信用等级公告

联合[2018] 1094 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，维持“15 滕建投债/PR 滕建债”债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

山东滕建投资集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 滕建投债/PR 滕建债	6.40 亿元	2022/06/08	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	2.71	8.11	6.26
资产总额(亿元)	78.49	98.82	95.93
所有者权益(亿元)	36.66	41.54	43.25
短期债务(亿元)	8.34	3.33	5.82
长期债务(亿元)	21.54	32.18	27.32
全部债务(亿元)	29.88	35.51	33.14
营业收入(亿元)	13.40	16.85	13.65
利润总额(亿元)	2.47	2.48	2.07
EBITDA(亿元)	2.53	2.51	2.16
经营性净现金流(亿元)	-10.83	-3.45	3.28
营业利润率(%)	12.79	11.23	8.82
净资产收益率(%)	5.53	5.67	3.95
资产负债率(%)	53.30	57.97	54.92
全部债务资本化比率(%)	44.91	46.09	43.39
流动比率(%)	380.28	387.10	373.25
经营现金流动负债比(%)	-53.38	-13.75	13.02
全部债务/EBITDA(倍)	11.82	14.16	15.37

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，地方财政实力保持稳定；公司在资金和资产注入、财政补贴等方面获得持续的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司商品房项目易受市场环境影响、代建项目未来投资规模大、债务规模和对外担保规模较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，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/PR 滕建债”设置本金分期偿还条款，有效降低了公司未来的集中偿付压力。

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”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，山东省滕州市经济持续发展，地方财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 作为滕州市重要的保障房及基础设施建设主体，跟踪期内公司获得资金注入和政府补助，外部支持持续性较好。
3. “15滕建投债/PR滕建债”设置本金分期等额偿还条款，有效降低了公司的集中偿付压力。

关注

1. 公司资产以存货为主，存货构成为已完工未结算代建项目的相关成本及毛利，资产流动性较弱，整体资产质量一般。
2. 跟踪期内，公司债务规模有所下降但仍较

大，在建项目未来投资规模较大，公司存在一定的资本支出压力。

3. 公司商品房业务易受房地产市场行情及行业政策影响，未来存在一定的不确定性。
4. 跟踪期内，公司对外担保规模较大，担保比率较高，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/PR 滕建债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，山东滕建投资集团有限公司（以下简称“公司”）股东中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金公司”）和滕州市国有资产管理局（以下简称“滕州市国资局”）分别新增认缴出资 16300 万元和 16100 万元，分别实缴到位 16300 万元和 3000 万元，上述增资事项已完成工商变更。截至 2017 年底，公司注册资本为 48406 万元，实收资本 35306 万元，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%。公司控股股东为滕州市国资局，代表滕州市人民政府履行出资人职责，公司实际控制人为滕州市人民政府。

跟踪期内，公司经营范围、部门设置及子公司情况未发生变化。

截至2017年底，公司资产总额95.93亿元，所有者权益43.25亿元；2017年，公司实现营业收入13.65亿元，利润总额2.07亿元。

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：张健。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

跟踪期内，公司存续债券“15滕建投债/PR滕建债”已按时付息，并按时偿还分期偿付金额1.60亿元，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，项目预计总投资21.67亿元，截至2017年底，已投资21.86亿元，该项目已进入收尾结算阶段，实际总投资超过预计总投资，但总体超概算规模可控。“15滕建投债/PR滕建债”募集资金已经全部用于募投项目。

表 1　跟踪评级债券基本信息（单位：亿元）

债券简称	债券余额	到期日期	票面利率
“15 滕建投债/PR 滕建债”	6.40	2022/6/8	6.00

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济

增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化

解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济

1. 城市基础设施建设行业分析

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，

PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的

大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济

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，其未来经营发展和滕州市经济及财力情况相关。2017年，滕州市经济持续快速发展，综合实力显著提升。根据《2017年全市经济运行简析》，滕州市实现生产总值（GDP）1150.37亿元，按可比价格计算，同比增长6.5%。按照产业来看，2017年滕州市第一产业实现增加值75.45亿元，同比增长3.7%；第二产业实现增加值578.56亿元，同比增长5.9%；第三产业实现增加值496.36亿元，同比增长7.6%。三次产业为6.6:50.3:43.1。

