

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 904 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，评级展望为稳定，维持“10德州债”、“12德州城投债”的信用等级为AA。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

德州德达城市建设投资运营有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 德州债	7 亿元	2010/8/9-2017/8/9	AA	AA
12 德州城投债	10 亿元	2012/10/18-2019/10/18	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 25 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	5.71	10.38	13.54
资产总额(亿元)	151.55	284.47	333.22
所有者权益合计(亿元)	91.53	174.20	204.32
短期债务(亿元)	1.00	2.19	4.69
全部债务(亿元)	39.84	78.09	103.05
主营业务收入(亿元)	23.69	26.12	28.81
利润总额(亿元)	4.68	7.49	6.79
EBITDA(亿元)	6.18	10.10	10.80
经营性净现金流(亿元)	-1.66	2.26	4.55
主营业务利润率(%)	27.06	32.69	34.82
净资产收益率(%)	5.25	5.89	3.53
资产负债率(%)	39.60	38.76	38.68
全部债务资本化比率(%)	30.32	30.95	33.53
流动比率(%)	557.36	627.11	852.74
全部债务/EBITDA(倍)	6.45	7.73	9.54
经营现金流/流动负债(%)	-8.46	6.75	16.03

分析师

焦洁 钟睿
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

德州德达城市建设投资运营有限公司(以下简称“公司”)作为德州市唯一的市级基础设施投资运营平台,跟踪期内,继续保持在地域经营环境、运营模式及政府支持等方面的突出优势。另一方面,公司自营业务易受地产政策调控和市场影响、经营净现金流波动大、其他应收款回收时间存在不确定性等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

从未来开发展开,公司代建项目完工后可产生一定规模的现金回流;同时,公司承担德州市城区内一级土地开发经营,每年可取得较大规模的土地出让金返还,可为公司未来提供较为稳定的收入来源,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信维持德州德达城市建设投资运营有限公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“10德州债”、“12德州城投债”的信用等级为AA。

优势

1. 跟踪期内,德州市经济发展稳定,地区财政实力快速增长,为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 跟踪期内,公司在资产注入、土地出让金返还等方面得到了政府的大力支持。
3. 跟踪期内,公司主营业务收入来源稳定,经营活动现金流入量充足,对待偿还债券的保障能力较强。

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. 公司房地产业务受行业政策影响较大,其收入和利润波动较大。土地存货占比较大,其变现能力易受国家政策影响。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于德州德达城市建设投资运营有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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。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。截至2013年底，公司注册资本为20亿元。

公司营业执照的经营范围涉及包括国有资产投资及运营管理、城市基础设施建设运营、土地收购储备及开发经营、物业管理、房产开发、项目投资及咨询服务；户外广告经营；对融资、投资、贷款的担保。

目前，公司集投资开发、股权管理、项目融资等功能于一体，主要从事土地及房产开发、基础设施建设投资、国有资产的投资及运营管理，包括城市土地、道路、桥涵、排水、防洪、道路照明、供水、供热、供气、公共交通等有形资产的经营管理，基础设施冠名权、城市户外广告经营权等无形资产的经营管理。

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6家全资及控股子公司。截至2013年底，公司本部及下属单位在职人员共计1340人。

截至2013年底，公司资产总额333.22亿元，所有者权益合计204.28亿元。2013年，公司实现主营业务收入28.81亿元，利润总额6.79亿元。

公司注册地址：德州市德城区湖滨中大道1268号。法定代表人：王进宝。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值56845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政

累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀

升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地

产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(1) 行业概况

城市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物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、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政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。

政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

(2) 行业政策

国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施投资建设主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于2004年7月16日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009年3月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在2009年4万亿投资的刺激下，城市基础设施投资建设速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀

升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发[2010]19号文对融资平台债务进行全面清理

(1) 对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。(2) 融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发[2010]19号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012年，银监会出台《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2013年3月，银监会内部下发《关于加强2013年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（讨论稿）（以下简称“指导意见”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、

隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上2013年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2010年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金[2010]2881号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源70%以上（含70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发[2010]19号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。(1) 禁止地方政府公益性项目向影子银行举债(2) 地方各级政府不得以

