信用等级公告

联合〔2020〕1669 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

二〇二〇年六月二十二日

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
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

2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
15 滕建投债/PR 滕建债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 滕建投债/PR 滕建债	8.00 亿元	3.20 亿元	2022/06/08

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

山东滕建投资集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省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，滕州市经济稳步发展，公司继续获得滕州市政府在财政补贴方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司商品房项目易受市场环境影响、保障房业务模式调整为定向销售后资金回笼情况存在不确定性、对外担保规模较大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司商品房和保障房项目滚动开发并实现销售，公司收入规模有望保持一定规模。

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. 公司发展的外部环境良好。跟踪期内，滕州市经济稳步增长，2019 年，滕州市实现地区生产总值 748.35 亿元，同比增长 4.3%。
2. 公司是滕州市重要的保障房及基础设施建设主体，跟踪期内继续得到滕州市政府在财政补贴方面的支持。
3. 跟踪期内，随着房产预售规模提升，资金回笼加快，收入实现质量明显提高，短期偿债能力有所提高。
4. “15 滕建投债/PR 滕建债”设置了本金分期偿还条款，能有效降低公司未来的集中偿付压力。

分析师：郝一哲　胡元杰
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

关注

1. 公司资产以存货和应收类款项为主，对资金形成较大占用，公司资产流动性较弱。
2. 跟踪期内，公司保障房业务运营模式由委托代建转为定向销售，未来资金回笼易受销售进度和政府定价影响，具有不确定性；公司在建代建项目尚需投入规模较小，暂无拟建项目，未来代建业务或有所缩减。
3. 公司商品房业务易受房地产市场行情及行业政策影响，未来存在一定不确定性。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	6.26	9.96	11.95
资产总额（亿元）	95.93	102.64	122.58
所有者权益（亿元）	43.25	46.37	48.28
短期债务（亿元）	5.82	9.22	3.19
长期债务（亿元）	27.32	26.01	40.69
全部债务（亿元）	33.14	35.23	43.88
营业收入（亿元）	13.65	17.04	13.41
利润总额（亿元）	2.07	2.34	2.06
EBITDA（亿元）	2.16	2.50	2.23
经营性净现金流（亿元）	3.28	6.18	-3.26
现金收入比（%）	93.73	67.58	136.01
营业利润率（%）	8.82	10.07	11.55
净资产收益率（%）	3.95	3.90	3.96
资产负债率（%）	54.92	54.83	60.62
全部债务资本化比率（%）	43.39	43.18	47.62
流动比率（%）	373.25	323.49	347.46
速动比率（%）	60.96	84.33	117.84
经营现金流动负债比（%）	13.02	20.60	-9.74
现金短期债务比（倍）	1.08	1.08	3.75
EBITDA 利息倍数（倍）	1.12	1.17	1.00
全部债务/EBITDA（倍）	15.37	14.08	19.72
公司本部			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	86.34	96.27	111.15
所有者权益（亿元）	39.43	42.48	44.47
全部债务（亿元）	31.60	33.50	40.50
营业收入（亿元）	13.11	13.13	11.10
利润总额（亿元）	2.30	2.26	2.28
资产负债率（%）	54.33	55.87	59.99
全部债务资本化比率（%）	44.49	44.09	47.66
流动比率（%）	384.29	309.63	348.90
经营现金流动负债比（%）	0.39	22.12	-13.04

评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 滕建投债/PR 滕建债	AA	AA	稳定	2019/06/17	郝一哲、唐嵩	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018） 城投行业企业主体信用评级模型（2016）	阅读全文
15 滕建投债/PR 滕建债	AA	AA	稳定	2015/05/14	刘秀秀、霍正泽	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）按照关于山东滕建投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构、组织结构和经营范围未发生变化。截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 4.84 亿元，其中滕州市国有资产管理局（以下简称“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%。公司控股股东是滕州市国资局，公司实际控制人是滕州市人民政府。

截至 2019 年底，公司资产总额 122.58 亿元，所有者权益 48.28 亿元。2019 年，公司实现营业收入 13.41 亿元，利润总额 2.06 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、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评的存续债券为“15滕建投债/PR滕建债”，债券余额3.20亿元，详见表1。跟踪期内，公司已按时支付存续债券当期利息，并偿付应付本金1.60亿元。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
15 滕建投债/PR滕建债	3.20	2015/06/08	7	6.00

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司于2015年6月发行“15滕建投债/PR滕建债”募集资金8.00亿元，期限为7年，并附债券本金分期偿付条款，即在债券存续期第3－7年等额偿付本金20%。“15滕建投债/PR滕建债”募集资金8.00亿元全部用于解放东路棚户区改造保障性安居工程项目（以下简称“募投项目”）建设。截至2019年底，募集资金全部使用完毕。募投项目计划总投资21.67亿元，截至2019年底已投资25.77亿元，该项目工程建设已进入收尾阶段，实际投资超过预计总投资，但总体超概算规模可控。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1

