信用等级公告

联合〔2019〕1415 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相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东滕建投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“15 滕建投债/PR 滕建债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十七日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://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	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 滕建投债/PR 滕建债	4.80 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：2019 年 6 月 17 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	8.11	6.26	9.96
资产总额(亿元)	98.82	95.93	102.64
所有者权益(亿元)	41.54	43.25	46.37
短期债务(亿元)	3.33	5.82	9.22
长期债务(亿元)	32.18	27.32	26.01
全部债务(亿元)	35.51	33.14	35.23
营业收入(亿元)	16.85	13.65	17.04
利润总额(亿元)	2.48	2.07	2.34
EBITDA(亿元)	2.51	2.16	2.50
经营性净现金流(亿元)	-3.45	3.28	6.18
营业利润率(%)	11.23	8.82	10.07
净资产收益率(%)	5.67	3.95	3.90
资产负债率(%)	57.97	54.92	54.83
全部债务资本化比率(%)	46.09	43.39	43.18
流动比率(%)	387.10	373.25	323.49
经营现金流动负债比(%)	-13.75	13.02	20.60
全部债务/EBITDA(倍)	14.16	15.37	14.08
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	1.12	1.17

分析师：郝一哲　唐　嵩

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；公司在资金注入和财政补贴方面持续获得外部支持。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、代建项目投资及应收类款项占款规模大、债务规模和对外担保规模较大、未来存在较大的资本支出压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

近年来滕州市经济不断发展，公司保障房和基建业务持续稳定发展，随着前期开发的商品房逐步进入销售期，公司商品房项目可得到滚动开发，支撑公司整体收入规模，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，能有效降低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，“15滕建投债/PR滕建债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 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，跟踪期内公司获得股东资金注入和政府补助，外部支持持续性较好。
3. 跟踪期内，公司与代建项目委托方对大量代建项目进行决算，当年实现回款规模较大，代建业务回款情况明显改善。
4. “15滕建投债/PR滕建债”设置本金分期等额偿还条款，能有效降低公司的集中偿付压力。

关注

1. 公司资产以存货、应收类款项为主，存货构成为已部分完工未决算代建项目的相关成本及毛利、房地产开发成本，公司资产流动性较弱，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，公司存在较大的资本支出压力。
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（以下简称“公司”）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，公司股东滕州市国有资产管理局（以下简称“滕州市国资局”）实缴货币出资1.31亿元，增加实收资本1.31亿元。截至2018年底，公司注册资本和实收资本均为4.84亿元，其中滕州市国资局出资占比53.93%，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金公司”）出资占比46.07%。公司控股股东为滕州市国资局，公司实际控制人为滕州市人民政府。跟踪期内，公司经营范围及组织结构情况未发生变化。

截至2018年底，公司资产总额102.64亿元，所有者权益46.37亿元；2018年，公司实现营业收入17.04亿元，利润总额2.34亿元。

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

截至跟踪评级日，公司存续债券“15滕建投债/PR滕建债”债券余额为4.8亿元，公司已按时付息，并按时偿还分期偿付本金1.60亿元，募集资金全部按照约定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2018年底，已投资23.40亿元，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。

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	4.80	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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债

券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头

和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府

投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合

	〔2018〕101 号	各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信整理

行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

2. 区域经济环境

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。滕州区位优越，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—2018年《滕州市国民经济和社会发展统计公报》，滕州市实现生产总值（GDP）分别为1064.8亿元、1150.37亿元和1196.32亿元。按照产业来看，2018年滕州市第一产业实现增加值74.99亿元，同比增长2.8%；第二产业实现增加值590.83亿元，同比增长5.0%；第三产业实现增加值530.51亿元，同比增长4.9%，三次产业比例为6.3:49.4:44.3。2018年，滕州市人均地区生产总值71214元，增长4.4%。

滕州市固定资产投资平稳增长。2018年，滕州市固定资产投资增长2%。分产业看，第一产业投资增长89.2%；第二产业投资增长19.8%，其中，工业投资增长15.1%；第三产业投资下降5.9%。滕州市房地产市场投资增长明显，但销售有所回落，2018年房地产开发投资完成86.55亿元，增长27.6%，房屋施工面积768.1万平方米，增长3.5%，房屋销售面积122.3万平方米，

