期内，公司外部融资需求持续扩张，债务负担加重但仍处于适中水平，债务结构以长期债务为主。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益41.54亿元，同比增长13.32%；其中公司实收资本为1.60亿元，同比增长59.96%，资本公积为27.37亿元，

同比增长7.59%，系2016年农发基金公司对公司投资2.23亿元，其中0.60亿元计入实收资本，1.63亿元作为增资溢价计入资本公积；同期公司控股股东滕州市国资局资本性投入0.30亿元，计入资本公积。截至2016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3.85%、65.90%、2.83%和27.42%。

整体看，跟踪期内，公司所有者权益有所增长，且资本公积占比较大，公司资本实力有所增强。

2. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入16.85亿元，同比增长25.71%，主要系人和蓝湾房地产开发项目交付结转收入。公司营业成本为14.36亿元，同比增长26.07%。2016年，公司营业利润率为11.23%，同比减少1.56个百分点。

2016年，公司发生期间费用0.41亿元，同比增长33.76%，主要系销售费用的增长所致。2016年公司销售费用大幅增长至0.23亿元，系商品房广告宣传费大幅增加所致。公司管理费用和财务费用分别为0.18亿元和71.56万元，同比分别下降33.63%和78.90%。2016年，公司期间费用率为2.46%，较上年增加0.15个百分点。

2016年，公司投资收益86.39万元，其中，公司对山东明建融资担保股份有限公司之重大股权投资由亏转盈，本期确认投资收益2.38万元，另外取得理财产品收益74.91万元及山东滕州农村商业银行股份有限公司分红9.10万元。2016年，公司实现营业利润1.47亿元，同比增长2.80%。

公司营业外收入以政府补助为主，2016年获得政府补助为1.03亿元，主要系市财政拨付的城建项目工程补贴资金。2016年，公司实现利润总额为2.48亿元，较上年略有增长。

2016年，公司营业外支出为306.96万元，同比增长126.94%，主要系公司龙泉首府房地产开发项目逾期交房所支付的166.85万元违约金所致。

2016年，公司总资本收益率为3.11%，净资产收益率为5.67%，均较上年略有增长。

总体看，跟踪期内受商品房销售收入大幅增加影响，公司营业收入大幅增长；公司自身盈利能力仍较弱，政府补贴对公司的利润形成有效的补充。

3. 现金流及保障

经营活动方面，2016年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为9.91亿元，同比大幅增长171.39%，主要系公司商品房项目预售收到的现金大幅增长，由此公司2016年现金收入比为增加31.59个百分点至58.86%，公司收现质量有所改善。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、政府拨款及往来款，2016年为1.85亿元，同比下降28.84%，主要系公司于2016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及商品房项目开发成本，2016年为13.31亿元，同比下降12.16%；公司支付其他与经营活动有关的现金构成主要为销售费用、管理费用和往来款，2016年为0.83亿元，同比增长47.86%，主要系公司2016年销售费用大幅增加导致的。2016年，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.45亿元，同比净流出额度大幅降低。

从投资活动看，2016年公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金5.10亿元，系理财产品到期；公司投资活动现金流出主要为投资支出的现金1.51亿元，主要系购买1.5亿元银行大额存单。2016年，公司投资活动产生的现金流量净额由负转正为3.60亿元。

2016年，公司筹资活动产生的现金流入为19.29亿元，其中取得借款收到的现金为17.36亿元，同比大幅增长210.78%，系银行借款取得资金，吸收投资收到的现金1.93亿元，系收到滕州市国资局及农发基金公司资本性投入。筹资活动产生的现金流出为14.03亿元，同比大

幅增长260.81%，其中偿还债务支出的现金大幅增长316.80%至11.74亿元。2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额为5.26亿元。

跟踪期内，公司商品房项目预售实现大量收入，经营活动现金流入大幅增加，但代建项目的资金回流较为滞后，经营活动现金净流量仍体现为净流出；公司投资活动收回理财资金，对外融资规模大幅减小，投资活动现金净流入由负转正；随着债务陆续到期和项目投资增加，公司对外融资需求强烈。