委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，比上年名义增长19.3%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.97万亿元，全年基础设施（不包括电力、燃气及水的生产与供应）投资7.17万亿，比上年增长21.2%。2013年全年新开工项目计划总投资35.78万亿元，比上年增长14.2%；新开工项目38.93个，比上年增加6.62万个。

截至2013年，中国城镇化率为53.73%，较上年提高1.16个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁

荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济环境

跟踪期内，德州市经济实力不断增强。根据《2013年德州市国民经济和社会发展统计公报》，2013年德州市地区生产总值达到2460.59亿元，同比增长11.2%。其中，第一产业增加值273.54亿元，增长3.8%；第二产业增加值1301.67亿元，增长12.6%；第三产业增加值885.38亿元，增长11.2%。三次产业比例由上年的11.0:54.1:34.9调整为11.1:52.9:36.0，第三产业比重提高1.1个百分点，产业结构更趋合理。

2013年，德州市财政一般预算收入150.02亿元，增长24.78%。2013年德州市实现土地出让收入26.66亿元，是德州市基础设施建设的重要资金来源。2013年获得上级补助收入和预算外收入分别为129.09亿元和1.38元，且上级补助收入中的专项转移支付较大，其使用须配套特定的项目，地方政府可自由支配程度较弱。

总体看，跟踪期内德州经济社会保持良好发展，为公司生产经营提供了良好的外部环境。

4. 德州市未来发展规划

依据德州市总体规划，德州市以特大城市发展框架为要求，加快城市产业升级，促进人口和产业的聚集，扩大中心城区规模；提升城市基础设施层级，在国家公路枢纽城市、鲁西北和冀东南重要的交通枢纽基础上利用高速铁路“一横一纵”交通枢纽及济南半小时交通圈的优势上努力创建中国北方重要的交通枢纽城市；同时作为济南都市圈西北门户城市，积极完善公共设施配套，为区域生产、生活提供综合服务，塑造成为区域经济、文化中心。

从城市建设规划看，德州 2020 年规划城市人口规模 144 万人，城市建设用地将达到 153.13 平方公里。在居住用地方面，规划居住用地 4498.89 公顷，占城市建设用地的 29.38%，人均居住用地 31.24 平方米。按照功能区划及居住社区规模控制，将 3 个城区居住分为 8 个居住片区，建设共 33 个居住社区；保障性住房包括经济适用房和廉租房，用地面积按照不少于居住总用地的 10% 控制，主要安排在运河、天衢、新华、河东新区、高铁产业区等片区内交通便捷、生活便利的地段。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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2013年底，公司注册资本20.00亿元，德州市财政局持有公司100%股权，是公司的实际控制人。

2. 公司规模

公司是由德州市财政局批准设立的国有独资公司，主要从事国有资产投资运营管理、基础实施建设运营和土地收储及开发，是德州市唯一的市级国有资产管理 and 基础设施投资运营平台。

公司成立以来，先后进行了德州档案馆、德州市博物馆、高铁新区主干道等一系列重大

项目的投资开发，承担了数字化城管、公园景区提升等民生项目的投融资建设任务。

同时，公司具有区域土地一级开发权，是老城区城中村改造、旧住宅区改造、城市综合体项目等一批土地开发项目的运作主体，在德州市德城区、经济技术开发区、运河开发区区域储备了较为丰富的土地一级开发资源，2011~2013年，公司共储备土地22630.38亩，均已取得土地证；截至2013年底，已出让6695.10亩。

总体看，公司是德州市政府授权范围内唯一的市级基础设施投资运营平台，公司所承担的市政道路、公用设施等德州市重点项目对地区经济社会的发展起到重要作用，在德州市基础设施建设投融资领域具有重要地位。

3. 政府支持

公司经营职能主要包含三个方面，第一承担中心城区市政投资建设；第二承担中心城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，公司与市政府建立明确BT市场化运营模式；2011~2013年底，公司BT项目回购资金到位15.41亿元，到位情况较好。第二经营职能方面，公司承担中心城区一级土地开发经营，根据德政发【2002】4号及德政办发【2008】29号文件精神，公司与德州市国土资源局联合开发土地，待土地出让后扣除相关税费后的出让净收益返还给公司作为主营业务收入，2011~2013年底，公司取得的返还土地出让收益达32.03亿元。第三个经营职能方面，公司经营领域垄断优势突出，现阶段主要是市区供热收入、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。2011年德州市财政局将水库资产及土地19.22亿元划入公司，计入存货科目；根据德政土字【2012】6号文件，德州市政府注入新农村公司1320.96亩土地，经评估