下降32.9%，房屋销售额72.98亿元，下降19.6%。

根据滕州市预算执行情况表以及滕州市政府信息公开披露，2016—2018年滕州市一般预算收入分别为69.00亿元、70.36亿元和70.6亿元，其中税收收入分别为46.45亿元、50.05亿元和52.68亿元，占比分别为67.30%、71.10%和74.6%，前十大纳税企业以烟草、煤炭、房地产、化工和电力等行业为主；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。2016—2018年，滕州市一般预算支出分别为88.16亿元、84.07亿元和91.85亿元，2018年滕州市财政自给率为76.86%，同比下降6.83个百分点。

截至2018年底，滕州市地方债务余额126.53亿元，其中一般债务余额为57.94亿元，专项债务余额为68.59亿元，同期滕州市债务限额为129.61亿元，其中一般债务59.43亿元，专项债务70.18亿元。

总体看，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，地方财政实力较强，2018 年底地方政府债务规模较大。

六、基础素质分析

公司是滕州市重要的基础设施和保障房建设主体，同时开展商品房开发业务，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城建项目工程财政补贴 1.00 亿元，计入其他收益。同期，公司股东滕州市国资局对公司实缴出资 1.31 亿元。

根据《企业信用报告（自主查询版）》（机构信用代码：G1037048100069340K），截至 2019 年 5 月 15 日，公司无未结清不良信贷信息，已结清信贷中有 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

公司是滕州市重要的保障房及基础设施建设主体。跟踪期内，公司收入来源未发生变化。

2018 年，公司营业收入为 17.04 亿元，同比增长 24.84%，主要为基础设施代建收入和房屋销售收入。受保障房、基础设施代建项目工程进度影响，近年来公司代建业务收入有所波动，2018 年为 10.10 亿元，同比增长 13.36%。2018 年，公司房产销售稳步增长，为 6.89 亿元，主要来自龙泉首府等商品房项目结转销售收入。同期，公司施工业务及其他业务收入规模仍较小，对公司营业收入影响不大。

毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率有所下降，主要是占公司营业收入比重最大的代建业务毛利率下降，从而拉低公司综合毛利率水平。公司代建业务毛利率水平受增值税税率变化而持续下降，即 2017 年前开发项目采用简易计税增值税税率 3%，此后开工项目按应税收入的 11%计算销项税，随着 2017 年前开工项目结转收入逐年减少，毛利率水平逐年降低。此外，公司 2016 年为促进房产销售而加大广告投入，同时利息资本化较多，导致当年房屋销售业务毛利率水平为 6.63%，近两年相对稳定。

表 3　2016—2018 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			2018 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	120689.18	71.64	17.71	89145.31	65.32	12.12	101046.93	59.31	10.90
房屋销售	46586.35	27.65	6.63	46918.58	34.38	13.39	68933.59	40.46	12.88

施工业务	1128.28	0.67	27.70	--	--	--	--	--	--
其他业务	69.87	0.04	100.00	418.62	0.31	96.94	391.82	0.23	99.19
合计	**168473.67**	**100.00**	**14.75**	**136482.50**	**100.00**	**12.81**	**170372.35**	**100.00**	**11.90**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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。公司针对每个代建项目与各个委托方签订工程代建协议书，2016 年及以前公司与滕州市住建局签订代建协议，2017 年以后直接与滕州市各级人民政府或区域内国企签订工程代建协议书。公司受托作为项目的投资主体，组织实施施工单位招标、项目现场施工管理和配套建设等，公司在项目建设完工并经竣工验收合格后根据协议移交给委托方。项目建设过程中，委托方每年按照工程进度确认公司代建收入，全部的代建收入由合同代建投资款、投资利息和合理的投资回报构成，每个代建项目的投资回报单独确定，但均在 15%以上。

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

公司保障房项目的委托方主要为滕州市住建局。截至 2018 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。2018 年公司新开工 1 个保障房项目，为滕州市墨子创智园智能智造小镇项目，该片区由滕州市国资局全资持股公司滕州市工业资产运营有限公司（以下简称“工业资产公司”）负责开发，工业资产公司将片区内保障房项目委托给公司代建，并签订委托代建协议。截至 2018 年底，公司保障房项目总代建价款共计 69.49 亿元。