（%）					
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速(%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速(%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016－2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相

关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿

下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年

部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，

城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

公司是滕州市重要的基础设施和保障房建设主体。跟踪期内，滕州市经济稳步发展，财政实力较强，债务负担尚可，公司外部发展环境良好。

滕州市位于山东省南部，属于百强县之一，总面积 1485 平方公里，下辖 17 个镇、4 个街道，1246 个行政村居，截至 2019 年底总人口约 175 万，是山东省人口最多的县级市。滕州市区位优越，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，滕州市成为全线第三个、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，使滕州市进一步融入了长三角经济圈、京津冀经济圈。

根据滕州市统计局发布的《2019 年 12 月统计月报》，2019 年，滕州市实现地区生产总值 748.35 亿元，同比增长 4.3%，其中第一产业增加值 74.99 亿元，同比下降 0.9%；第二产业增加值 370.92 亿元，同比增长 0.5%；第三产业增加值 302.44 亿元，同比增长 10.7%。2019 年，滕州市三次产业结构调整为 10.0∶49.6∶40.4，产业结构持续优化。2019 年，滕州市规模以上工业增加值同比增长 3.2%，固定资产投资同比下降 13.6%。

根据《关于滕州市 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算草案的报告》，2019 年，滕州市全市完成一般公共预算收入 68.0 亿元，受减税降费政策影响，同比下降 3.7%。2019 年，滕州市完成政府性基金收入 67 亿元，较 2018 年增长 66.7%。截至 2019 年底，滕州市政府债务余额 130.54 亿元，其中一般债务 56.67 亿元、专项债务 73.87 亿元。

六、基础素质分析

公司实际控制人是滕州市人民政府，其业务在滕州市具有区域竞争优势，跟踪期内持续获得滕州市人民政府在财政补助方面的支持。

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，公司主营业务在滕州市的区域竞争优势明显。

2019 年，公司收到滕州市财政局的财政补贴 7000.00 万元，计入“其他收益”。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91370481696889185G），截至 2020 年 5 月 13 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷记录中有 1 笔关注类贷款，主要系该笔贷款集中偿付金额较大（6.50 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。跟踪期内，公司无新增不良信贷记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、法人治理结构、内部管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自保障房销售、商品房销售和代建业务。跟踪期内，公司收入规模同比有所下降，受商品房销售业务毛利率上升影响，公司综合毛利率有所提升。

2019 年，公司实现营业收入 13.41 亿元，同比下降 21.31%，主要系代建业务收入下降所致。公司收入主要来源于保障房销售、商品房销售和代建业务。受公司保障房业务模式由委托代建转为定向销售影响，公司代建业务收入同比下降 80.72%至 1.95 亿元。同期，公司新增保障房销售收入 5.60 亿元，来自天时嘉苑地利华庭小区和解放东路棚户区改造工程。受当期商品房结转收入规模下降影响，公司商品房销售收入同比下降 15.17%至 5.85 亿元，收入来自人和蓝湾、龙泉首府和清水湾项目。

毛利率方面，2019 年，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。同期，公司商品房业务毛利率受滕州市商品房价格增长影响提升至 18.55%；公司保障房业务毛利率为 12.71%。受上述因素综合影响，公司综合毛利率同比提升 2.53 个百分点至 14.43%。

表 4　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建业务	101046.93	59.31	10.90	19481.66	14.53	6.73
商品房销售	68933.59	40.46	12.88	58473.71	43.62	18.55
保障房销售	--	--	--	56039.93	41.80	12.71
其他业务	391.82	0.23	99.19	64.05	0.05	100.00
合计	**170372.35**	**100.00**	**11.90**	**134059.36**	**100.00**	**14.43**

注：1.其他业务主要为租赁收入；2.尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）代建业务

跟踪期内，公司保障房建设运营模式由委托代建转变为定向销售导致代建业务收入大幅下降，但现金回收情况有所好转；代建项目结算进度受政府安排影响大，对公司资金形成占用。公司代建项目尚需投资规模不大，且无拟建项目，未来代建业务或有所缩减。

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。

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。

截至 2019 年底，公司签订委托代建协议的在建基础设施建设项目主要包括：滕州市市政建设项目、级索镇基础设施配套项目、滕州市墨子创智园智能智造小镇等 4 个项目，公司在建基础设施建设项目总代建价款共计 15.41 亿元。截至 2019 年底，公司主要在建委托代建项目计划总投资 12.86 亿元，已投资 7.21 亿元，累计已发生工程毛利 1.32 亿元。