价值为24.39亿元，计入存货科目；根据德政土字【2012】8号文件，德州市政府注入新农村公司3263.65亩土地，经评估价值为58.07亿元，计入存货科目。根据德政字【2012】154号文件，德州市政府注入新农村公司68.35亩土地，经评估价值为1.65亿元，计入公司2013年存货科目。根据德政字【2012】153号文件，德州市政府注入母公司1225.89亩土地，经评估价值为22.49亿元，计入公司2013年存货科目。综合来看，德州市政府对公司经营发展提供了大力支持。

总体看，德州市经济发展较快，财政实力较强，城市化进程快速稳定，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扩大以及老城区城中村改造项目的建设，以及政府土地储备全部纳入公司统一管理，开发出让面积和土地出让净收益会大幅度提高，公司基础设施投资和土地开发职能将进一步强化，公司未来的发展前景较好。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制无重大变动。

根据德州市财政局《关于变更德州德达城市建设投资运营有限公司董事会成员的决议》（德财资股[2014]2号）文件的内容：因工作需要，经德州市国有资产管理办公室决定免去王建军先生公司董事、董事长及法定代表人职务，委派王进宝先生、李剑锋先生为公司董事，与原职工董事代表魏增连先生组成新的董事会，并指定王进宝先生为公司董事长、兼任公司法定代表人职务。

截至2013年底，公司现有高级管理人员3人，包括总经理1人，董事2人（其中一人兼任总会计师职务），总会计师1人。公司高级管理人员均具有本科以上（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。

公司董事长兼总经理王进宝先生，47岁，研究生学历，高级会计师。曾任德州市财政局

预算科副科长、行财科科长、经济建设科科长、局副调研员、党组成员、总会计师，现任德州市财政局副局长、德州市政府投融资管理中心主任，于2014年1月起担任公司董事长、总经理。

公司董事李剑锋先生，50岁，本科学历，高级会计师。曾任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；现任公司董事、总会计师。

公司职工董事魏增连先生，40岁，研究生学历。曾任德州市陵县县委办公室副主任科员，德州市建委办公室副主任科员、副主任、主任科员、城建科科长，德州市开发拆迁办主任；现任公司职工董事。

截至2013年底，公司本部及下属子公司共有员工1340人。按学历构成划分，研究生学历占1%，本科学历占16%，大专学历占29%，大学专科学历以下占54%；按年龄构成划分，50岁及以上占11%，30~50岁占65%，30岁以下占24%；按职称划分，具有高级职称的37人，中级职称的200人，初级职称的516人。

截至2013年底，公司本部拥有员工30人，全部为大专以上学历。按年龄构成划分，30岁以下的10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。

七、经营分析

1. 经营概况

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。具体来看，公司业务包括城市基础设施建设、土地的一级开发、租赁、供水、供热及房地产业务。其中，土地开发板块及基础设施建设板块是公司收入的主要来源，以上两板

块根据德州市政府的整体规划负责项目的设计、建设和运营；公司租赁业务由于承租人为德州市政府，所以收入和利润较为稳定；供水、供热板块作为公司的公益性业务，虽业务占比较低，但收入和利润较为稳定；房地产业务受行业政策影响较大，导致收入和利润波动较大。

从收入来看，公司基础设施建设板块于2011年开始确认收入，近三年呈下降趋势，主要系项目规模减少，BT回款较少所致；2011~2013年，受德州市整体土地收储和供应计划影响，公司土地开发规模扩大，致该板块收入快速增长，占总收入比重由54.69%上升至70.94%；2013年，房地产业务板块收入较上年大幅下降，主要系受当年开发进度影响，可供出售的房屋面积减少所致；其他各板块收入均呈稳步增长趋势。综合来看，公司收入规模持续增长，未来随着各板块的持续发展，公司主