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，2016年，公司流动比率和速动比率分别为387.10%和104.90%，较2015年均有所增长。跟踪期内，公司短期债务规模大幅下降，公司现金类资产规模大幅扩张，公司短期债务偿付压力较小。

从长期偿债能力看，2016年公司EBITDA为2.53亿元，同比变动不大，由于全部债务规模有所增加，全部债务/EBITDA扩大为14.05倍，公司整体偿债能力持续减弱。考虑到滕州市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2017年3月底，公司共获得银行授信总额36.36亿元，已经全部使用完毕，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2016年底，公司对外担保余额17.42亿元，较2015年底增长64.81%，担保比率41.94%，被担保公司主要为国有企业及房地产开发企业，除滕州市远大安装装璜有限责任公司因未按规定公示年报于2016年7月7日被滕州市工商局列入经营异常名录外，其余均正常经营，资信情况良好。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 5　截至 2016 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

单位名称	金额	担保期限
滕州市城市建设综合开发公司	50000.00	2016.11-2019.11
滕州市房地产综合开发有限公司	44000.00	2016.9-2021.9
山东天行健置业有限公司	30000.00	2016.1-2018.1
山东新兴置业有限公司	20000.00	2015.7-2017.7
滕州市房屋装璜公司	4000.00	2016.9-2019.9
山东古滕建筑安装工程有限公司	4000.00	2016.9-2019.9
滕州市远大安装装璜有限责任公司	4000.00	2016.9-2019.9
鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司	15000.00	2009.8-2017.10
滕州市凯盛园林绿化有限公司	1600.00	2016.12-2017.12
滕州市民泰市政工程有限公司	1600.00	2016.12-2017.12
合计	**174200.00**	--

资料来源：公司提供

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。跟踪期内，滕州宾馆北侧地块已完成土地出让，目前滕州市政府暂未将土地出让金给予公司，通盛路北侧地块正在进行整理开发，尚未达到土地出让条件，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2017年3月10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. 监管警示事项

2016年11月4日，上海证券交易所对公司出具了上证债监【2016】69号监管警示函，系公司2015年12月21日非公开发行5亿元公司债券（证券代码：125633）以及2016年6月13日非公开发行5亿元公司债券（证券代码：135550）存在利用募集资金购买理财产品、偿还信托借款及往来款等不规范情形。