公司基建项目的委托方包括滕州市住建局、滕州市人民政府和滕州市级索镇人民政府。截至 2018 年底，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。2017 年公司开工 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。截至 2018 年底，公司基础设施建设项目总代建价款共计 6.11 亿元。

截至 2018 年底，公司委托代建项目计划总投资合计 64.08 亿元，已投资 61.20 亿元，累计已发生工程毛利 11.50 亿元。

2016—2018 年，公司实现代建业务收入分别为 12.07 亿元、8.91 亿元和 10.10 亿元，累计计入存货中已部分完工决算资产，2018 年对东沙河片区等 4 个项目进行决算，完成工程结算 17.39 亿元，转入应收账款科目。回款方面，2016 年公司未收到结算拨款，2017 和 2018 年公司收到滕州市财政局拨付的结算资金分别为 4.33 亿元和 10.36 亿元，并冲减应收账款科目。截至 2018 年底，公司存货中已部分完工未决算资产为 48.10 亿元，应收账款中工程结算款 9.91 亿元。

总体来看，跟踪期内公司委托代建业务现金回收情况有所好转，但已部分完工确认收入但未决算资产规模仍很大，结算进度受制于政府安排，具有一定不确定性，对公司资金形成占用。未来代建项目待滕州市各级政府委派，目前公司无拟建代建项目，考虑到滕州市经济发展程度及对基础设施建设的需求，公司代建业务未来发展空间仍较大，随着在建项目的持续推动，公司代建收入仍可维持在一定水平。

公司未来尚需投资的金额为 2.88 亿元，代建项　　目投资压力不大。

表 4　截至 2018 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	合同金额	累计已投资金额	累计已发生工程毛利	工程施工
保障房项目	天时嘉苑地利华庭小区项目	200000.00	235279.00	211399.46	37394.57	248794.03
	东沙河片区项目	35372.60	41604.00	33464.82	5970.51	0.00
	滨湖观湖社区项目	36693.29	43138.00	46690.96	8297.82	0.00
	解放东路棚户区改造保障性安居工程	216705.13	254893.00	234026.45	47606.32	209486.78
	滕州市墨子创智园智能智造小镇	100000.00	120000.00	34356.51	6871.30	277.81
	小计	**588771.02**	**694914.00**	**559938.2**	**106140.52**	**458558.62**
基建项目	解放路荆河大桥项目	21759.55	25090.00	31492.77	5074.40	0.00
	滕州市市政及新农村建设项目	1655.00	1937.00	1651.12	284.59	0.00
	滕州市市政建设项目	14959.00	18412.00	14228.77	2818.09	17046.86
	市政工程项目	9350.00	10752.50	3030.80	454.62	3485.42
	级索镇基础设施配套项目	4300.00	4945.00	1629.52	244.43	1873.95
	小计	**52023.55**	**61136.50**	**52032.98**	**8876.13**	**22406.23**
合计		**640794.57**	**756050.50**	**611971.18**	**115016.65**	**480964.85**

资料来源：公司提供

注：部分项目实际总投资超过预计总投资，但总体超概算规模可控，结算时以实际投资发生额为准；工程施工为已部分完工确认收入但未决算的工程投入

房地产业务

公司承担了滕州市部分保障性住房建设任务，同时也根据市场需求和自身开发能力开展商品房项目的建设和开发。

截至 2018 年底，公司在建房地产开发项目包括龙泉首府、荷塘月色小镇等 6 个项目，主要依赖项目自身销售收入实现资金平衡。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。另外，小清河（前后洪）项目以及小岗项目采用向符合条件的周边居民定向销售模式，计划总投资共计 19.51 亿元，目前处于前期建设阶段。

2016—2018 年，公司确认商品房销售收入分别为 4.66 亿元、4.69 亿元和 6.89 亿。截至 2018 年底，公司尚未结转收入的商品房预收款为 12.54 亿元。

截至 2018 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。目前账面土地面积共计 81.29 万平方米，账面价值 7.40 亿元，计入“存货-开发成本”中。

公司房地产项目采取滚动开发，前期开发项目多进入销售期，能够实现一部分资金回笼，未来在建项目尚需投资 23.84 亿元，公司具有较大的投资压力，其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，存在一定的不确定性。