营业务收入有望继续增强。

从毛利率来看，供水业务板块毛利率较为稳定；基础设施建设板块毛利率波动增长，主要系受该板块业务建设工期延长使公司融资费用增加影响，政府支付的回购款增长幅度较大所致；受德州市土地出让价格增长影响，公司土地开发板块毛利率持续上升；供热业务板块近三年毛利率大幅下降，主要系原材料及燃料的价格上涨，供热设备及管道前期投入较大，折旧费用较高及政府限定供热价格影响所致；房地产板块近三年毛利率波动较大，2012年较2011年大幅增长，主要原因为公司开发建设的商品房项目多于前期结转成本，2012年随着大部分商品房陆续进行销售并确认收入致该年毛利率较高，2013年该板块毛利率为-24.45%，较上年大幅下降主要系受当年开发进度影响，可供出售的房屋面积减少。

表1 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

行业名称	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	7.94	33.52	15.00	6.48	24.82	19.11	4.53	15.71	17.70
土地开发	11.88	50.17	34.86	14.28	54.69	40.79	20.44	70.94	45.61
租赁业务	0.74	3.12	100.00	0.94	3.60	82.13	0.96	3.32	82.45
供水业务	0.42	1.79	32.23	0.46	1.76	31.57	0.49	1.69	30.58
供热业务	1.09	4.62	19.66	1.10	4.20	-19.90	1.40	4.85	-44.27
房地产	1.61	6.78	6.81	2.86	10.94	41.78	1.01	3.49	-24.45
合 计	23.69	100.00	27.59	26.12	100.00	34.29	28.81	100.00	35.38

资料来源：公司提供

2. 基础设施建设

公司是经德州市政府授权的从事城市基础设施建设的法人，德州城市基础设施建设由公司进行，包括市政工程、桥梁、道路、环卫、公园等城市基础设施和民生领域建设项目。公司建设了一整套完整的经营和投融资体系，通过德州市政府协调，市财政、市建委、市发改委等主管部门负责与公司共同进行项目推

进，公司负责市政府投资计划安排的城建项目的融资、资金划付及资金监管职责。

德州市中心城区的基础设施及重点工程项目通过BT方式进行建设，其中公司承建的公益项目，包括道路修建、景区提升、公厕改造、设施维护等。公司与德州市人民政府签订建设工程合作协议，由公司投资兴建，项目建成后，以公司成本加上合理利润，计入公司主营业务

收入。

BT项目运作模式：德州市财政局（代表德州市政府）与公司签订 BT 协议，由公司采取“投融资+项目管理”的模式自行筹措资金对项目进行投资建设，政府按投资建设合同约定支

付回购价款对项目进行回购，并给予公司一定的管理收益，项目最终移交回政府。公司BT项目结算完毕并交付时候后确认收入，计入主营业务收入中。

公司承建的政府回购项目情况如下表：

表2 公司已完工政府回购、代建项目情况表（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资额	公司投资额	回购期	项目进度	2011年确认收入	2012年确认收入	2013年确认收入	截至2013年底回款实际到位情况	毛利率
基础设施	市区三八路、长河公园、公厕改造等	7.22	7.22	2011年	已经完工	7.94	--	--	7.94	9.10%
新湖风景区	新湖风景区景观提升改造	1.32	1.32	2012年	已经完工	--	--	--	7.47	19.80%
创卫工程	市区垃圾压缩站等	1.31	1.31	2012年	已经完工	--	--	--		19.80%
污水处理	污水处理	0.29	0.29	2012年	已经完工	--	--	--		24.36%
110指挥中心	德州市公安局110指挥中心大楼	0.55	0.55	2012年	已经完工	--	--	--		24.36%
迎宾大道	迎宾大道改造、绿化及提升	0.55	0.55	2012年	已经完工	--	--	--		24.36%
体育中心	修建体育中心	5.64	5.64	2012年	已经完工	--	6.48	--	--	13.00%
基础设施	大学路、商贸大道等	3.98	3.98	2013年	已经完工	--	--	4.53		12.15%
合计	--	20.85	20.85	--	--	7.94	6.48	4.53	15.41	13.36%