2019 年，公司实现代建业务收入 1.95 亿元。回款方面，公司收到滕州市财政局拨付的结算资金 6.55 亿元，并冲减应收账款科目。截至 2019 年底，受安置房建设成本转入“存货-开发成本”影响，公司存货中建造合同形成的已完工未结算资产下降至 4.43 亿元，应收账款中工程结算款 5.46 亿元。公司未来尚需投资的金额为 5.65 亿元，代建项目投资压力不大。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。

表 5　截至 2019 年底公司在建委托代建项目情况（单位：万元）

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
滕州市市政建设项目	14959.00	18412.00	17654.78	3434.77	20969.55
市政工程项目	9350.00	10752.50	6263.11	835.10	7098.21
级索镇基础设施配套项目	4300.00	4945.00	2022.38	303.36	2325.74
滕州市墨子创智园智能智造小镇	100000.00	120000.00	46172.19	8643.65	13865.84
合计	**128609.00**	**154109.50**	**72112.46**	**13216.88**	**44259.34**

注：1. 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，结算时将以实际投资发生额为准；2. 工程施工为已部分完工确认收入但未决算的工程投入

资料来源：公司提供

（2）保障房业务

跟踪期内，公司保障房业务运营模式由委托代建转为定向销售，未来资金回笼情况受保障房定价、销售进度和当地保障房相关政策影响大，存在一定不确定性。

2019 年以前，滕州市人民政府和滕州市住建局采取委托代建的模式委托公司对解放东路棚户区改造保障性安居工程（即“15 滕建投债/PR 滕建债”募投项目）和天时嘉苑地利华庭小区项目进行建设。2019 年 12 月，滕州市人民政府出具《关于天时嘉苑地利华庭小区工程项目和解放东路棚户区改造工程项目业务模式变更的说明》，将天时嘉苑地利华庭小区工程项目和解放东路棚户区改造工程项目的业务模式由“委托代建+政府回款”变更为“定向销售回款”。滕州市人民政府和滕州市住建局不再执行原有的代建协议向公司支付约定的合同代建价款，由公司通过向符合条件的周边居民按政府指导价格定向销售实现回款。

天时嘉苑地利华庭小区项目计划建设保障性住房 3037 套，价格标准为 5000~7000 元/平方米，项目于 2018 年 12 月开始预售，截至 2019 年底，已销售 2430 套，累计收到购房款 9.95 亿元，2019 年确认销售收入 2.82 亿元，未交房部分计入“预收款项”。

解放东路棚户区改造工程项目计划建设保障性住房 3255 套，价格标准为 5000~7000 元/平方米，项目于 2018 年 12 月开始预售，截至 2019 年底，已销售 1953 套，累计收到购房款 9.77 亿元，2019 年确认销售收入 2.78 亿元，未交房部分计入“预收款项”。

公司其他在建保障房项目包括小清河（前后洪）项目以及小岗项目，均计划采用向符合条件的周边居民定向销售模式，目前处于前期建设阶段，尚未开始预售。

截至 2019 年底，公司保障房项目计划总

投资 61.18 亿元，已完成投资 49.93 亿元。公司拟建的保障房项目为朱里居棚户区改造项目，计划总投资 15.60 亿元，计划于 2020 年 10 月开工。

公司保障房业务未来收入情况受保障房定价、销售进度和当地保障房相关政策影响大，资金回笼情况存在一定不确定性。

表 6　截至 2019 年底公司保障房开发项目情况（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	2019 年结转收入
天时嘉苑地利华庭小区工程项目	200000.00	236046.01	539991.00	28235.85
解放东路棚户区改造工程	216705.13	257706.47	600758.00	27804.08
小清河（前后洪）项目	119002.79	3484.17	334500.00	0.00
小岗项目	76118.00	2058.65	235127.00	0.00
合计	**611825.92**	**499295.30**	**1710376.00**	**56039.93**

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，结算时将以实际投资发生额为准
资料来源：公司提供

（3）商品房业务

公司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，跟踪期内商品房结转收入规模有所下降，预收款项大幅增长，尚有较大可售面积，可支撑未来商品房销售收入规模。但商品房开发面临一定投资压力，且销售受区域房地产政策和行业发展影响较大，存在一定的不确定性。