表 5　截至 2018 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	累计销售面积	2018 年结转收入
人和蓝湾	109870.00	109967.53	439606.00	418065.31	17743.93
龙泉首府南区	164189.95	133623.03	487970.00	456398.34	32018.82
荷塘月色小镇	32000.00	29407.21	144848.00	0.00	0.00
清水湾项目	76553.79	60779.40	158140.00	102648.00	19170.84
小清河（前后洪）项目	119002.79	3484.17	334500.00	0.00	0.00
小岗项目	76118.00	2058.65	235127.00	0.00	0.00

合计	577734.53	339319.99	1800191.00	977111.65	68933.59

资料来源：公司提供

施工业务

公司施工业务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。2016 年，公司实现收入 1128.28 万元，毛利率 27.70%，近两年公司施工业务未取得收入，主要系兴唐工程公司主要为公司本部及子公司的项目提供工程服务，当期未承接外部施工业务，导致合并口径未产生收入。

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。未来公司仍将围绕主业，积极拓展上下游业务，根据市场环境适当开展商品房项目，提高资金周转和盈利能力，2018 年公司购入山东明建融资性担保有限公司（以下简称“融资担保公司”），可开展一定的担保业务，推动公司业务及收入多元化发展。公司暂无拟建项目，在建委托代建项目尚需投资规模不大，在建商品房项目存在较大的投资压力，公司未来存在一定的对外筹资压力，此外，房地产销售及资金回笼受市场行情、宏观调控等影响大，收益实现时点及规模存在不确定性。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年合并财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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2018年底，公司纳入合并范围的子公司共计10家。2018年公司收购融资担保公司股权，合并范围新增1家子公司。总体看，跟踪期内公司合并范围变化对财务数据可比性影响小。

截至2018年底，公司资产总额102.64亿元，所有者权益46.37亿元；2018年，公司实现营业收入17.04亿元，利润总额2.34亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额102.64亿元，同比增长6.99%，主要系货币资金、应收账款和可供出售金融资产增长所致。近年来，公司流动资产占比有所下降，2018年底为94.58%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2018年底，公司流动资产为97.08亿元，同比增长3.15%，主要来自货币资金和应收账款的增长。

表 6　2016—2018 年公司资产构成情况（单位：亿元、%）

科　目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.11	8.21	6.26	6.52	9.96	9.70
应收账款	7.23	7.31	2.89	3.01	9.93	9.67
预付款项	4.79	4.85	0.82	0.85	1.09	1.07
其他应收款	6.04	6.11	5.17	5.39	4.32	4.21
存货	70.84	71.68	78.74	82.08	71.77	69.92
流动资产	**97.17**	**98.32**	**94.11**	**98.10**	**97.08**	**94.58**
可供出售金融资产	0.96	0.97	0.96	1.00	4.79	4.66

非流动资产	1.66	1.68	1.82	1.90	5.57	5.42
资产总额	98.82	100.00	95.93	100.00	102.64	100.00

资料来源：公司审计报告

2018年底，公司货币资金9.96亿元，同比增长59.16%，主要来源于长期借款的增加及股东出资款到位，其中使用受限的货币资金为长期借款质押保证金1.10亿元。

2018年底，公司应收账款为9.93亿元，同比增加7.04亿元。2018年公司完成对东沙河片区等四个项目的结算，工程结算款17.39亿元转入应收账款，公司获得回款10.36亿元。2018年底，滕州市财政局尚未支付工程款项占应收账款余额的99.80%，回收风险较小，但对公司资金形成占用，其余款项按照账龄累计计提坏账准备35.12万元。

2018年底，公司预付款项为1.09亿元，同比增长33.68%，主要构成为未结算的预付工程款。

2018年底，公司其他应收款为4.32亿元，同比下降16.42%。公司应收滕州市财政局、滕州市建设局等政府单位的款项为3.21亿元，占其他应收账款余额的72.02%，发生坏账可能性较小，不计提坏账准备；其余部分按照账龄组合进行分析，累计计提坏账准备0.13亿元；前五大欠款单位余额合计3.55亿元，占其他应收款79.70%，款项较为集中。总体上，公司其他应收款以应收政府单位款项为主，对公司资金占用明显，此外公司应收工业资产公司等公司的款项账龄偏长，持续计提坏账准备，存在一定的回收风险。

