

信用等级公告

联合[2010] 034 号

联合资信评估有限公司通过对德州德达城市建设投资运营有限公司及其拟发行的 2010 年度 7 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

德州德达城市建设投资运营有限公司
主体长期信用等级为

AA

德州德达城市建设投资运营有限公司
2010 年度 7 亿元公司债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年一月十二日



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

网址：www.lianheratings.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与德州德达城市建设投资运营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与德州德达城市建设投资运营有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因德州德达城市建设投资运营有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由德州德达城市建设投资运营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、德州德达城市建设投资运营有限公司 2010 年度公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年一月十二日



德州德达城市建设投资运营有限公司

2010 年度 7 亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 7 亿元

本期债券存续期限: 5+2 年

评级时间: 2010 年 1 月 12 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额(亿元)	13.01	42.83	87.45
所有者权益(亿元)	9.52	34.84	47.72
长期债务(亿元)	0.93	5.21	33.34
全部债务(亿元)	1.53	5.31	33.36
主营业务收入(亿元)	9.87	8.60	9.78
利润总额(亿元)	0.58	2.06	2.76
EBITDA(亿元)	0.83	2.35	3.00
经营性净现金流(亿元)	-0.72	1.98	-5.94
主营业务利润率(%)	8.38	12.32	32.38
净资产收益率(%)	6.14	5.90	4.32
资产负债率(%)	26.83	18.64	45.43
全部债务资本化比率(%)	13.84	13.22	41.14
流动比率(%)	294.63	1331.22	1078.33
全部债务/EBITDA(倍)	1.85	2.26	11.12
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.11	0.33	0.43

分析师

黄 竞 刘新宇

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)的评级反映了德州德达城市建设投资运营有限公司(以下简称“公司”)在地区经营环境、运营模式, 及政府支持方面的突出优势。同时, 联合资信注意到, 公司自营以土地销售为主, 收入和盈利易受地产政策调控和市场影响, 存在一定不确定性。

随着公司经营性资产增多, 经营业务范围的扩大, 加之逐步确立市政建设投资运营模式, 公司主营业务收入规模将有望增长, 自盈水平将有望提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期债券通过设立专项偿债基金, 偿债基金来源公司自营收益, 并委托第三方中国银行德州德城区支行对偿债基金进行监管。联合资信认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司所属地区经济发展稳定, 地区财政实力较强, 为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 公司经营职能明确, 运营模式清晰。
3. 公司经营性资产不断增多, 主营业务盈利能力较强。

关注

1. 公司其他应收款占比较大, 回收时间存在不确定性。
2. 公司存货占比较大, 以土地使用权为主, 其变现周期和交易价格受市场供求影响, 存在不确定性。

一、发债主体概况

德州德达城市建设投资运营有限公司（以下简称“公司”），前身为德州市财政局全资下属的德州市德发城市经营建设投资有限公司（以下简称“德发公司”），该公司成立于2006年10月，注册资金3亿元。2009年7月20日，经德州市财政局德财资股[2009]38号文件批准，德发公司吸收合并原德州德达城市建设投资运营有限公司，合并基准日为2009年8月31日，合并后公司名称沿用被合并方“德州德达城市建设投资运营有限公司”的名称。2009年9月28日合并工作完成，合并后公司的注册资本提升为20亿元，德州市财政局持有公司100%的权益。

公司营业执照的经营范围涉及包括城市基础设施和社会公用事业建设、国有资产投资及运营管理、土地开发、以及对融资、投资、贷款的担保等业务。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设计划与资金运筹部、政策法规部、市场开发部、工程项目部、综合业务部、办公室、人力资源部、财务部等8个管理部门，拥有1家全资子公司—供水公司。截至2009年底，公司本部及下属单位在职人员共计738人。

截至2009年底，公司合并资产总额为874452.75万元，所有者权益477213.26万元；2009年公司实现营业收入97767.49万元，利润总额27602.03万元；经营活动现金净流量-59443.24万元。

公司注册地址：德州市德城区湖滨中大道1268号。法定代表人：王德才。

二、本期发债项目

1. 本期债券概况

公司计划于2010年发行公司债券7亿元（以下简称“本期债券”），债券期限为7年。本期债券在第5年设定上调票面利率选择权及投资者回售选择权，即本期债券持有人有权将其持有的全部或部分本期债券按票面金额在第5年回售给公司，同时公司可选择上调本期债券后2年票面利率0至100个基点（含本数），在债券存续期后2年票面利率固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券通过设立专项偿债基金，偿债基金来源公司自营收益，并委托第三方中国银行德州德城区支行对偿债基金进行监管。

2. 本期债券募集资金投向和投资项目概况

本期债券所筹资金将全部用于“德州市市区城中村改造项目”、“德州市城市供热管网建设项目”、“德州学院扩建项目”、“德州市体育中心建设项目”。上述四个项目总投资23.79亿元，其中公司投入的自有资金合计12.26亿元，其余资金通过举债解决（举债方式主要包括：本期债券和银行贷款）。