截至 2019 年底，公司在建商品房开发项目包括人和蓝湾、龙泉首府等项目，主要依赖项目自身销售收入实现资金平衡。人和蓝湾项目位于河滨北路以北，文化路以西，紧邻滕州实验高级中学和滕州市第一中学，总建筑面积 43.96 万平方米，计划总投资 10.99 亿元。龙泉首府南区项目位于龙泉北路以西，陶山路以北，总建筑面积 48.80 万平方米，计划总投资 16.42 亿元。清水湾项目位于解放西路以南，柳屯路以西，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，总建筑面积 15.81 万平方米，项目计划总投资 7.66 亿元（不含市政绿化投资）。

2019 年，公司确认商品房销售收入 5.85 亿元，同比下降 15.17%。截至 2019 年底，公司尚未结转收入的商品房预收款为 7.62 亿元。

公司土地均通过招拍挂取得，截至 2019 年底账面土地面积共计 85.74 万平方米，账面价值 8.93 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规模较大，存在一定的投资压力。公司拟建的商品房项目为滕投悦府项目，计划总投资 8.34 亿元。

表 7　截至 2019 年底公司商品房开发项目情况（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	2019 年结转收入
人和蓝湾	109870.00	110819.57	439606.00	420713.64	10396.06
龙泉首府南区	164189.95	151593.61	487970.00	468257.76	41014.30
荷塘月色小镇	32000.00	48224.71	144848.00	0.00	0.00
清水湾项目	76553.79	68892.59	158140.00	136572.57	7063.35
杏坛广场步行街	100136.93	26283.14	10268.00	0.00	0.00
合计	**482750.67**	**405813.62**	**1240832.00**	**1025543.97**	**58473.71**

注：1. 部分项目已投资金额为工程实际投资额，故大于“存货”科目中已投资金额；2. 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
资料来源：公司提供

（4）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。2019 年，兴唐工程公司实现收入 9198.34 万元，主要来自公司内部开发的天时嘉苑地利华庭项目、墨子创智园智能智造小镇项目的工程施工。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其他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

未来，公司作为滕州市重要的保障房建设主体，将继续围绕主业承接滕州市保障房建设任务，并积极拓展上下游板块。同时，公司将继续拓展商品房开发业务，并承担相关基础设施建设任务，推动公司业务板块及收入来源的多元化发展。公司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 2019 年度财务报表，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审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2019 年底，公司拥有纳入合并范围子公司 10 家（附件 1-2）；跟踪期内，公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 122.58 亿元，所有者权益 48.28 亿元。2019 年，公司实现营业收入 13.41 亿元，利润总额 2.06 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产构成以流动资产为主；流动资产中存货和应收类款项占比大，对公司资金占用明显，公司整体资产流动性较弱。

2019 年底，公司资产总额 122.58 亿元，较 2018 年底增长 19.43%，主要来自流动资产的增长；从构成上看，流动资产占 95.03%，非流动资产占 4.97%，资产构成仍以流动资产为主，且占比较 2018 年底略有上升。公司主要资产构成情况见下表。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**97.08**	**94.58**	**116.50**	**95.03**
货币资金	9.96	9.70	11.95	9.75
其他应收款	4.32	4.21	14.48	11.81
存货	71.77	69.92	76.99	62.80
非流动资产	**5.57**	**5.42**	**6.09**	**4.97**
可供出售金融资产	4.79	4.66	4.84	3.95
资产总额	**102.64**	**100.00**	**122.58**	**100.00**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2019 年底，公司流动资产较 2018 年底增长 20.00%至 116.50 亿元，主要系存货和其他应收款增长所致。公司流动资产主要由存货（占 66.09%）、应收类款项（占 17.12%）和货币资金（占 10.26%）为主。

2019 年底，公司货币资金较 2018 年底增长 19.95%至 11.95 亿元，主要由银行存款（占

89.10%）构成，其余为库存现金和其他货币资金。公司使用受限的货币资金 1.30 亿元，为长期借款质押保证金和应付票据保证金。

2019 年底，公司应收账款 5.47 亿元，较 2018 年底下降 44.86%，主要系应收滕州市财政局的款项下降所致；公司应收账款主要为应收滕州市财政局（占 74.89%）和滕州市工业资产运营有限公司（占 24.83%，以下简称“滕工公司”，实际控制人为滕州经济开发区管理委员会）的款项，未计提坏账准备，上述应收账款的回款风险较小但对公司资金形成一定占用。

2019 年底，公司预付款项较 2018 年底增长 486.09%至 6.42 亿元，主要是未结算的预付工程款。

2019 年底，公司其他应收款 14.48 亿元，较 2018 年底增长 234.75%，主要系应收滕工公司和滕州市民泰市政工程有限公司（实际控制人为滕州高铁新区管理委员会）的往来款增长所致。按账龄法计提坏账准备的其他应收款余额 1.63 亿元，其中 1 年以内的占 47.53%，1~2 年的占 24.13%，2 年以上的占 28.34%，共计提坏账准备 0.22 亿元。政府部门及关联方组合的其他应收款余额 13.07 亿元，不计提坏账准备。其他应收款前五名合计占 87.01%，集中度高且应收方均为滕州市政府部门及国有企业，回款风险较小但对公司资金形成一定占用。