表 7　2018 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	坏账准备余额
滕州市财政局	28051.29	62.91	--
滕州市工业资产运营有限公司	2122.00	4.76	106.10
滕州市建设局	1951.00	4.38	--
远东国际租赁有限公司	1914.00	4.29	382.80
山东大宗生物开发股份有限公司	1500.00	3.36	75.00
合计	35538.29	79.70	517.46

资料来源：公司审计报告

2018年底，公司存货为71.77亿元，同比下降8.85%，系2018年公司完成工程结算17.39亿元，转入应收账款所致。公司存货包括已部分完工未决算代建投入48.10亿元、开发成本22.34亿元以及少量开发产品。

非流动资产

2018年底，公司非流动资产为5.57亿元，同比增加3.75亿元，主要系可供出售金融资产大幅增长所致。

2018年底，公司可供出售金融资产4.79亿元，同比增加3.83亿元，公司对枣庄银行股份有限公司进行股权投资3.82亿元，持股比例为9.9%，同时对滕州农商行增资60.36万元，持股比例为10%。同期，公司获得滕州农商行现金分红301.82万元。

受限资产方面，截至2018年底，公司受限资产合计1.10亿元，为货币资金中借款质押金。

总体看，跟踪期内公司资产仍以流动资产为主，流动资产中存货和应收类款项占比较大，项目结算及工程回款主要取决于政府安排，对公司资金占用明显。整体上，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018年底，公司所有者权益46.37亿元，同比增长7.21%，主要系公司股东持续注资及经营利润持续留存导致实收资本及未分配利润增长所致；构成方面，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占10.45%、54.87%、3.33%和31.35%。

2018年底，公司实收资本为4.84亿元，同比增长37.11%，滕州市国资局对公司增资，增

加实收资本1.31亿元。同期，公司实收资本中农发基金公司投资2.23亿元，根据双方签订的协议，农发基金公司按照1.2%/年获取利息收益，不参与公司日常经营管理，未来可通过公司控股股东收购股权或减少注册资本的方式实现退出。2018年底，公司资本公积为25.44亿元，同比无变化。

整体看，跟踪期内公司所有者权益持续增长，稳定性较好。

负债

2018年底，公司负债总额56.28亿元，同比增长6.82%。近年来流动负债占比持续上升，2018年底为53.32%，超过非流动负债成为负债主要构成。

2018年底，公司流动负债30.01亿元，同比增长19.02%；在构成方面，公司流动负债主要由预收款项（占41.79%）、一年内到期的非流动负债（占29.40%）和其他应付款（占10.66%）构成。

2018年底，公司预收款项12.54亿元，同比增长3.41%，均为公司及子公司房地产项目形成的预收房款。

2018年底，公司其他应付款3.20亿元，同比增长61.97%，主要为公司与滕州市城市国有资产经营有限公司、房地产开发商、水泥和建材供货商之间产生的往来款。

2018年底，公司一年内到期的非流动负债为8.82亿元，同比增长56.94%，其中一年内到期的应付债券为6.59亿元。

2018年底，公司非流动负债为26.27亿元，同比下降4.38%；公司非流动负债由长期借款（占80.85%）、应付债券（占18.16%）及长期应付款（占0.99%）构成。

2018年底，公司长期借款为21.24亿元，同比增长47.5%，包括保证借款（占34.34%）、保证+质押/抵押借款（占49.60%）、信用借款（占16.06%）。

2018年底，公司应付债券为4.77亿元，为“15滕建投债/ PR滕建债”债券余额，同比减少8.15亿元，系公司分期偿还“15滕建投债”本金1.6亿元，并将即将到期的“16滕建投”债券余额5亿元以及“15滕建投债”分期还本1.6亿元转入一年内到期的非流动负债所致。

从有息债务来看，2018年底，公司全部债务为35.23亿元，同比增长6.29%。公司短期债务占比有所上升，2018年底为26.18%，同比增加8.62个百分点，但公司债务结构仍以长期债务为主。从债务期限分布来看，以2018年底债务余额为基础，公司未来三年到期债务分别为9.22亿元、3.60亿元和5.29亿元，兑付集中度一般。