表1 本期债券项目建设情况（亿元）

项目名称	项目内容	总投资	项目资金安排			建设周期
			本期债券	银行贷款	自有资金	
德州市市区城中村改造项目	总建筑面积53.66万平方米，其中，公建面积5.366万平方米。项目涉及九个村的村庄改造。	8.01	3	1.24	3.77	2008.11-2010.11
德州市城市供热管网建设项目	华能德州电厂至市区双管路供热管网主干线及主要支干线的建设。预计管线总长度3.11千米。	3.65	1	1.5	1.15	2008.11-2012.11
德州学院扩建项目	该项目为德州学院扩建项目，项目占地50.16万平方米，总建筑面积43.83万平方米。	9.03	2	0.93	6.1	2009.2-2012.2

德州市体育中心建设项目	占地面积 8.92 万平方米，总建筑面积 4.7 万平方米。包括 2 座场馆及相关基础设施等。	3.10	1	0.86	1.24	2008.12-2010.12
合计		23.79	7	4.53	12.26	

资料来源：项目可研报告

项目建成后，德州市工业化、城镇化将得到进一步提升，社会经济效益较好。

此外，在德州市市区城中村改造项目建设中，将释放腾出大量的城区土地，为公司土地经营提供必要的土地储备。

三、地区经济环境和政府支持

1. 德州市综合经济和产业结构

德州市位于山东省西北部，总面积10356平方公里，人口557万。

近年来，德州市加强了产业结构的调整，并在山东省经济高速发展的带动下，地区GDP逐年上涨，近五年GDP年均复合增长19.48%。2008年德州市实现地区生产总值1400亿元，同2007年的1181亿元相比增长18.54%。2009年1-9月实现地区生产总值1155亿元，比上年同期增长12.70%。产业结构以第二、三产业为主。

德州市作为内陆城市，偏重内向型经济。目前德州市已建立了较为完善的工业体系，已形成机械制造、化工、农产品深加工、林产品

加工、生物食品等主导产业，并培育了具有较大规模的新兴产业，例如太阳能、功能糖、中央空调、汽车零部件产业等。2008年底，德州拥有规模以上工业企业2957家，2008年实现主营业务收入2740亿元，增长31.2%。进入2009年，德州工业生产和效益进一步提升。

此外，德州市是连接华北、华东的重要交通枢纽。京沪、德石、邯济铁路穿境而过，并与京广、京九铁路连接。公路四通八达，3条高速公路、19条国道省道纵贯全境，实现了“1小时上天（到济南机场）、2小时入海（到天津港）、3小时到京”。京沪高速铁路、德龙烟铁路和德滨、德商高速公路已经开工建设，竣工后交通枢纽地位更加突出，届时自德州乘高铁进京只需1个小时，到上海4个小时左右。

整体看，德州市经济发展稳定，其内向型经济有利于抵御此次全球经济危机对中国出口带来的冲击。此外，德州市有利的地理位置和便捷的交通，将有助于地区工业和服务业的进一步发展。

表2 德州市近五年经济发展情况 （单位：万元）

科目	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	复合增长率(%)
1) 地区 GDP (亿元)	687	832	1003	1181	1400	19.48
三产业比例 (X: X: X)	17:53:30	15:55:30	14:56:30	13:56:31	12:56:32	
2) 地区财政总收入	41.07	50.02	72.65	87.42	96.74	23.88
其中：地方一般预算收入	24.32	30.70	35.73	42.01	47.10	17.96
基金预算收入	5.23	6.44	9.29	16.87	19.75	39.4
3) 上级补贴收入	30.21	36.54	43.10	50.61	58.78	18.10
其中：转移支付收入合计	8.73	12.67	16.73	20.87	23.45	28.01
专款收入	3.33	4.51	6.15	9.65	14.62	44.70
税收返还收入	18.14	19.35	20.22	20.09	20.71	3.37
合计	59.76	73.68	88.12	109.49	125.63	20.41

资料来源：历年统计公告/德州市财政局

2. 德州市财政实力

德州市执行一级财政管理体制。地区可控收入包括地方一般预算收入、上级补贴性收入和基金预算收入等几项。

财政收入方面，近五年德州市财政总收入

合计逐年增长，年均复合增长 23.88%。2008年德州市财政总收入合计达到 96.74 亿元，占到同期地区 GDP 的 6.91%。剔除上缴部分，近五年地方一般预算收入年均复合增长 17.96%，2008 年达到 47.10 亿元；近五年德州基金预算

收入（主要包括：土地出让收入和行政性收费）年均复合增长 39.40%。2008 年基金预算收入达到 19.75 亿元。进入 2009 年，地方财政收入稳定增长，全年实现地方一般预算收入概数 55 亿元，比上年增长 17%。