滕州市固定资产投资平稳增长。2017年滕州市固定资产投资完成667亿元，同比增长7.7%。分产业看，2017年滕州市第一产业投资完成9.75亿元，同比增长1%；第二产业投资完成352.39亿元，同比增长11.6%，其中，工业投资完成347.97亿元，增长20.6%；第三产业投资完成304.86亿元，同比增长3.7%。滕州市房地产市场在调整中出现复苏迹象，去库存效果有所显现，2017年房地产投资和销售均同比增长，2017年，房地产开发投资和商品房销售面积分别为67.82亿元和182.1万平方米，分别同比增长8.8%和16.1%。

根据滕州市预算执行情况表，2017年滕州市一般预算收入为70.36亿元，同比增长1.97%，其中税收收入为50.05亿元，占比为71.1%，前十大纳税企业以烟草、煤炭、化工和电力行业为主；非税收入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。

截至2017年底，滕州市地方债务余额120.4亿元，其中一般债务余额为58亿元，专项债务余额为62.4亿元，同期滕州市债务限额为122.59亿元，2017年新增限额6亿元。

跟踪期内，滕州市地区经济持续发展，一般预算收入较为稳定；滕州市债务规模仍较大，滕州市整体债务负担重。

六、基础素质分析

鉴于公司承担了滕州市大量的保障房和基础设施建设任务，跟踪期内滕州市财政局向公司拨付的城建项目工程财政补贴1.50亿元，计入其他收益。同期，公司股东滕州市国资局对公司新增认缴出资1.61亿元，并已实缴0.30亿元。

根据《企业信用报告（自主查询版）》（机构信用代码：G1037048100069340K），截至2018年5月2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2013年4月17日正常偿还。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。公司代建收入减少导致营业收入有所下降，商品房销售收入占比进一步提升，受代建业务计税方式调整影响，公司综合毛利率有所下降。

2017年，公司实现营业收入13.65亿元，同比下降18.99%，系受保障房、基础设施代建项目工程进度影响。其中，公司代建业务收入

为 8.91 亿元，同比下降 26.14%，同期新开工小清河（前后洪）区域改造等 3 个代建项目，未来将对公司收入形成一定支撑作用；同期商品房销售收入稳步增长，为 4.69 亿元，主要来自人和蓝湾和龙泉首府的销售收入。跟踪期内公司物业板块、施工板块及其他业务收入规模较小，对公司营业收入影响不大。

毛利率方面，2017 年，公司营业收入综合毛利率 12.81%，同比减少 5.59 个百分点；2017 年公司将房产销售广告投入由营业成本调至销售费用，导致商品房销售毛利率水平同比上升 6.76 个百分点，同期受公司对代建业务的计税方式由营业税全面改为增值税影响，该板块毛利率同比下降 5.59 个百分点至 12.12%。

表 3　2016~2017 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建业务	120689.18	71.64	17.71	89145.31	65.32	12.12
商品房销售	46586.35	27.65	6.63	46918.58	34.38	13.39
施工业务	1128.28	0.67	27.70	--	--	--
物业服务	--	--	--	--	--	--
其他业务	69.87	0.04	100.00	418.62	0.31	96.94
合计	**168473.67**	**100.00**	**14.75**	**136482.50**	**100.00**	**12.81**