表 9　2019 年底公司其他应收款金额前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
滕州市工业资产运营有限公司	6.00	40.83
滕州市民泰市政工程有限公司	6.00	40.83
滕州市财政局	0.45	3.08
滕州市城市国有资产经营有限公司	0.21	1.46
滕州市滨湖财政所	0.12	0.82
合计	**12.79**	**87.01**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2019 年底，公司存货较 2018 年底增长 7.27%至 76.99 亿元，主要系公司在建项目持续投入所致；公司存货主要由保障房和商品房开发成本（占 92.70%）和建造合同形成的已完工未结算资产（占 5.75%）构成。

非流动资产

2019 年底，公司非流动资产较 2018 年底增长 9.38%至 6.09 亿元，主要来自递延所得税资产的增长。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 79.47%）构成。公司可供出售金融资产 4.84 亿元，较 2018 年底略有增长，主要系当期新增对滕州中铭通用航空产业投资基金合伙企业（有限合伙）投资 500.00 万元所致。同期，公司收到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”）的分红 243.87 万元。

受限资产方面，截至 2019 年底，公司受限资产 2.40 亿元，其中货币资金 1.30 亿元，用于借款质押及应付票据保证；存货 1.10 亿元，用于借款抵押。公司资产受限比例为 1.96%，受限比例很低。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益略有增长；公司负债规模受新增借款及应付债券影响增长较快，有息债务以长期债务为主，整体债务负担尚可。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 48.28 亿元，较 2018 年底增长 4.12%，主要来自未分配利润的增长。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 10.03%、52.70%、3.61%和 33.66%。2019 年底，公司实收资本和资本公积分别为 4.84 亿元和 25.44 亿元，较 2018 年底保持稳定。

负债

2019 年底，公司负债总额较 2018 年底增长 31.94%至 74.31 亿元，主要来自非流动负债的增长。从构成上看，流动负债占 45.12%，非流动负债占 54.88%，负债构成较 2018 年底转

为以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 33.53 亿元，较 2018 年底增长 11.72%，主要系预收款项大幅增长所致。公司流动负债主要由预收款项（占 64.85%）、应交税费（占 10.72%）、其他应付款（占 14.37%）和一年内到期的非流动负债（占 7.73%）构成。

2019 年底，公司预收款项较 2018 年底增长 73.40%至 21.74 亿元，均为公司及下属子公司房地产项目形成的预收房款。

2019 年底，公司其他应付款 4.82 亿元，较 2018 年底增长 70.32%，主要系应付往来款增长所致。公司其他应付款主要由往来款（占 97.78%）构成，其余为少量代收代付款和保证金。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债较 2018 年底下降 70.64%至 2.59 亿元，其中一年内到期的长期借款 0.99 亿元，一年内到期的应付债券 1.60 亿元（“15 滕建投债/PR 滕建债”分期还本）。

2019 年底，公司非流动负债 40.78 亿元，较 2018 年底增长 55.24%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 52.01%）和应付债券（占 37.78%）构成。

2019 年底，公司长期借款较 2018 年底增长 19.05%至 25.29 亿元，其中保证+质押/抵押借款 11.67 亿元、保证借款 7.60 亿元、信用借款 4.96 亿元、抵押借款 1.07 亿元。

2019 年底，公司应付债券 15.41 亿元，较 2018 年底增加 10.64 亿元，主要系当年公司新增“19 滕投 01”（10.00 亿元）和“19 滕投 03”（2.00 亿元）所致。同期，公司将“15 滕建投债”分期还本 1.60 亿元转入一年内到期的非流动负债。

表 10　公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项　目	2018 年	2019 年
短期债务	9.22	3.19
长期债务	26.01	40.69
全部债务	35.23	43.88
长期债务资本化比率	35.94	45.74
全部债务资本化比率	43.18	47.62
资产负债率	54.83	60.60

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 43.88 亿元，较 2018 年底增长 24.56%，系新增借款和发行债券所致；债务结构仍以长期债务为主，长期债务占比由 2018 年底的 73.82%提升至 92.73%。

债务指标方面，2019年底，受公司新增借款及发行债券影响，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较2018年底分别增长至60.60%、47.62%和45.74%。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略高于上述指标值。