从偿债指标来看，跟踪期内公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，2018年底，公司上述指标分别为54.83%、43.18%和35.94%，主要是得益于股东注资和未分配利润留存导致所有者权益增加，债务负担有所下降。考虑到农发基金公司对公司的投资具有一定的债权特性，公司实际债务指标及债务负担将略高于上述指标值。公司整体债务水平处于适宜范围。

表 8　公司债务情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
短期债务	3.33	5.82	9.22
长期债务	32.18	27.32	26.01
全部债务	35.51	33.14	35.23
长期债务资本化比率	43.65	38.72	35.94
全部债务资本化比率	46.09	43.39	43.18
资产负债率	57.97	54.92	54.83

资料来源：联合资信根据审计报告整理

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模有所上升，短期债务规模明显上升，但债务结构仍以长期债务为主，整体债务负担处于适中水平。

4. 盈利能力

2018年，公司营业收入为17.04亿元，同比增长24.83%，代建及房产销售收入均有所增加。公司营业成本为15.01亿元，同比增长26.14%。同期，公司营业利润率有所上升，同比增加1.25

个百分点至10.07%。

表 9　公司盈利能力情况　（单位：亿元、%）

科　目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	16.85	13.65	17.04
政府补贴	1.03	1.50	1.00
利润总额	2.48	2.07	2.34
营业利润率	11.23	8.82	10.07
总资本收益率	3.05	2.24	2.22
净资产收益率	5.67	3.95	3.90

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2018年，公司期间费用率明显下降2.85个百分点至1.87%，系前两年公司房地产项目陆续进入宣传销售期，公司销售费用快速增长，导致期间费用率明显上升，2018年公司销售费用回落至204.29万元。同期，公司管理费用和财务费用均有所上升，2018年分别为2067.92万元和914.72万元，公司利息费用更多地进行资本化处理，导致财务费用规模较小。

2018年，公司投资收益为416.06万元，主要为公司对滕州农商行的股权投资取得分红。

2017年和2018年，公司获得政府补助分别为1.50亿元和1.00亿元，体现在营业外收入或其他收益。同期，公司实现利润总额分别为2.07亿元和2.34亿元。

2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.22%和3.90%，同比略有下降。

跟踪期内，公司代建业务及房产销售收入均有所增加，营业收入明显提升，但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。

5. 现金流

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入量上升为21.18亿元。其中公司销售商品、提供劳务收到的现金为11.51亿元，同比下降10%，主要为公司商品房项目预售收到的现金以及收到滕州市财政局支付的代建工程款；2018年公司现金收入比为67.58%，同比下降26.15个百分点，2018年公司房产预售资金流入规模较小，导致收入实现质量有所下降。此外公司收到的其他与经营活动有关的现金为往来款以及少量利息收入、政府补助等，2018年增长为9.66亿元。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，2018年为13.36亿元；公司支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款以及各类费用，2018年为0.63亿元。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额6.18亿元。

表 10　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科　目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	11.76	18.08	21.18
经营活动现金流出量	15.21	14.80	14.99
经营活动现金流净额	-3.45	3.28	6.18
现金收入比	58.85	93.73	67.58
投资活动现金流净额	3.60	-0.38	-3.68
筹资活动现金流净额	5.26	-5.46	1.20

资料来源：联合资信根据审计报告整理

从投资活动看，2018年公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金2.01亿元，同比有所下降，系理财产品到期收回；2018年，公司投资活动现金流出主要为投资支出的现金5.63亿元，主要为购买理财产品支出，2018年还包括对枣庄银行股份有限公司的投资款3.82亿元。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额-3.68亿元，净流出规模有所扩大。

2018年，公司筹资活动产生的现金流入12.77亿元，主要为取得银行借款。2018年，公司筹资活动产生的现金流出11.57亿元，随着债务到期公司偿债资金流出保持较大规模。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为1.20亿元，随着2018年下半年融资环境的逐步好转，公司筹资活动现金净流量由负转正。

总体看，跟踪期内，公司经营活动净流入规模有所提升，但收现质量仍处于一般水平；公司投资活动资金缺口有所扩大，得益于融资环境改善，2018 年公司筹资活动体现为现金净流入，但随着公司债务陆续到期和在建项目投资增加，公司仍存在较大的融资需求。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2018年，公司流动比率有所下降，速动比率有所上升，2018年底分别为323.49%和84.33%，同比分别变动-49.76个和23.37个百分点。2018年，公司经营现金流动负债比为20.6%，保障能力较弱。2018年，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，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，近年来公司有息债务和EBITDA均有所波动。2018年，公司全部债务/EBITDA为14.08倍，保障能力偏弱。