资料来源：公司提供

注：毛利率=（收入额-公司投资额）/收入额

综上所述，公司承建的政府回购项目中多数收益率达10%以上；截至2013年底，政府回购款实际到位15.41亿元，综合来看，公司政府回购项目整体回款情况较好。

3. 土地开发业务

根据德政发【2002】4号文件及德政办发【2008】29号文件精神，公司具有德州市城市土地一级开发职能，并依据相关规定获得土地

开发运营收益。德州市政府授权公司对政府划拨和项目建设土地进行整理和开发，提高土地生产能力。开发的土地均位于德州市德城区、经济技术开发区、运河开发区区域，均属于中心城区范围，地理位置优越，根据德州市城市规划总体要求开发运营，具有良好的预期收益。

公司土地开发运营的流程为：公司取得土

地后对土地进行前期的开发整理，主要包括道路、水、电、暖建设、使其周围环境得到改善，土地价值得到提高，待土地开发整理完成后通过招拍挂进行出让，土地出让收入统一缴入市

级财政，财政局从中扣除相关税费后，将该土地的净收益部分及德达公司前期投入的开发成本返还公司，计入主营业务收入。

表3 公司土地收储及出让情况

年度	实际收储面积 (亩)	已出让面积 (亩)	平均出让价格 (万元/亩)	已出让总价 (万元)	返还的土地出让收益 (万元)
2011	13336.13	2021.10	122.80	248189.00	118823.00
2012	4903.73	2215.00	77.01	170573.00	142816.00
2013	4390.52	2459.00	136.07	334597.00	204404.00
合计	22630.38	6695.10	112.52	753359.00	466043.00

资料来源：公司提供

综合来看，公司在德州市德城区、经济技术开发区、运河开发区储备了较为丰富的土地一级开发资源；2011~2013年，公司共储备土地22630.38亩，已出让6695.10亩，出让价格共75.34亿元；未出让土地中，价值37.04亿元的土地用于抵押。充足的土地储备和良好的政策支持为公司未来的盈利打下了坚实的基础。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，未来土地收储以城中村、旧城改造腾出的城区土地和新城区开发建设的土地为主。但考虑到土地开发业务前期投入大、征地拆迁等开发成本处于上升趋势以及房地产市场环境波动较大，公司土地开发项目收益存在一定的不确定性。

从德州市土地交易情况看，2011~2013年德州市年土地出让面积均在2200亩以上，规模较大。2011~2013年德州土地出让总收入达77.87亿元，其中属于2013年土地出让收入36.53亿元。从土地交易价格来看，近三年土地交易呈上升趋势，2013年均价达到170万元/亩。公司承担德州市城区土地开发运营，2011~2013年公司获得土地交易收入分别为11.88亿元、14.28亿元和20.44亿元。随着地产价格上升，以及公司土地开发运营能力提升，公司土地开发业务毛利率也有所提升，2011~2013分别为34.86%、40.79%和45.61%。

2. 供水业务

公司下设供水公司，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，该水厂的水源是沟盘河水库。沟盘河水库以引黄河水为供水源，黄河水由引黄干渠入丁东水库（库容1.2亿吨），再由丁东水库引入，水质情况比较稳定，全年平均水质达到国际III类水标准，完全符合国家饮用水源水的水质要求。

截至2013年底第三水厂日供水能力为11万吨，承担德州城区自来水供应。2013年全年合计达到2306.8万吨（日消费量6.32万吨），其中63.16%为居民用水、26.39%为工业用水；9.97%为商业服务用水。2013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1.70元/吨；工业水费2.60元/吨；商业服务用水2.60元/吨。2011~2013年，供水总公司实现自来水销售收入呈稳步上升趋势，分别为4245.03万元、4604.10万元和4856.23万元。

3. 供热业务

公司的供暖业务主要由其子公司德州市热力公司负责完成；公司下设德州市热力公司，成立于1997年，依据德州市人民政府《关于成立德州市热电公司的通知》（德政发【1997】第104号文件）成立，当时以德州市能源办为基础

筹建，后更名为德州市热力公司。德州市热力公司主要负责的供暖区域为德城区：湖滨大道以东、岔河以西、东风路以北、大学路以南区域，东风路以南区域以及天衢工业园部分区域；经济开发区：东风路以南、晶华大道以西区域；运河经济开发区：东风路以南区域。发行人现有主、支管网200余公里。