4. 盈利能力

跟踪期内，受代建业务收入下降影响，公司营业收入有所下降，公司自身盈利能力较弱，利润总额对政府补贴依赖较强。

2019 年，受代建业务收入下降影响，公司营业收入同比下降 21.31%至 13.41 亿元；同期，公司营业成本 11.47 亿元，同比下降 23.57%；公司营业利润率由 2018 年的 10.07%提升至 11.55%。

2019 年，受当期财务费用下降影响，公司期间费用同比下降 22.56%至 2467.97 万元，公司期间费用率小幅下降至 1.84%。同期，公司其他收益 7000.00 万元，占利润总额的 33.94%，全部为滕州市财政局拨付的财政补贴资金；公司投资收益 442.88 万元，来自理财产品收益和滕州农商行的分红。

2019 年，公司利润总额 2.06 亿元，同比下降 11.74%。

表 11　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	17.04	13.41

营业利润	2.37	1.96
期间费用	0.32	0.25
其他收益	1.00	0.70
利润总额	2.34	2.06
净利润	1.81	1.91
营业利润率	10.07	11.55
总资本收益率	2.34	2.14
净资产收益率	3.90	3.96

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司总资本收益率同比下降 0.20 个百分点至 2.14%，净资产收益率同比提升 0.06 个百分点至 3.96%。

5. 现金流分析

跟踪期内，往来款流入流出规模有所扩大，公司经营活动现金小幅净流出，收现质量明显改善；公司投资活动规模较小；公司筹资活动现金流保持较大规模，随着公司在建项目持续投入以及债务到期偿付，公司融资需求仍较大。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入量上升至37.21亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为18.23亿元，主要为公司商品房和保障房项目销售收到的现金以及收到滕州市财政局支付的代建工程款。2019年，公司现金收入比同比提升68.03个百分点至135.61%，收现质量显著提高。同期，受收到的往来款增长影响，公司收到的其他与经营活动有关的现金增长至18.98亿元，除往来款（占95.45%）外，公司收到的其他与经营活动有关的现金包括利息收入和政府补助等。2019年，公司经营活动现金流出量上升至40.47亿元，其中公司购买商品、接受劳务支付的现金为18.12亿元，主要是公司支付当年委托代建工程施工成本及商品房和保障房项目的开发成本；公司支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款和经营费用，2019年为21.48亿元。同期，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.26亿元。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入额	21.18	37.21
经营活动现金流出额	14.99	40.47
经营活动现金流量净额	6.18	-3.26
投资活动现金流净额	-3.68	-0.73
筹资活动现金流量净额	1.20	5.78
现金收入比	67.58	135.61

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入2.04亿元，主要为收回投资收到的现金（2.00亿元）；投资活动现金流出2.78亿元，主要为投资支付的现金（2.75亿元）。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.73亿元。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入27.17亿元，全部为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出21.38亿元，全部用于偿还债务本息。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为5.78亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标增强，长期偿债能力指标有所弱化，考虑到公司的区域地位及滕州市政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

2019年底，公司流动比率和速动比率均有所提升，分别为347.86%和117.87%，较2018年底分别提升24.37个百分点和33.54个百分点。2019年，公司经营活动现金呈净流出状态，对流动负债无保障能力。2019年底，受短期债务规模下降和现金类资产规模增长共同影响，公司现金短期债务比由2018年底的1.08倍提升至3.73倍，公司短期偿债能力指标有所增强。

2019年，公司EBITDA为2.23亿元，较2018年下降11.07%；受新增借款及发行债券影响，公司全部债务/EBITDA由2018年的14.08倍提升至19.72倍；受资本化利息支出增长影响，公司EBITDA利息倍数由2018年的1.17倍下降至1.00倍，公司长期偿债能力指标有所弱化。

截至2019年底，公司对外担保余额7.05亿元，担保比率14.59%。公司对外担保单位均为

滕州市国有控股企业，经营状态正常，但公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

表 13　截至 2019 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

单位名称	担保金额	担保期限
滕州市中发市政有限责任公司	3950.00	2019/06~2022/06
山东古滕建筑安装工程有限公司	3950.00	2019/06~2022/06
滕州市远大安装装璜有限责任公司	3950.00	2019/06~2022/06
滕州市工业资产运营有限公司	30000.00	2019/06~2034/06
滕州市中远建设有限公司	13000.00	2019/09~2022/09
	2000.00	2019/01~2020/01
滕州市民泰市政工程有限公司	1600.00	2019/12~2020/12
滕州市凯盛园林绿化有限公司	2000.00	2019/12~2020/12
滕州市城市建设综合开发公司	10000.00	2019/02~2024/02
合计	**70450.00**	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司获得的银行授信合计 32.04 亿元，已使用 5.16 亿元，尚未使用的额度为 26.88 亿元。公司间接融资渠道尚可。