截至2018年底，公司共获得银行授信总额33.31亿元，已使用26.89亿元，尚未使用6.42亿元，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年底，公司对外担保余额11.12亿元，担保比率23.98%，2018年新增被担保公司主要为滕州高铁新区管理委员会控股公司山东联迪建设集团有限公司下属子公司，目前被担保公司正常经营。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	2018.1-2019.1
滕州市民泰市政工程有限公司	1600.00	2018.1-2019.2
滕州市中远建设有限公司	2000.00	2018.1-2019.1
合计	**111200.00**	--

资料来源：公司提供

总体上，跟踪期内公司短期债务持续增长，现金类资产对短期债务覆盖程度尚可，长期偿债指标仍较弱，考虑到公司业务在区域内的地位以及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，公司整体偿债能力强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为96.27亿元，同比增长11.5%。母公司资产占合并口径资产总额的93.79%。其中，流动资产为85.21亿元。从构成看，母公司资产构成与合并口径资产构成基本一致。

截至2018年底，母公司所有者权益为42.48亿元，同比增长7.73%。其中，实收资本和资本公积分别为4.84亿元和22.22亿元。公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债规模同比增长14.66%，其中流动负债占比为51.16%。同期，母公司资产负债率为55.87%，同比略有下降，整体债务负担尚可。