上级补贴收入方面，德州市上级补贴收入主要包括：转移支付、专项支付和税收返还三个方面。其中转移支付主要包括：缓解县乡财政困难转移支付、税费改革转移支付、工资转移支付、新农村合作医疗转移支付等，2008 年德州市共获得转移支付合计 23.45 亿元，其中可调动的资金，例如缓解县乡财政困难转移支付和税费改革转移支付合计达到 11.83 亿元，占到同期转移支付的 50.44%；专项支付，主要是德州市承担参与国家、省级或地区重点建设项目中获得项目补贴资金，2008 年德州共获得 14.62 亿元，主要包括国家三河三湖污染防治、可再生能源及能源节约利用、成品油价格补贴、粮食农资综合直补等专项支付；税收返还，主要是中央返还地方的税收收入（增值税和所得税），2008 年达到 20.71 亿元。2009 年德州市共获得转移支付合计 30 亿元。

从地方财政支出来看，近五年，随着德州市财政收入的增长以及上级补贴收入的逐年增加，加之德州市财政预算外收入的有益补充，德州市财政支出也逐年增长，2008 年德州市财政支出超过 100 亿元，仍在德州财政可控范围内。其中德州市财政刚性成本支出主要包括人员经费、行政事业公用经费和民生支出（文体教育、社保医疗、住房保障等），占到地方财政支出的 40%左右，其余资金主要用作城市建设资金使用。2008 年德州市用于城市建设资金支出达到 34.47 亿元，主要用于城市道路建设、市区给水、环境整治和污水处理等项目建设。

近五年，在德州市经济发展的带动下，地区财政收入增长较快，并在上级补贴收入和预算外收入的有益保障支持下，德州市工业化和城市化发展进程较快，2008 年德州市全市完成固定资产投资 732.89 亿元，比上年增长 26.0%，

其中工业投资 460.70 亿元，占规模以上企业投资比重的 62.70%；城市基础设施投资合计 84.59 亿元。进入 2009 年，地区投资保持快速增长。2009 年 1-9 月，全市规模以上固定资产投资完成 669.10 亿元，比上年同期增长 24.9%。其中那个，城市、民生工程建设取得突破，全市区城建工程开工 84 项、竣工 35 项，完成投资 46.6 亿元；民生工程建设进展顺利，长河、乾城经济适用房小区已竣工 3.2 万平方米，华能二期供热工程施工接近尾声，竣工后可新增供热面积 900 万平方米。

3. 德州市未来发展规划

德州市规划到 2020 年将建设成为综合实力较强、功能完善、全面协调发展的现代化区域性中心城市。地区 GDP 和财政收入将保持不低于 10%的增长幅度，预计到 2010 年，德州市 GDP 将超过 1800 亿元，财政收入将超过 120 亿元。

从城市建设规划看，2010 年德州规划城市建设用地将达到 78 平方公里，2020 年规划城市建设用地将达到 107.5 平方公里。在居住用地方面，依据城市用地布局，形成老城区、经济开发区（岔河至京沪高速公路区间）和东部新区三大居住片区。未来德州城市建设将以东部新城开发和老城城中村改造为主。

4. 政府支持

地区政府对于公司支持主要体现在通过明确公司职能定位，采用市场化运营模式，限定公司与政府之间权利和义务，保障公司可持续性发展。

公司经营职能主要包含三个方面，第一承担地区市政投资建设；第二承担地区土地一级开发经营；第三运营授权范围内国有经营和准经营性资产。第一个经营职能方面，公司与地区政府建立明确 BT 市场化运营模式。本期募集项目采用模式即为 BT。根据协议，本期募集项目将产生 34.61 亿元应收账款，政府预计 9

年回购完毕，平均每年公司约可获得 3.84 亿元工程回款。第二经营职能方面，公司承担地区一级土地开发经营，根据德政发[2002]4 号文件精神，公司享有地区土地出让收益。现阶段土地一级开发已纳入公司主营业务之一。第三个经营职能方面，公司经营领域垄断优势突出，现阶段主要是自来水销售和房屋出租业务。

基于地方政府在政策和运营模式方面给与支持，公司经营职能不断增大，同时不断获得优良资产的注入。公司 2008 年和 2009 年总计获得总面积 598.31 万平方米，总价值约 34.17 亿元已出让的土地使用权。

总体看，德州市经济发展较快，财政实力较强，城市化发展进程较快，且地方政府对公司支持力度较大，为公司发展提供了良好的外部保障。未来随着德州市城市规划面积的放大以及老城区城中村改造项目的建设，公司基础设施投资和土地开发职能将不断放大，公司未来的发展前景较好。

四、经营管理

1. 公司管理

公司采取有限责任公司制形式，行使德州市政府授权范围内国有资产出资人权利，是代表德州市政府进行城市基础设施建设及公共事业建设投资的企业法人。按照《公司法》要求，公司设立了董事会、监事会和经理层的法人治理结构。董事会是公司的决策机构，经理层行使董事会授予的职权。公司董事、经理层正副职领导、监事除应由职工代表大会选举的以外，其他均由德州市政府任免。公司本部下设计划与资金运筹部、政策法规部、市场开发部、工程项目部、综合业务部、办公室、人力资源部、财务部等 8 个管理部门。

从内部管理来看，公司根据自身特点建立了相应的管理制度。

在项目投资方面，公司加强工程资金管理，

明确资金拨付流程，并严格按照工程合同、工程实际进度以及工程质量来进行资金拨付。公司尤其重视对工程项目的管理，建立了从工程设计、施工到监理等各个环节的招投标制度和工程施工中的监督管理制度，同时还建立了工程竣工验收和决算审计制度。