7. 母公司财务分析

公司资产主要来自于母公司，母公司所有者权益稳定性较好，整体债务负担尚可。

2019年底，母公司资产总额较2018年底增长15.46%至111.15亿元，主要来自其他应收款和存货的增长，其中流动资产99.54亿元，主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成；非流动资产11.61亿元，主要由长期股权投资和可供出售金融资产构成。

2019年底，母公司所有者权益44.47亿元，较2018年底增长4.68%，其中实收资本占10.89%，资本公积占49.98%，母公司所有者权益稳定性较好。

2019年底，母公司负债总额较2018年底增长23.97%至66.68亿元，主要系应付债券增长所致。公司流动负债28.53亿元，主要由预收款项和其他应付款构成。非流动负债38.15亿元，主要由应付债券和长期借款构成。2019年底，母公司资产负债率59.99%，较2018年底提升4.12个百分点。

2019年，母公司实现营业收入为11.10亿元；营业成本为9.24亿元；利润总额为2.28亿元。

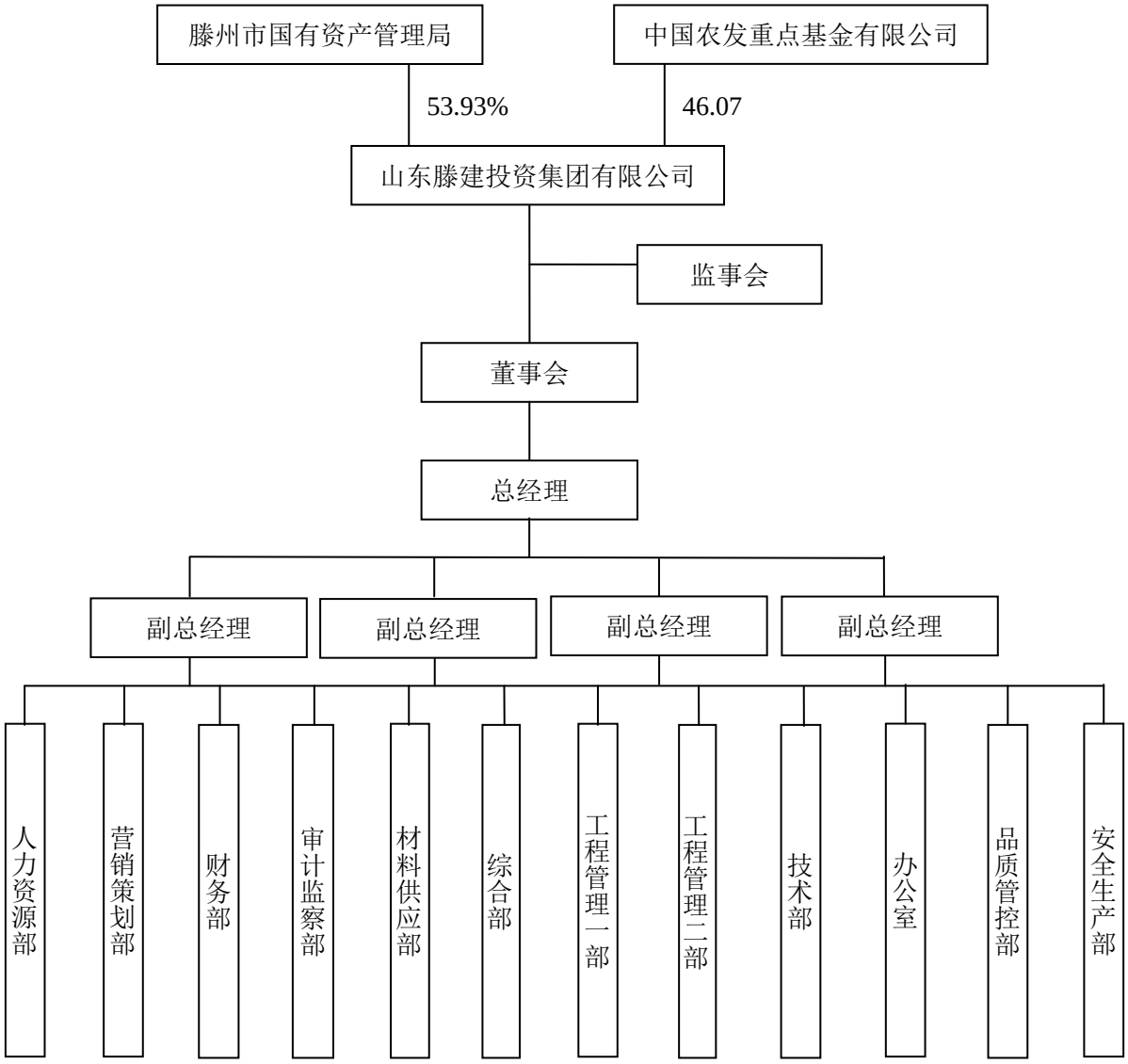
十、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券为“15滕建投债/PR滕建债”，债券余额3.20亿元；2019年，公司EBITDA和经营活动现金流入量对待偿还的债券余额的覆盖倍数分别为0.70倍和11.61倍，对分期偿付本金金额（1.60亿元）的覆盖倍数分别为1.40倍和23.22倍，经营活动现金流入量对存续债券的覆盖程度很高。考虑到公司在滕州市的行业地位以及政府对公司的支持力度，上述存续债券到期偿付本息的安全性很高。