目前德州市共有4家热力公司，为华鲁恒升热电公司、凯元热电、恒源热电和德州市热力公司，华鲁恒升热电公司热源为华鲁恒升公司电厂，供热区域为公司家属院及周边地区；凯元热电和恒源热电热源为凯元热电厂，主要供应为经济开发区的部分区域；在四家供热企业中，德州市热力公司供应面积最大，2013年供热面积为957万平方米，供热面积占整个德州市市区的70%。

公司供暖以华能电厂为热源点，通过华能德州电厂换热首站换热器对一级热力网内的水进行加热，然后二级换热站内用一级热力网的水通过换热器对二级热力网内的水进行加热，换热后的一级热力网的循环水回到首站再次被加热，而经过二级换热站被加热的水经过二级网输送到热用户进行散热，散热后回到二级换热站内继续被加热。

公司供热价格：公司根据物价局德价发【2008】101号文件，向居民用户收取的采暖费为22元/平方米，向低保户收取的采暖费为15元/平方米，向非居民用户收取的采暖费为30元/平方米。小区（单位）二次供热价格为3元/平方米。

公司与华能电厂的结算价格为25元/吉焦，根据德州市人民政府2011年53次常务会议纪要，2011-2012年采暖期与华能电厂的结算价格为38元/吉焦。

2011~2013年，供热面积分别为604万平方米、630万平方米和658万平方米。目前的管网供热能力为1200万平方米。2011~2013年，供暖收入分别为10945.99万元、10978.50万元和13983.87万元。

4. 房地产开发业务

公司下设德州市房屋建设综合开发集团公司（以下简称：“房屋综合开发公司”），注册资本7418万元。经营范围：建设住宅，商品房开发服务，房地产开发、经营。2010年9月份，经市政府批准，市国资办将其股权划归德达城市建设投资运营公司，作为其全资子公司。房屋综合开发公司具有一级开发资质、乙级设计资质、乙级监理资质、二级物业管理资质和二级施工资质，是一个具有资本运营、技术服务、生产经营等能力的综合性企业集团，拥有年开发商品房20余万平方米、建筑设计30万平方米、建筑施工20万平方米和管理各类物业100万平方米以上的综合能力。公司近三年完成丹若园、共青团路小区和领秀天衢一期、二期工程的建设，其中共完成拆迁安置房建设13万平方米，完成公租房建设0.87万平方米，共投资4.5亿元。

公司目前在建项目为领秀天衢三期一批工程和经济开发区项目东区北部安置社区项目。领秀天衢三期一批工程建设面积8.7万平方米，计划投资1.6亿元，主体已完工，正在开盘销售中；经济开发区项目东区北部安置社区项目建设面积35万平方米，计划总投资7.9亿元，占地面积约330亩，现已有18栋多层封顶，面积约4.9万平方米，12栋高层建设进度约为50%。

未来两年内，公司主要开发项目为领秀天衢项目和经济技术开发区项目东区北部安置社区项目，在完成这两个项目的基础上，公司将在德州市区及辖区各县范围内进行适度开发，计划每年实现开发建筑面积20万平米。

2011~2013年开发面积分别为15.90万平方米、19.90万平方米和24.20万平方米，销售收入分别为1.61亿元、2.86亿元和1.01亿元。

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。

5. 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。截至目前，公司出租房屋为德州市行政中心综合楼，政务中心综合楼及政务中心审批大厅一楼。

德州市行政中心综合楼位于德州经济技术开发区，出租面积94383.83平方米，承租人为德州市市级机关事务管理局，租赁期限为20年，自2009年5月1日至2029年4月30日，租赁用途为机关办公用楼，租金为每平方米2元/每日，2009年租金4530.4万元，以后每年租金6795.6万元。

德州市政务中心综合楼位于德州经济技术开发区，出租面积36067平方米，承租人为德州市市级机关事务管理局，租赁期限为20年，自2012年1月1日至2032年12月31日，租赁用途为机关办公用楼，租金为每平方米2元/每日，每年租金2596.8万元。

德州市政务中心审批大厅一楼南门西侧，出租面积96平方米，承租人为德州银行股份有限公司，租赁期限10年，自2011年1月至2021年1月，租赁用途为设立营业网点，为政务审批大厅及社会提供银行业务服务，每年租金50万元。