资产管理方面，公司下属子公司仅为一家，目前已对下属单位制定了相关的年度目标、责任追究和考核办法。

财务管理方面，公司本部通过向下属子公司委派财务负责人和实施内部审计等措施，对下属子公司和工程项目进行有效管理。

总体来看，公司法人治理结构较完善，公司内部管理结构清晰合理，且管理制度比较健全，但考虑到公司改制时间尚短，管理执行方面还有待考量。

2. 人员素质

截至 2009 年底，公司现有高级管理人员 3 人，包括总经理 1 人，副总经理 1 人，总会计师 1 人。公司高级管理人员平均年龄 45 岁，均具有本科以上（含本科）学历，并均具有长期的专业管理经验。整体看，公司领导层的整体素质较高。

公司总经理王建军先生，现年 45 岁，研究生学历，财税高级经济师。曾任山东省德州市财政局办公室主任、德州市经济开发投资公司副总经理、德州市城建重点项目投融资中心副主任、现任公司总经理。

公司副总经理张黎光先生，现年 46 岁，研究生学历，财税高级经济师。曾任山东省德州市财政局农业税收管理科科长、农业科科长，现任公司副总经理。

公司总会计师李剑锋先生，现年 45 岁，本科学历，高级会计师。曾任山东省德州市财政局预算外资金管理科副科长、债务金融科副科长、德州市城市经营建设投资总公司财务科长，现任公司总会计师。

截至 2009 年底，公司本部及下属子公司共

有员工 738 人。按学历构成划分,具有大专及以上学历占总数的 35.67%,高中学历占 38.57%;按年龄构成划分,50 岁及以上占 12.20%,30~50 岁占 73.63%,30 岁以下占 14.17%;按职称划分,具有高级职称的 79 人,中级职称的 67 人,初级职称的 191 人。

截至 2009 年底,公司本部拥有员工 25 人,全部为大专以上学历。按年龄构成划分,30 岁以下的 5 人,30~50 岁之间的 19 人,50 岁以上的 1 人;从职称构成看,中级职称 15 人,高级职称 8 人。

整体看,公司员工综合素质可满足企业发展需要,其中公司本部人员的文化程度较高,平均年龄较轻,人员整体素质较高。

3. 公司经营

公司经营职能主要包含三个方面,第一承担地区市政投资建设;第二承担地区土地开发经营;第三运营授权范围内国有经营和准经营性资产。其中公司第一个职能尚未纳入公司主营业务收入中,但未来随着 BT 模式的确立,将纳入主营业务的工程收入中。

(1) 市政投资建设

公司原主要代表市政府承担财政对德州城区基础设施和公用事业工程项目资本金的拨付工作。其流程为市财政按年度城建项目投资总额的 30%~40%作为项目资本金,通过公司拨付至市建委以及其它相关项目单位,其余项目资金由项目单位自行筹集。2004 年~2007 年主要通过公司拨付资金承建的项目包括德州新城区基础设施建设项目、德州城市绿化防汛工程、德州市行政中心综合楼建设项目、东风路岔河危桥改造项目、市区路灯和公共设施改造项目、城区旧城改造项目、十三局绿地公园、新湖风景区改造提升等项目,累计拨付的资金达到 22 亿元。由于公司仅代表市财政从事市政工程建设资金拨付,其投资形成的资产由项目对应所属部门进行管理,未纳入公司资产中。

2009 年重组后,公司承担市政项目的投资

职能。2009 全年公司累计完成项目投资约 8 亿元,主要包括城市道路、体育场馆和博物馆等项目的建设,以上项目基本已建成,其项目资金主要来自公司土地交易收入构成的自有资金和依托银行贷款的外部举债融资。

为进一步明确公司与地区政府对市政建设权利和义务,公司对于市政建设投资将采用 BT 运营模式。未来公司规划的投资项目主要为此次发债募集资金投资项目(见表 1)。四项目总投资合计 23.79 亿元,工期主要分布在 2008~2012 五年,年均投资约 4.7 亿元,其中公司自有资金投入 12.26 亿元,年均投入约 2.5 亿元,2007~2009 年公司实现净利润均值(简单算术平均法)为 1.58 亿元,基本能满足未来公司自有资金的投资部分。公司自有投资以外的部分将主要通过举债融资。

针对上述四项目,公司合法拥有的对德州市财政局的 34.61 亿元应收账款(项目本金+工程管理费+财务费用等)。根据协议,财政局将于 9 年回购完毕,平均每年公司约可获得 3.84 亿元工程回款。

(2) 公司主营业务运营情况

2007~2009 年,公司主营业务收入规模基本持平。2009 年公司实现主营业务收入合计 97767.49 万元,以土地交易收入为主。

① 土地开发业务

从德州市土地交易情况看,2007~2009 年德州市年均土地出让面积均达到 5000 亩以上,其中商住用地占比维持在 37%~39%之间;从土地交易价格来看,近三年土地交易均价达到 21.67 万元/亩,折合为 325.05 元/平方米。