十一、 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，“15 滕建投债/PR 滕建债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司合并范围子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	经营范围	持股比例（%）
山东滕建投资集团汇鑫置业有限公司	3900.00	房地产开发	100.00
山东滕建投资集团兴唐工程有限公司	2000.00	工程建筑	100.00
山东兴滕置业有限公司	10000.00	房地产开发	100.00
山东滕建投资集团善国物业有限公司	500.00	物业服务	100.00
滕州旺禾园林工程有限公司	2000.00	园林绿化工程施工	100.00
滕州市地景建设投资有限责任公司	10100.00	园林绿化及项目建设投资	100.00
滕州市兴滕建筑科技发展有限公司	500.00	建材销售及室内装饰装修	100.00
滕州博诚路桥建设工程有限公司	2500.00	城市道路、桥梁等工程建设	100.00
山东滕建投资集团兴建搬迁咨询服务有限公司	300.00	搬迁咨询服务、拆迁效益分析	100.00
山东明建融资性担保有限公司	10160.00	贷款担保	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	6.26	9.96	11.95
资产总额（亿元）	95.93	102.64	122.58
所有者权益（亿元）	43.25	46.37	48.28
短期债务（亿元）	5.82	9.22	3.19
长期债务（亿元）	27.32	26.01	40.69
全部债务（亿元）	33.14	35.23	43.88
营业收入（亿元）	13.65	17.04	13.41
利润总额（亿元）	2.07	2.34	2.06
EBITDA（亿元）	2.16	2.50	2.23
经营性净现金流（亿元）	3.28	6.18	-3.26
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.70	2.66	1.74
存货周转次数（次）	0.16	0.20	0.15
总资产周转次数（次）	0.14	0.17	0.12
现金收入比（%）	93.73	67.58	136.01
营业利润率（%）	8.82	10.07	11.55
总资本收益率（%）	2.33	2.34	2.14
净资产收益率（%）	3.95	3.90	3.96
长期债务资本化比率（%）	38.72	35.94	45.74
全部债务资本化比率（%）	43.39	43.18	47.62
资产负债率（%）	54.92	54.83	60.62
流动比率（%）	373.25	323.49	347.46
速动比率（%）	60.96	84.33	117.84
经营现金流动负债比（%）	13.02	20.60	-9.74
现金短期债务比（倍）	1.08	1.08	3.75
全部债务/EBITDA（倍）	15.37	14.08	19.72
EBITDA 利息倍数（倍）	1.12	1.17	1.00

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.72	6.63	6.92
资产总额（亿元）	86.34	96.27	111.15
所有者权益（亿元）	39.43	42.48	44.47
短期债务（亿元）	5.62	7.49	2.44
长期债务（亿元）	25.99	26.01	38.07
全部债务（亿元）	31.60	33.50	40.50
营业收入（亿元）	13.11	13.13	11.10
利润总额（亿元）	2.30	2.26	2.28
EBITDA（亿元）	2.30	2.26	2.28
经营性净现金流（亿元）	0.08	6.09	-3.72
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.82	1.37	1.27
存货周转次数（次）	0.19	0.21	0.17
总资产周转次数（次）	0.15	0.14	0.11
现金收入比（%）	57.84	72.66	107.64
营业利润率（%）	8.99	10.28	14.36
总资本收益率（%）	2.76	2.29	2.34
净资产收益率（%）	4.98	4.09	4.47
长期债务资本化比率（%）	39.72	37.97	46.12
全部债务资本化比率（%）	44.49	44.09	47.66
资产负债率（%）	54.33	55.87	59.99
流动比率（%）	384.29	309.63	348.90
速动比率（%）	92.63	119.63	147.49
经营现金流动负债比（%）	0.39	22.12	-13.04
现金短期债务比（倍）	0.66	0.89	2.84
全部债务/EBITDA（倍）	13.74	14.83	17.80
EBITDA 利息倍数（倍）	1.28	1.11	1.10

附件 4　主要财务指标的计算公式

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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