截至2017年3月底，公司已对上述问题进行自查及整改，所涉资金已返还。

8. 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。

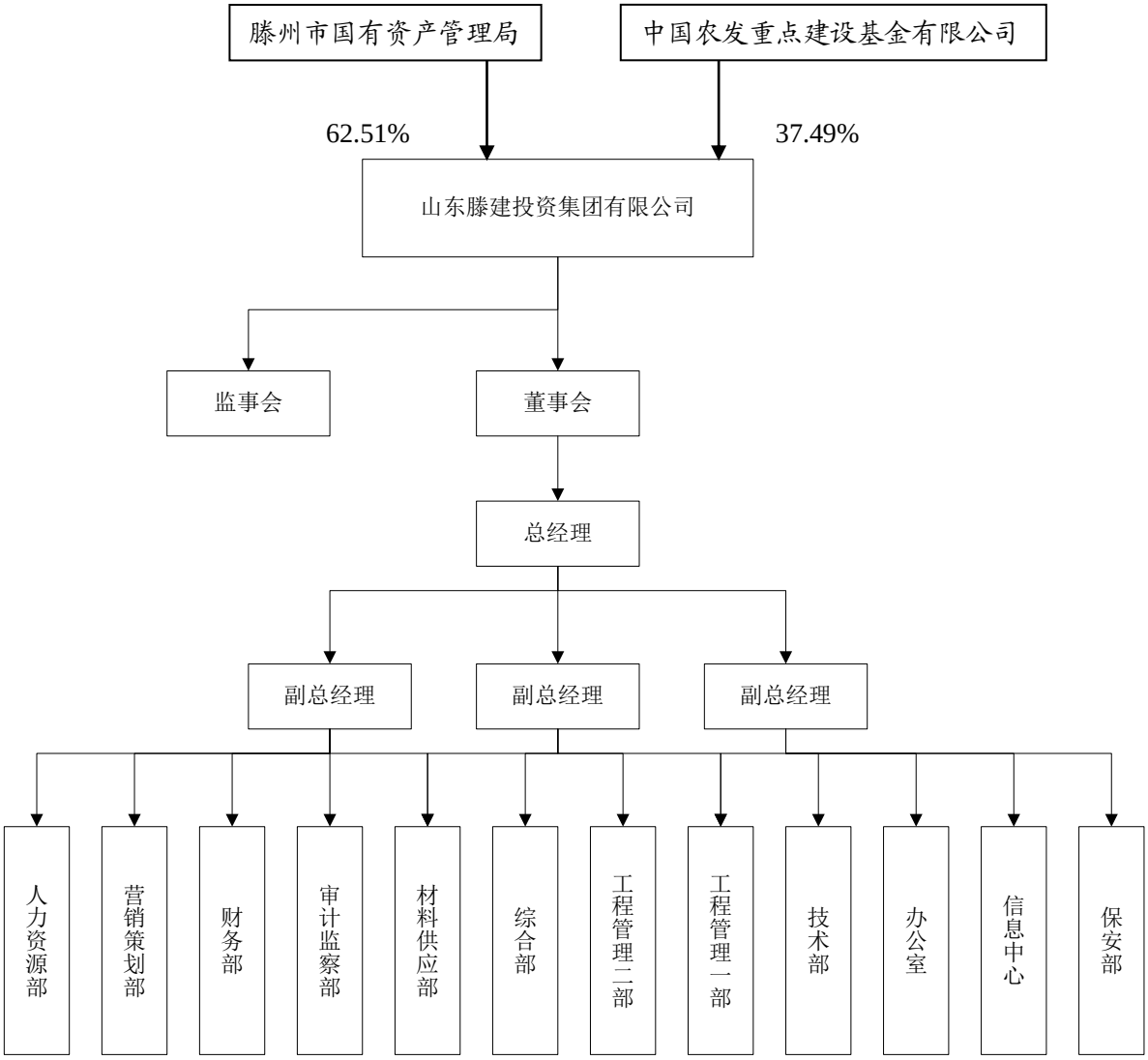
十、存续期债券保障能力分析

“15滕建投债/15滕建债”于2015年6月8日发行，额度为8亿元，期限为7年，从2018年开始，每年按照发行额度的20%（即1.40亿元）偿还本金。2016年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为2.53亿元和11.76亿元，分别为“15滕建投债/15滕建债”本金的0.32倍和1.47倍；分别为“15滕建投债/15滕建债”分期偿还额度1.60亿元的1.58倍和7.35倍；公司经营活动现金净流量为负，对本息偿还不具有保障能力。“15滕建投债/15滕建债”设置分期等额偿还条款有助于缓解公司还本付息压力，公司经营活动流入量对“15滕建投债/15滕建债”分期偿还本金的保障能力强。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司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 2017 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.21	2.71	8.11
资产总额(亿元)	57.05	78.49	98.82
所有者权益(亿元)	34.63	36.66	41.54
短期债务(亿元)	0.48	8.34	3.33
长期债务(亿元)	12.50	21.54	32.18
全部债务(亿元)	12.98	29.88	35.51
营业收入(亿元)	14.98	13.40	16.85
利润总额(亿元)	3.39	2.47	2.48
EBITDA(亿元)	3.43	2.53	2.53
经营性净现金流(亿元)	-2.99	-10.83	-3.45
财务指标			
销售债权周转次数(次)	471.12	870.61	4.66
存货周转次数(次)	0.31	0.23	0.22
总资产周转次数(次)	0.28	0.20	0.19
现金收入比(%)	30.50	27.26	58.85
营业利润率(%)	17.11	12.79	11.23
总资本收益率(%)	5.85	3.11	3.11
净资产收益率(%)	7.95	5.53	5.67
长期债务资本化比率(%)	26.52	37.02	43.65
全部债务资本化比率(%)	27.26	44.91	46.09
资产负债率(%)	39.31	53.30	57.97
流动比率(%)	571.18	380.28	387.10
速动比率(%)	148.87	92.05	104.90
经营现金流动负债比(%)	-30.13	-53.38	-13.75
全部债务/EBITDA(倍)	3.79	11.82	14.05

附件 3 主要财务指标的计算公式（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　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。