资料来源：公司审计报告注：其他业务为租赁和销售材料

2．业务经营分析

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与相关政府部门签订工程代建协议书，2016 年及以前公司与滕州市住房和城乡建设局（以下简称“滕州市住建局”）签订代建协议，2017 年以后直接与滕州市人民政府或乡镇政府（如滕州市级索镇人民政府）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滕州市住建局、滕州市人民政府或乡镇政府。项目建设过程中，滕州市住建局、滕州市人民政府或乡镇政府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，但均在 15%以上。

公司对已完工确认收入但未结算的代建项目，不计应收账款，在存货中予以反映。在实际运作中，工程结算时点受政府影响较大，仅有少量项目结算转入应收账款，其余未结算的代建项目成本及毛利仍反映在存货中。

2017 年公司新开工 1 个保障房项目，为小清河（前后洪）区域改造项目，公司与滕州市人民政府签订委托代建协议，总代建价款为 13.70 亿元；2017 年公司新开工 2 个基建项目：市政工程项目和级索镇基础设施配套项目，公司已按项目分别与滕州市人民政府和滕州市级索镇人民政府签订委托代建协议，总代建价款分别为 1.08 亿元和 4945 万元。

截至 2017 年底，公司保障房项目和基建项目计划总投资合计 65.99 亿元，已投资 52.19 亿元，累计已发生工程毛利 9.82 亿元，已完工未结算资产 54.30 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 0.50 亿元，2017 年公司收到滕州市财政局拨付的工程结算资金共计 4.33 亿元，并冲减应收账款科目，公司代建项目现金回流情况得到改善。跟踪期内，公司委托代建业务现金回收情况明显好转，未来尚需投资的金额为 15.20 亿元，投资规模较大。

表 4　截至 2017 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	总代建价款	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	192578.83	34097.49	226676.32	7421.17
	东沙河片区项目	35372.60	41604.00	29493.78	5255.72	34749.50	5878.82
	滨湖观湖社区项目	36693.29	43138.00	35857.70	6347.84	42205.54	835.59
	解放东路棚户区改造保障性安居工程	216705.13	254893.00	218627.75	44834.56	191316.31	8077.38
	小清河（前后洪）区域改造项目	119100.00	136965.00	3021.27	453.19	3474.46	116078.73
	小计	**607871.02**	**711879.00**	**479579.33**	**90988.80**	**498422.13**	**138291.69**
基建项目	解放路荆河大桥项目	21759.55	25090.00	25825.56	4054.31	24879.87	0.00
	滕州市市政及新农村建设项目	1655.00	1937.00	1651.12	284.59	1935.71	3.88
	滕州市市政建设项目	14959.00	18412.00	12365.86	2482.76	14848.62	2593.14
	市政工程项目	9350.00	10752.50	1666.61	249.99	1916.60	7683.39
	级索镇基础设施配套项目	4300.00	4945.00	845.95	126.89	972.84	3454.05
	小计	**52023.55**	**61136.50**	**42355.10**	**7198.54**	**44553.64**	**13734.46**
合计		**659894.57**	**773015.50**	**521934.43**	**98187.33**	**542975.76**	**152026.15**

资料来源：公司提供

注：解放东路棚户区改造保障性安居工程目前已经进入收尾结算，实际总投资预计将超过预计总投资，但总体超概算规模可控。

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、荷塘月色小镇和清水湾项目。公司房地产项目主要依赖项目自身销售收入来实现资金平衡；其中清水湾项目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，项目计划总投资 7.66 亿元（市政绿化不计入总投资），总建筑面积 15.81 万平方米。2015~2017 年，公司确认商品房销售收入分别为 2.05 亿元、4.66 亿元和 4.69 亿元；2017 年，公司预收房款 3.8 亿元，截至 2017 年底，公司尚未结转收入的商品房预收款为 9.15 亿元。

截至 2017 年底，公司土地均通过招拍挂取得，主要用于商品房开发，少量用于保障房建设，面积共计 74.79 万平方米，账面价值 5.02 亿元，计入“存货-开发成本”中。