从城市土地收储规划看,随着德州市城中村和旧城区改造,以及对新城区建设步伐的加快,2010 年德州市年土地收储计划仍保持在 4000 亩左右,其中以城中村、旧城改造腾出的城区土地和新城区开发建设的土地为主。

公司承担德州市城区土地开发运营,2007~2009 年公司获得土地交易收入分别为 96267.50 万元、83495.79 万元和 90377.05 万元。

随着地产价格上升，以及公司土地开发运营能力提升，公司土地销售业务毛利润率也有所提升，由2007年的7.86%提升至2009年的29.50%。

② 经营性资产运营

自来水销售

公司下设一家供水公司，成立于1956年。供水公司自成立以来先后修建了三个水厂，目前供水公司第一、二水厂已改为备用应急水厂，目前投入使用的为第三自来水厂。2009年底第三水厂日供水能力为6万吨，承担德州城区自来水供应。2009年全年合计达到1736.71万吨（日消费量4.8万吨），其中67.23%为居民用水、23.56%为工业用水；9.21%为商业服务用水。2008年德州市自来水收费标准（不含污水处理费，饮水费和水资源费）为居民水费：1.40元/吨；工业水费：1.9元/吨；商业服务用水：2.35元/吨。2007~2009年，公司实现自来水销售收入规模相对稳定，分别为2409.49万元和2486.66万元、2860.04万元。自来水销售业务盈利能力也较为稳定，2007~2009三年业务利润率加权平均值为27.44%。

租赁业务

公司将自有的部分房产进行出租经营以获取收入，经营租赁收入已成为公司每年稳定的现金流，2009年公司获得租赁业务收入为4530.40万元。

公司自营以土地销售为主，收入和盈利易受地产市场影响，存在一定不确定性。市政府为稳定和进一步加强公司自盈能力，根据德政办字[2009]2号文件，将城市中可经营性资产或资产经营权，如有线电视、污水处理、户外广告、停车收费、城市供热、国有公房租赁等陆续划入公司，公司自盈也将基于此持续向好。

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供2007~2009年经中磊会计师事务所有限公司审计的全年合并财务报表和事务所

出具的标准无保留意见的审计报告。

公司2006年成立，2009年9月重组更名至今。会计师事务所根据公司的设立方式和股东实际出资情况，以及公司设立前后相同的经营业务口径，模拟编制公司2007至2009年相关的财务数据。

2007~2009年，公司执行会计准则和《企业会计准则》及其补充规定，公司合并范围无变化，并表子公司均为同一家子公司。

2008年公司获得价值232687.32万元的土地注资，使公司当期资产规模增长快速；2009年又获得89956.65万元土地资产注入，因此，部分财务指标变化较大。

以下分析主要以经中磊会计师事务所有限公司审计的公司2007~2009年模拟合并财务报表为依据。

2. 资产构成及资产质量

2007~2009年底，受土地注资、重组带来固定资产、投资加快推动在建工程、债务上涨带来货币资金、以及政府往来款等多重科目增多的影响，公司资产增长快速，年均复合增长159.30%。2007~2009年底，公司资产结构以流动资产为主，并随着土地注资带来的存货增加，公司流动资产占比有所提升。截至2009年底，公司资产总额874452.75万元，其中流动资产占77.93%。

2007~2009年底，受土地带来存货、货币资金和其他应收款增长的影响，公司流动资产年均复合增长204.33%。2007~2009年底，流动资产的结构变化主要体现在存货占比快速提升，并在流动资产中占主导地位，货币资金占比也有所提升，但提升幅度相对存货较小，其他应收款占比则呈现快速下降。截至2009年底，公司流动资产合计681441.79万元，存货、货币资金、其他应收款占比分别为50.15%、24.79%和23.33%。

2007~2009年底，公司存货增长快速。2009年底，公司存货合计341720.76万元，全部为出

让土地，以商住用地为主。

2007~2009年底，公司货币资金以年均复合605.52%的幅度快速增长，主要是2009年公司筹资活动加快所致。截至2009年底，公司货币资金合计168909.06万元。

2007~2009年底，其他应收款年均复合增长81.38%，截至2009年底，公司其他应收账款余额为159340.61万元，公司按不同账龄比例计提331.69万元的坏账准备，计提比例不足1%，考虑到主要为市政府部门的欠款，整体回款风险较小，但回款周期受资金拨付效率的影响存在不确定性。

2007~2009年底，应收账款主要为应收的土地款，欠款单位主要是地产类公司。2007~2009年底，公司应收账款净额年均复合下降23.39%。截至2009年底，公司应收账款余额为13051.63万元，坏账账龄长，3年以上占70.59%，公司计提1248.59万元的坏账准备，计提比例为9.57%，坏账计提不充分。

2007~2009年底，公司固定资产合计年均复合增长251.96%，截至2009年底，公司固定资产合计144492.95万元，占资产总额的16.52%。其中，截至2009年底，公司固定资产原值合计70256.16万元，以房屋建筑物为主，累计折旧6310.68万元，资产的成新率为91.02%，公司固定资产质量较好。