2018年，母公司营业收入为13.13亿元，占合并口径营业收入的77.07%。营业成本为11.60亿元。母公司净利润为1.74亿元，同比下降11.51%。

总体看，跟踪期内母公司在资产总额及其构成、负债及权益规模等方面与公司合并口径相比差别不大，公司营业收入与净利润主要来源于母公司，母公司对子公司依赖较小。

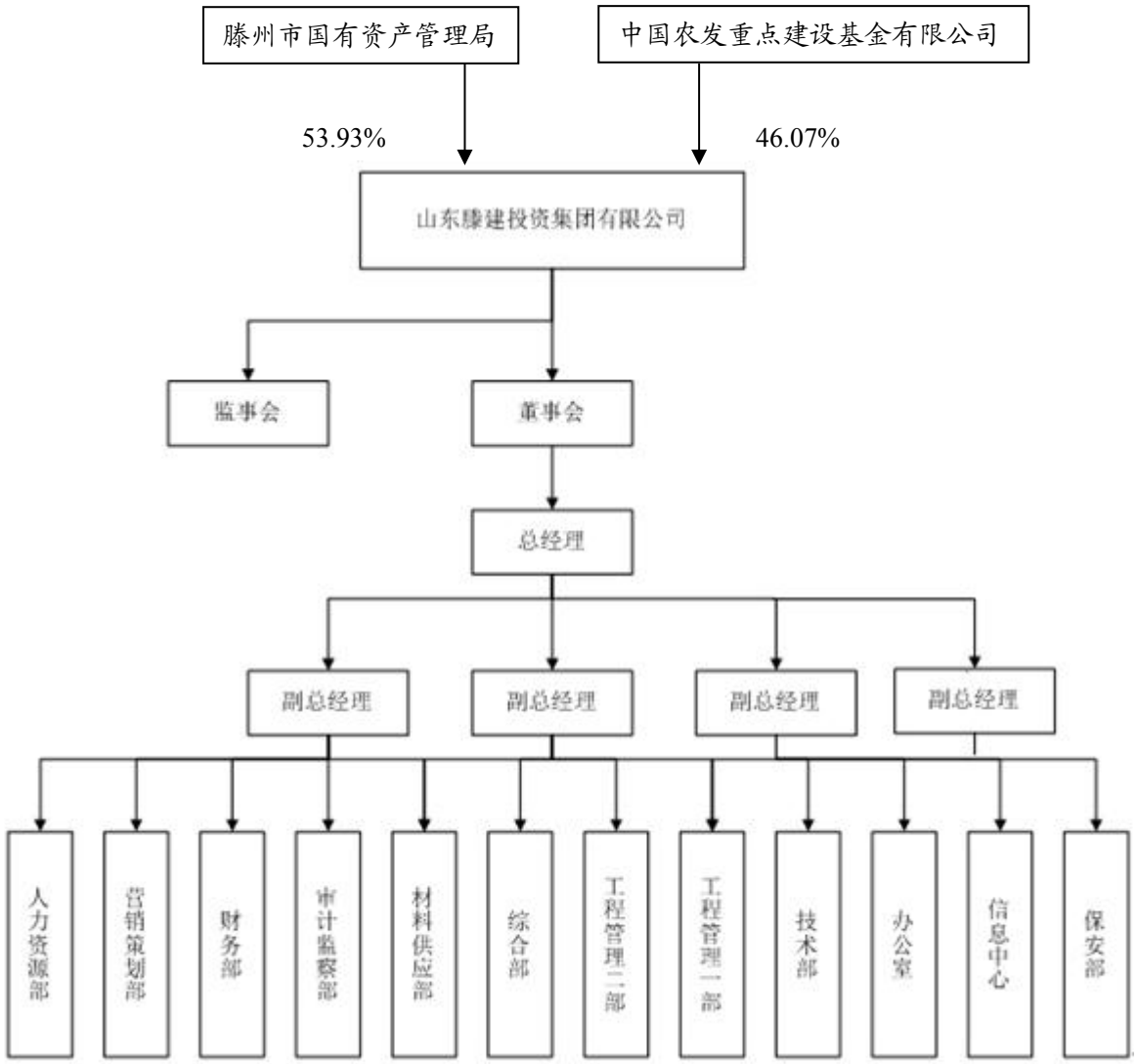
九、存续期债券偿债能力分析

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，截至报告出具日债券余额为 4.8 亿元。2018 年，公司 EBITDA 值 2.50 亿元，为债券余额的 0.52 倍，为分期偿还本金的 1.56 倍；公司经营活动的现金流入量 21.18 亿元，为债券余额的 4.41 倍，为分期偿还本金的 13.24 倍；同期公司经营活动现金流量净额 6.18 亿元，为债券余额的 1.29 倍，为分期偿还本金的 3.86 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，经营活动现金流入量和净流量对分期偿付本金的覆盖能力强。

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　截至 2018 年底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司下属子公司情况

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	100%
山东滕建投资集团兴唐工程有限公司	2000	工程建筑	100%
山东兴滕置业有限公司	10000	房地产开发	100%
山东滕建投资集团善国物业有限公司	500	物业服务	100%
滕州旺禾园林工程有限公司	1200	园林绿化工程施工	100%
滕州市地景建设投资有限责任公司	10100	园林绿化及项目建设投资	100%
滕州市兴滕建筑科技发展有限公司	500	建材销售及室内装饰装修	100%
滕州博诚路桥建设工程有限公司	2500	城市道路、桥梁等工程建设	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	100%
山东明建融资性担保有限公司	10160	贷款担保	100%

注：联合资信根据审计报告整理

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	8.11	6.26	9.96
资产总额(亿元)	98.82	95.93	102.64
所有者权益(亿元)	41.54	43.25	46.37
短期债务(亿元)	3.33	5.82	9.22
长期债务(亿元)	32.18	27.32	26.01
全部债务(亿元)	35.51	33.14	35.23
营业收入(亿元)	16.85	13.65	17.04
利润总额(亿元)	2.48	2.07	2.34
EBITDA(亿元)	2.51	2.16	2.50
经营性净现金流(亿元)	-3.45	3.28	6.18
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.66	2.70	2.66
存货周转次数(次)	0.22	0.16	0.20
总资产周转次数(次)	0.19	0.14	0.17
现金收入比(%)	58.85	93.73	67.58
营业利润率(%)	11.23	8.82	10.07
总资本收益率(%)	3.05	2.24	2.22
净资产收益率(%)	5.67	3.95	3.90
长期债务资本化比率(%)	43.65	38.72	35.94
全部债务资本化比率(%)	46.09	43.39	43.18
资产负债率(%)	57.97	54.92	54.83
流动比率(%)	387.10	373.25	323.49
速动比率(%)	104.90	60.96	84.33
经营现金流动负债比(%)	-13.75	13.02	20.60
全部债务/EBITDA(倍)	14.16	15.37	14.08
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	1.12	1.17

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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