未来，公司商品房项目陆续进入销售期，预收房款规模大，业务持续性有保障，尚需投资 6.98 亿元，总体上投资压力不大，但商品房项目销售进度及价格受政策和房地产行业发展影响较大，且全部位于滕州市，集中度高，存在一定的不确定性。

表 5　截至 2017 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	2017 年结转收入	计划完工时间
人和蓝湾	109870.00	109967.53	439606.00	10564.81	2018 年 7 月
龙泉首府	164189.95	119452.08	487970.00	36353.77	2018 年 12 月
荷塘月色小镇（一期）	32000.00	29407.21	563023.00	--	2018 年 3 月
清水湾项目	76553.79	53983.27	158140.00	--	2020 年 5 月
合计	**382613.74**	**312810.09**	**1085716.00**	**46918.58**	--

资料来源：公司提供

3. 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。公司拟建项目为小岗村保障房建设项目，计划总投资 7.61 亿元，预计工期为 2017 年 12 月至 2019 年 12 月。公司拟建、在建委托代建项目总投资金额为 73.6 亿元，尚需投资 22.81 亿元，在建商品房项目未来投资主要为龙泉首府、荷塘月色小镇、清水湾项目，预计

商品房建设板块尚需投资 6.98 亿元，公司未来存在一定的对外筹资压力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年合并财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对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2017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，公司财务数据可比性强。

截至2017年底，公司资产总额95.93亿元，所有者权益43.25亿元；2017年，公司实现营业收入13.65亿元，利润总额2.07亿元。

2. 资产质量

2017年底，公司资产总额95.93亿元，同比下降2.92%。其中，流动资产占比98.10%，非流动资产占比1.90%，资产结构变化不大。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**97.17**	**98.32**	**94.11**	**98.10**
货币资金	8.11	8.21	6.26	6.52
应收账款	7.23	7.31	2.89	3.01
其他应付款	6.04	6.11	5.17	5.39
存货	70.84	71.68	78.74	82.08
非流动资产	**1.66**	**1.68**	**1.82**	**1.90**
资产合计	**98.82**	**100.00**	**95.93**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2017年底，公司流动资产为94.11亿元，同比下降3.15%，主要系货币资金、应收账款和预付款项减少所致。其中，公司货币资金6.26亿元，同比减少1.85亿元，其中使用受限的货币资金为1.10亿元的长期借款质押金。

2017年底，公司应收账款分别为28898.89万元，同比减少4.34亿元，主要系滕州市财政局回款所致；目前滕州市财政局尚未支付款项占应收账款余额的99.72%，回收风险较小，其余款项按照账龄计提坏账准备17.89万元。

2017年底，公司其他应收款为5.17亿元，同比下降14.37%，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2018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，联合资信将持续关注该协议的履行情况。

表 7 2017 年底公司其他应收款欠款单位前五名情况

（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比	账龄
滕州市财政局	11007.60	21.00	2 年以内
山东滕州农村商业银行股份有限公司	29895.64	57.05	4~5 年
滕州市建设局	1951.00	3.72	1 年以内
远东国际租赁有限公司	1914.00	3.65	1~2 年
滕州市滨湖财政所	1220.00	2.29	1~2 年
合计	**45968.24**	**87.71**	--

资料来源：公司审计报告

2017年底，公司存货为78.74亿元，同比增长11.16%，其中已完工未结算代建投入为54.30亿元，开发成本为20.12亿元，开发产品为4.32亿元；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年底，解放路荆河大桥项目结算0.50亿元，解放东路棚户区改造保障性安居工程项目结算7.22亿元，其余项目正在办理结算。

非流动资产

2017年底，公司非流动资产为1.82亿元，同比增长10.15%，主要系在建工程大幅增长所致。其中，公司可供出售金融资产为0.96亿元，为2015年公司对滕州农商行的出资，目前持股10.00%；公司长期股权投资3119.54万元，变动