2007~2009年底，公司无形资产及其他规模变动不大，截至2009年底，公司无形资产及其他合计42519.02万元，以土地使用权为主。

整体看，公司资产增长快速，资产中的存货占比大，易受地产行业景气度的影响，交易变现周期存在不确定性。此外，公司其他应收款规模大，尽管欠款客户质量好，但回款周期易受地区政府部门资金拨付效率的影响，存在一定不确定性。

3. 所有者权益、负债构成及负债水平

2007~2009年底，受土地增资影响，公司所有者权益年均复合增长123.93%。截至2009

年底，公司所有者权益合计477213.26万元。其中，实收资本占41.91%，资本公积占41.29%，未分配利润占16.15%，其余为盈余公积。公司所有者权益稳定性一般。

2007~2009年底，公司负债总额年均复合增长237.41%，主要来长期借款的增长，负债结构也随着长期借款快速上涨，由偏重流动负债转变为非流动负债。截至2009年底，公司负债合计397239.48万元，非流动负债占84.09%。公司负债结构符合其经营发展的需求。

2007~2009年底，公司负债中有息债务增长快速，且来自长期有息债务的增长。2009年底，公司全部债务合计333605.30万元，占同期负债的83.98%。非有息债务以其他应付款为主。2009年底，公司其他应付款合计54172.57万元，主要为应交廉租房资金、农业土地开发资金和土地出让金。

2007~2009年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率指标上升快速，主要体现在2009年，该年资产负债率和全部债务资本化比率分别为45.43%、41.14%。公司债务负担有所加重，但仍处于合理范畴内。

4. 盈利能力分析

2007~2009年，公司主营业务收入规模基本相同，其结构以土地交易收入为主，2009年公司实现主营业务收入97767.49万元，其中土地出让交易占比达到92.44%；2007~2009年公司主营业务盈利能力随着地产价格上升和公司土地开发运营能力提升有所增强，2009年公司主营业务利润率为32.66%，公司主营业务盈利能力较好。

2007~2009年，公司利润总额主要受主营业务盈利能力提升年均复合增长117.33%，2009年为27602.03万元。受重组和资产注入带来净资产增大的影响，公司净资产收益率指标有所下降，2009年为4.32%。

从收入实现质量看，2007~2009年公司现金收入质量有所提升，但整体实现质量一般，

三年现金收入比加权平均值为 110.59%，2009 年为 113.33%。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，公司经营活动现金流入主要来自公司主营业务收入和公司与市财政局、市建委和土地交易中心在工程和土地开发中形成的往来资金流入。2007~2009 年，公司经营活动现金流入增长快速，年均复合增长 109.61%，其中销售商品、提供劳务收到的现金三年复合增长 7.05%，公司与市财政局、市建委和土地交易中心的往来收入反映在其他经营活动的现金流入年均复合增长 256.92%。2009 年经营活动现金流入规模达到 590127.61 万元，其中销售商品提供劳务收到的现金流入占 18.78%。经营活动的现金流出方面，2007~2009 年经营活动产生的现金流出略快于流入增幅，年均复合增长 114.26%。2007~2009 年，公司经营活动净流量有所波动，其中 2007 年和 2009 年为净流出，2009 年净流出规模最大，为 59443.24 万元。

从投资活动看，2007~2009 年，公司投资活动现金流入只体现在 2007 年，且规模小；从现金流出看，2007 年和 2008 年资金流出规模较小，但随着公司重组投融资职能定位的明确，2009 年公司投资活动资金流出规模增大，达到 92252.75 万元。

从筹资活动看，2007~2009 年，随着投资活动加快，公司以举债为主的筹资活动有所加快，资金流入规模上涨迅速，2009 年公司筹资活动资金流入为 280300.00 万元，较 2007 年净增加 275300.00 万元。2007~2009 年，公司筹资活动的现金流出以偿还债务所支付的现金为主，且规模有所波动。2007~2009 年，公司筹资活动现金净流量分别为 1774.65 万元、36163.31 万元和

274579.47 万元。

整体看，受土地交易收入和政府往来收支波动的影响，公司经营活动现金流不稳定，加之随着公司职能定位明确，投资活动迅速加快，公司对外筹资压力有所增大。

6. 偿债能力分析

从短期偿债压力看，2007~2009 年，公司流动比率和速动比率指标较高，三年加权平均值分别为 997.46% 和 469.39%，2009 年底分别为 1078.33% 和 537.58%，考虑到政府对公司欠款较大，且回款易受资金拨付效率的影响，具有一定不确定性，扣除公司应收款项净额（应收账款+其他应收款）和存货，2009 年流动资产对流动负债覆盖值为 2.67 倍。总体看，公司短期偿债压力较小。

从长期偿债压力看，随着 2009 年公司债务的快速增长，公司全部债务/EBITDA 指标快速上升，为 11.12 倍，基于公司债务偿还期限，以及未来公司经营市政投资可获得 BT 回款，公司偿债压力较小。