不大，为公司对山东明建融资担保股份有限公司的投资，持股比例约为31.40%，每年变动系确认的投资损益所致。

总体看，公司资产仍以流动资产为主，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资产；此外，跟踪期内公司收到代建项目结算工程款，资金回收效率有所提升；整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益43.25亿元，同比增长4.11%；其中公司实收资本为3.53亿元，同比增长120.58%，资本公积为25.44亿元，同比下降7.05%。跟踪期内，经股东会决议通过，由资本公积转增实收资本1.93亿元。截至2017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8.16%、58.83%、3.17%和29.84%。

整体看，跟踪期内公司所有者权益持续增长，且资本公积占比较大，所有者权益稳定性较好。

负债

2017年底，公司负债总额52.69亿元，同比下降8.03%，其中流动负债和非流动负债分别占47.86%和52.14%。

2017年底，公司流动负债25.21亿元，同比变动不大，在构成方面，公司流动负债主要由预收款项（占48.10%）、一年内到期的非流动负债（占22.30%）和应交税费（占11.74%）构成。

2017年底，公司预收款项12.13亿元，同比增长20.81%，主要系公司及子公司预售房地产项目形成的预收房款，尚未交付结转收入所致；公司其他应付款1.98亿元，同比大幅下降72.38%，主要系公司支付与山东明建融资担保股份有限公司及滕州市城市国有资产经营有限公司的往来款所致；公司新增一年内到期的非流动负债为5.62亿元，同比增长76.72%，系公司发行的5亿元“15滕建01”即将于2018年12月21日到期，余额转入该科目所致。

2017年底，公司非流动负债为27.47亿元，同比下降14.64%；公司非流动负债由长期借款（占52.42%）、应付债券（占47.04%）及专项应付款（占0.54%）构成。

2017年，公司长期借款14.40亿元，包括保证借款（10.56亿元）、保证及质押借款（2.35亿元）、信用借款（1.49亿元）；公司应付债券为12.92亿元，同比减少4.86亿元，系将即将到期的5亿元“15滕建01”转入一年内到期的非流动负债所致；目前公司存续债券为5亿元“16滕建投”和8亿元“15滕建投债”；公司专项应付款1500.00万元，系收到滕州市财政局转付的城镇保障性安居工程中央级专项资金，专项用于小岗村保障性住房建设项目。

表 8　2016~2017 年公司债务情况

（单位：亿元）

科　目	2016 年	2017 年
短期债务	3.33	5.82
长期债务	32.18	27.32
全部债务	35.51	33.14

资料来源：联合资信根据审计报告整理

从有息债务来看，2017年底公司全部债务33.14亿元，同比下降6.67%，其中，短期债务占17.56%，长期债务占82.44%，公司债务结构以长期债务为主。从偿债指标来看，2017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同比分别减少3.05个、2.7个和4.93个百分点，2017年底分别为54.92%、43.39%和38.72%；有息债务分布来看，公司2018年和2019年到期债务规模分别为7.42亿元和11.94亿元。

跟踪期内，公司对外融资规模有所下降，债务结构以长期债务为主，债务负担处于适中水平。

4. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入13.65亿元，同比下降18.99%，主要系工程代建收入减少所

致。2017年，公司营业成本11.90亿元，同比下降17.15%。受营业成本降幅小于营业收入影响， 2017年，公司营业利润率同比下降2.41个百分点至8.82%。

表 9　2016~2017 年公司盈利能力情况

（单位：亿元、%）

科　目	2016 年	2017 年
营业收入	16.85	13.65
其他收益	--	1.50
营业外收入	1.04	--
利润总额	2.48	2.07
营业利润率	11.23	8.82
总资本收益率	3.05	2.24
净资产收益率	5.67	3.95

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2017年，公司期间费用率4.72%，同比增加2.26个百分点，主要系房地产项目陆续进入宣传销售期，公司销售费用快速增长所致。同期，公司投资收益449.97万元，跟踪期内公司理财产品收益大幅增长，为447.16万元，其余为长期股权投资收益。

近年来，公司营业外收入以政府补助为主。2017年，公司获得政府补助1.50亿元，计入其他收益科目，主要为滕州市财政局拨付的城建项目工程补贴资金。跟踪期内，公司实现利润总额2.07亿元。

2017年，公司总资本收益率和净资产收益率呈下降趋势，分别为2.24%和3.95%。

跟踪期内，代建收入有所减少导致公司营业收入有所下降；公司自身盈利能力较弱，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，2017年，公司经营活动现金流入量18.08亿元；其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为12.79亿元，同比增长29.03%，主要系公司商品房项目预售收到的现金大幅增长；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，已结算代建项目整体回款情况差，跟踪期内，公司现金收入比93.73%，同比提升34.88个百分点，公司收现质量的改善主要来自商品房预售以及代建项目回款。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，2017年为5.29亿元。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，近三年持续减少，2017年为12.55亿元；2017年，公司经营活动产生的现金流量净额3.28亿元。

从投资活动看，2017年公司投资活动主要体现为投资银行理财产品。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额-0.38亿元。

2017年，公司筹资活动产生的现金流入5.65亿元，主要为取得银行借款；同期公司筹资活动产生的现金流出11.10亿元，近两年随着债务到期，公司偿还债务支出的现金规模较大。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额-5.46亿元，跟踪期内，公司筹资取得现金规模明显下降，筹资活动现金流量净额转为负值，公司利用期初现金及等价物进行资金平衡。

表 10　2016~ 2017 年公司现金流情况

（单位：万元、%）

科　目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	117631.04	180824.03
经营活动现金流出量	152145.90	148001.50
经营活动现金流净额	-34514.86	32822.53
投资活动现金流净额	35956.35	-3783.82
筹资活动现金流净额	52591.72	-54565.31
现金收入比	58.85	93.73

资料来源：联合资信根据审计报告整理

跟踪期内，受益于代建业务资金回流情况好转及商品房项目预售的现金流入，公司整体收现质量有所改善，经营活动实现净现金流入；公司筹资活动现金流入规模明显下降，但随着公司债务陆续到期和项目投资增加，未来存在一定的对外融资压力。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2017年底，公司流动比率和速动比率分别为373.25%和60.96%，较2016年底分别下降13.85个和43.94个百分点。2017年公司经营活动现金净流量为3.28亿元，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为1.08倍。总体来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，受公司EBITDA呈下降趋势影响，2015~2017年公司全部债务/EBITDA分别为11.82倍、14.16倍和15.37倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力持续减弱。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2018年3月底，公司共获得银行授信总额23.31亿元，已使用16.11亿元，尚未使用7.20亿元为中国农业发展银行滕州支行提供的项目贷款，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2018年3月底，公司对外担保余额10.92亿元，担保比率25.25%（以2017年底所有者权益43.25亿元为基数），被担保公司主要为国有企业及房地产开发企业，主要为滕州市房屋管理局及滕州市国有资产管理局持股或控股，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，其余均未发现经营异常。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 11 截至 2018 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

单位名称	担保余额	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
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
滕州市凯盛园林绿化有限公司	1600.00	2016.12-2018.12
滕州市民泰市政工程有限公司	1600.00	2016.12-2018.12
合计	**109200.00**	--