截至 2009 年底，公司共获得国家开发银行、工商银行、农业银行、中国银行等银行累计授信总额 47 亿元，未使用额度 17 亿元。公司直接和间接融资渠道畅通。

截至 2009 年底，公司无对外担保。

六、债券保护条款

本期债券通过设立专项偿债基金，偿债基金来源公司自营收益，并委托中国银行德州德城区支行对偿债基金进行监管。

偿债基金具体提取方案：

表 3 偿债基金提取方案

年度 (T 为发行年)	净利润预测 (亿元)	划拨时间 (G 为发行日)	纳入偿债基金金额 (亿元)	当期偿还利息 (亿元)	当期偿还本金 (亿元)	偿债基金累计资金 (剔除利息部分) (亿元)
T 年	2.22	T+30 天	0.8			

T+1 年	2.41	T-15 天	0.8	$7*0.6=0.42$	0	1.18
T+2 年	2.62	T-15 天	0.8	$7*0.6=0.42$	0	1.56
T+3 年	2.84	T-15 天	1.5	$7*0.6=0.42$	0	2.64
T+4 年	3.08	T-15 天	2	$7*0.6=0.42$	0	4.22
T+5 年	3.34	T-15 天	3.2	$7*0.6=0.42$	≤ 7	7.00
T+6 年	3.63	T-15 天	2.5	$7*0.6=0.42$	0	4.18
T+7 年	3.94	T-15 天	3.24	$7*0.6=0.42$	≤ 7	7

资料来源：公司提供

根据表3, T+5年公司偿债基金沉淀7亿元用以应对债券提前赎回。如T+5年本期债券全额赎回, 该基金将停止提取。如T+5年未发生回购, 该偿债基金账户7亿元的70%将被释放, T+6年偿债基金账户期初额度为2.10亿元, 后两年提取方案参照上表3。如T+5年发生部分赎回, 不分赎回金额多少, 均释放偿债基金余额70%, 后两年偿债基金根据偿债本息余额, 按等额提取。

整体看, 本期偿债债券基金逐年提取资金方式可缓解本期债券到期一次性支付压力。但联合资信注意到, 本期偿债基金资金由公司自行提取, 且方案未设置相应触发机制, 对于提升本期债券信用水平作用较弱。

七、综合评价

公司在地区经营环境、运营模式, 及政府支持方面的优势突出; 公司债务负担轻, 偿债压力较小, 但目前地产政策调控将给公司以土地销售为核心的主营业务带来短期负面影响, 考虑公司经营职能的特殊性, 公司整体偿债风险很低。

随着公司经营性资产增多, 经营业务范围的扩大, 加之逐步确立市政建设投资运营模式, 公司主营业务收入规模将有望增长, 自盈水平将有望提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期债券通过设立专项偿债基金, 偿债基金来源公司自营收益, 并委托第三方中国银行德州德城区支行对偿债基金进行监管。联合资信认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率%
流动资产：				
货币资金	3393.37	46025.58	168909.06	605.52
短期投资				
减：短期投资跌价准备				
短期投资净额				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收帐款	21785.80	23846.96	11803.04	-26.39
其他应收款	48333.28	58171.19	159008.92	81.38
预付帐款				
应收补贴款				
存 货	62.61	232771.63	341720.76	7288.07
存货净额				
待摊费用				
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债券投资				
其他流动资产				
流动资产合计	73575.05	360815.36	681441.79	204.33
长期投资：				
长期股权投资			5999.00	
长期债权投资				
长期投资合计			5999.00	
减：长期投资减值准备				
长期投资净额			5999.00	
合并价差				
固定资产：				
固定资产原价	15108.46	15265.90	70256.16	115.64
减：累计折旧	4471.40	5135.12	6310.68	18.80
固定资产净值	10637.06	10130.77	63945.49	145.19
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	10637.06	10130.77	63945.49	145.19
工程物资				
在建工程	1027.11	13649.81	80547.46	785.56
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	11664.17	23780.58	144492.95	251.96
无形资产及其他资产：				
无形资产	44818.86	43671.06	42519.02	-2.60
开办费				
长期待摊费用				
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	44818.86	43671.06	42519.02	-2.60
递延税项：				
递延税款借项				
资 产 总 计	130058.09	428267.00	874452.75	159.30

附件 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负 债 及 股 东 权 益	2007 年	2008 年	2009 年	变动率%
流动负债：				
短期借款	6006.00	1000.00	200.00	-81.75
应付票据				
应付帐款	9.01	9.01	9.01	0.00
预收帐款	502.50	374.60	797.07	25.95
代销商品款				
应付工资	440.78	440.78	440.78	0.00
应付福利费				
应付股利				
应交税金	19.27	27.14	7574.29	1882.83
其他应交款	0.48	0.76	0.47	-0.94
其他应付款	17993.82	25251.79	54172.57	73.51
预提费用				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	24971.85	27104.07	63194.18	59.08
长期负债：				
长期借款	9280.00	52100.00	333405.30	499.39
应付债券				
长期应付款				
住房周转金				
其他长期负债	640.00	640.00	640.00	0.00
长期负债合计	9920.00	52740.00	334045.30	480.29
递延税项：				
递延税款贷项				
负 债 合 计	34891.85	79844.07	397239.48	237.41
少数股东权益				
股东权益：				
股 本	35000.00	130000.00	200000.00	139.05
资本公积	21170.46	158857.78	197019.17	205.06
盈余公积		1044.96	3107.86	
其中：公益金				
未分配利润	38995.78	58520.19	77086.23	40.60
股东权益合计	95166.24	348422.93	477213.26	123.93
负债及股东权益总计	130058.09	428267.00	874452.75	159.30