资料来源：公司提供

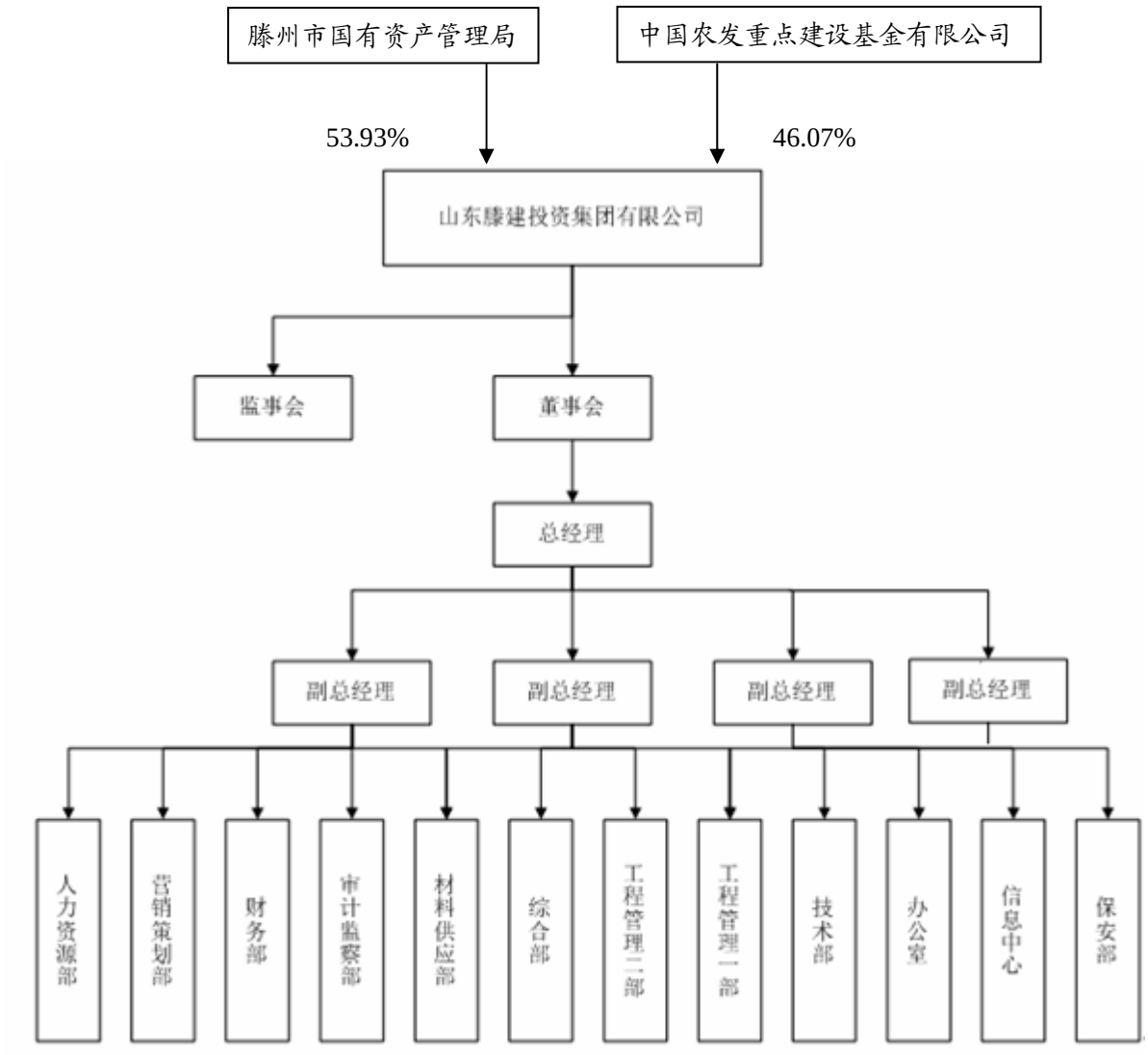
九、存续期债券偿债能力分析

公司存续债券“15 滕建投债/PR 滕建债”设置本金分期偿付条款，即在存续期的 3~7 年每年偿付债券本金的 20%，公司于 2018 年进入第一个分期偿还本金年度，目前已足额按时偿付分期本金 1.60 亿元，债券余额为 6.40 亿元。2017 年，公司 EBITDA 值 2.16 亿元，为债券余额 0.34 倍，为分期偿还本金 1.35 倍；公司经营活动的现金流入量 18.08 亿元，为债券余额 2.83 倍，为分期偿还本金的 11.30 倍；同期公司经营活动现金流量净额 3.28 亿元，为债券余额的 0.51 倍，为分期偿还本金的 2.05 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对“15 滕建投债/PR 滕建债”债券余额的保障能力尚可，对分期偿付本金的覆盖能力较强。