附件 2 合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2007 年度	2008 年度	2009 年度	变动率%
一、主营业务收入	98676.98	85982.45	97767.49	-0.46
减：主营业务成本	90389.22	75371.19	65839.51	-14.65
主营业务税金及附加	15.90	16.41	270.42	312.37
二、主营业务利润	8271.86	10594.85	31657.56	95.63
加：其他业务利润	856.42	1032.05	1091.83	12.91
营业费用	255.53	308.97	404.12	25.76
管理费用	2442.58	2746.29	5170.80	45.50
财务费用	552.74	1007.18	-423.44	
三、营业利润	5877.43	7564.46	27597.91	116.69
加：投资收益				
补贴收入		13000.00		
营业外收入	4.95	7.21	7.20	20.56
减：营业外支出	38.73	0.07	3.08	-71.82
四、利润总额	5843.65	20571.61	27602.03	117.33
减：所得税	2.39	2.24	6973.09	5297.54
少数股东损益				
五、净利润	5841.25	20569.37	20628.94	87.93
加：年初未分配利润	33154.53	38995.78	58520.19	32.86
盈余公积转入				
六、可供分配的利润	38995.78	59565.15	79149.13	42.47
减：提取法定盈余公积		1044.96	2062.89	
提取法定公益金				
七、可供股东分配的利润	38995.78	58520.19	77086.23	40.60
减：应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
八、未分配利润	38995.78	58520.19	77086.23	40.60

附表 3 合并现金流量表

（单位：人民币万元）

项 目	2007 年度	2008 年度	2009 年度	变动率%
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	96682.22	98404.45	110796.91	7.05
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	37625.84	126429.47	479330.71	256.92
现金流入小计	134308.06	224833.92	590127.61	109.61
购买商品、接受劳务支付的现金	91762.57	88808.57	65991.47	-15.20
支付给职工以及为职工支付的现金	1120.12	1314.85	1377.46	10.89
支付的各项税费	211.42	236.03	264.16	11.78
支付的其他与经营活动有关的现金	48404.46	114719.07	581937.76	246.73
现金流出小计	141498.57	205078.52	649570.85	114.26
经营活动产生的现金流量净额	-7190.51	19755.40	-59443.24	187.52
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资所收到的现金	880.00			
其中：出售子公司所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	880.00			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	598.04	13286.50	86253.75	1100.95
投资所支付的现金	303.00		5999.00	344.96
其中：购买子公司所支付的现金				
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	901.04	13286.50	92252.75	911.85
投资活动产生的现金流量净额	-21.04	-13286.50	-92252.75	6521.99
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资所收到的现金				
借款所收到的现金	5000.00	65000.00	280300.00	648.73
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	5000.00	65000.00	280300.00	648.73
偿还债务所支付的现金	2630.00	27186.00	2250.00	-7.51
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	595.35	1650.69	3470.53	141.44
支付的其他与筹资活动有关的现金				
现金流出小计	3225.35	28836.69	5720.53	33.18
筹资活动产生的现金流量净额	1774.65	36163.31	274579.47	1143.88
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-5436.90	42632.22	122883.48	

附件 4 主要财务指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.53	3.77	5.48	4.78
存货周转次数(次)	1443.80	0.65	0.23	289.07
总资产周转次数(次)	0.76	0.31	0.15	0.32
现金收入比(%)	97.98	114.45	113.33	110.59
盈利能力				
主营业务利润率(%)	8.38	12.32	32.38	21.56
总资本收益率(%)	5.90	5.40	2.55	4.08
净资产收益率(%)	6.14	5.90	4.32	5.16
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	8.88	13.01	41.13	26.24
资产负债率(%)	26.83	18.64	45.43	33.67
全部债务资本化比率(%)	13.84	13.22	41.14	27.31
偿债能力				
流动比率(%)	294.63	1331.22	1078.33	997.46
速动比率(%)	294.38	472.42	537.58	469.39
全部债务/EBITDA(倍)	1.85	2.26	11.12	6.61
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.11	0.33	0.43	0.34

附件 5 有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 6 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 德州德达城市建设投资运营有限公司 2010 年度公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

德州德达城市建设投资运营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。德州德达城市建设投资运营有限公司、偿债基金账户如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，德州德达城市建设投资运营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注德州德达城市建设投资运营有限公司和偿债基金中其他有关各方经营管理状况及相关信息，如发现德州德达城市建设投资运营有限公司、偿债基金出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如德州德达城市建设投资运营有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至德州德达城市建设投资运营有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送德州德达城市建设投资运营有限公司、主管部门、交易机构等。