十、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”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　2018 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2　2018 年 3 月底公司子公司构成明细

子公司名称	注册资本（万元）	经营范围	权益比例
山东滕建投资集团汇鑫置业有限公司	3900	房地产开发，商品房销售；小区维护、维修；社区服务；房屋租赁。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100%
山东滕建投资集团兴唐工程有限公司	2000	房屋工程建筑；土木工程建筑；地基与基础工程施工；管道工程施工；防腐保温工程施工；建筑防水工程施工；钢结构工程施工；机电设备安装工程施工；起重设备安装工程施工；起重设备安装工程施工；市政公用工程施工；智能化施工；建筑安装；建筑装饰（凭安全生产许可证经营）；工程准备；建筑工程机械与设备租赁；园林绿化。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100%
山东兴滕置业有限公司	10000	新农村基础建设及配套基础建设；农村住房拆迁；农村安置房建设；土地复垦；挂钩土地整理开发及出让；园林绿化；房地产开发与销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100%
山东滕建投资集团善国物业有限公司	500	物业服务；家政服务；房屋修缮；室内装饰装修；水电暖安装、维修（不含压力容器）；园林绿化工程；房屋租赁。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100%
滕州旺禾园林工程有限公司	1200	园林绿化工程施工；销售：花卉、草木。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100%
滕州市地景建设投资有限责任公司	10100	园林绿化；房地产开发与销售；物业管理；项目建设投资。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100%
滕州市兴滕建筑科技发展有限公司	500	土木工程、建筑安装、室内外装饰装修、地基与基础工程、钢结构工程、建筑工程防水、防腐保温，消防工程设计与施工；门窗制作安装；市政工程、公路工程、园林绿化施工；机电设备安装（特种设备除外）；农业技术开发；机电设备、建材、消防器材、混凝土预制构件销售（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100%
滕州博诚路桥建设工程有限公司	2500	城市道路、桥梁、隧道、公共广场工程施工；城市供水工程、排水工程、污水处理工程施工；城市及道路照明工程施工；园林绿化工程施工；城市生活垃圾处理工程施工及管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100%
山东滕建投资集团兴建搬迁咨询服务有限公司	300	搬迁咨询服务，拆迁效益分析。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100%

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.71	8.11	6.26
资产总额(亿元)	78.49	98.82	95.93
所有者权益(亿元)	36.66	41.54	43.25
短期债务(亿元)	8.34	3.33	5.82
长期债务(亿元)	21.54	32.18	27.32
全部债务(亿元)	29.88	35.51	33.14
营业收入(亿元)	13.40	16.85	13.65
利润总额(亿元)	2.47	2.48	2.07
EBITDA(亿元)	2.52	2.51	2.16
经营性净现金流(亿元)	-10.83	-3.45	3.28
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1017.67	4.66	2.70
存货周转次数(次)	0.29	0.22	0.16
总资产周转次数(次)	0.34	0.19	0.14
现金收入比(%)	27.26	58.85	93.73
营业利润率(%)	12.79	11.23	8.82
总资本收益率(%)	3.05	3.05	2.24
净资产收益率(%)	5.53	5.67	3.95
长期债务资本化比率(%)	37.02	43.65	38.72
全部债务资本化比率(%)	44.91	46.09	43.39
资产负债率(%)	53.30	57.97	54.92
流动比率(%)	380.28	387.10	373.25
速动比率(%)	92.05	104.90	60.96
经营现金流动负债比(%)	-53.38	-13.75	13.02
全部债务/EBITDA(倍)	11.82	14.16	15.37

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。