德州市政务中心审批大厅一楼东门南侧，出租面积576平方米，承租人为中国银行股份有限公司德州分行，租赁期限10年，自2011年2月至2021年2月，租赁用途为设立营业网点，为政务审批大厅及社会提供银行业务服务，每年

租金100万元。

2011~2013年公司获得租赁业务收入分别为7395.60万元、9392.40万元和9561.10万元。

6. 在建项目及未来规划

依据德州市总体规划，德州市以特大城市发展框架为要求，加快城市产业升级，促进人口和产业的聚集，扩大中心城区规模；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。按照德州市定位和发展战略，公司将继续发挥其在德州市国有资产管理和基础设施投资运营主体作用，积极推进德州市基础设施建设项目建设及各业务板块的综合发展。

公司目前主要在建项目主要分布在管道工程、市政工程、供暖工程及供水工程在内的政府重点项目，项目总投资101.20亿元，截至2013年底，已完成投60.59亿元；拟建项目包括三八路京沪铁路桥涵改造工程、动植物园二期工程、国家玻璃纤维复合材料及制品质检中心项目、岔河、减河滨河路绿化工程和道路改造；以上项目，计划投资为3年，自2014年起实施，项目全部工程计划于2016年底完成，总投资达13.10亿元；根据德州市政府建设规划，公司未来仍将承建多项基建项目，总投资规模将高于以上项目投资总额，公司每年将面临较大的资金需求，仅依靠公司自身的盈利能力和现金流难以维持上述资金需求，需要通过对外融资解决资金缺口，未来公司资金需求将保持高位。

表4 截至2013年底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		已投资额 (截至2013 年底)	2014年 投资额	2015年 投资额
			贷款	自筹			
德州大剧院	包括一个1500座的歌剧院、一个600座的多功能可变剧场、一个150座的影像报告厅以及排练厅等配套设施，建筑面积3.92万平方米	59000	17700	41300	43279	16000	0
公共租赁住房	建设公租房750套，其中：德城安居苑158套；河东安居苑592套	19500	19500	--	4300	15200	0
德州市博物	位于河东新区东方红路以北，长河大道	18000	5400	12600	17800	800	0

馆	以东的文体中心区域,规划建设用地 71.9 亩,建筑面积 2.1 万平方米						
政务服务中 心	位于新城区行政办公区内,占地面积 6400 平方米。工程为框架结构,地下一层,地上五层。总建筑面积 3.6 万平方米,高度为 23.8 米,呈正方形布局	18700	5610	13090	18300	600	0
廉租住房	建设廉租住房 615 套,其中:德城安居苑 200 套;河东安居苑 165 套;乾城小区 250 套	13800	13800	--	6810	7000	0
德州市档案 馆	新馆拟设计地下一层,地上五层,建筑面积 14585 平方米	6000	1800	4200	3838	2400	0
农村危房改 造安居工程	包括德州市 11 个县市区,工程拆迁总量 4995578 平方米,涉及 175 个村庄,24230 户村民,共计 73543 人。	430107	300000	130107	370405	59700	0
德州市高铁 片区城乡一 体化安居工 程项目	主要由沙王社区、魏集社区的安置社区建设工程和土地整理工程两部分组成。	446861.7	300000	146861.7	141195	200000	0
合计	--	1011968.7	663810	348158.7	605927	301700	0

资料来源:公司提供

注:公司有较多的单位金额较小的BT项目,由公司负责承建,如绿化工程、防汛工程、桥梁改造工程、供热供水管网改造等民生工程,因金额较小且数目较多,暂未列入本表。

表 5 拟建项目投资计划(单位:万元)

项目名称	投资金额	投资计划	投资进度安排		
			2014 年	2015 年	2016 年
三八路京沪铁路桥涵改造工程	35000	3 年	21000	10000	4000
动植物园二期工程	12000	3 年	6000	5000	10000
国家玻璃纤维复合材料及制品质检中心 项目	8000	3 年	4800	2200	1000
岔河、减河滨河路绿化工程	60000	3 年	36000	14000	10000
道路改造	16000	3 年	9000	4000	3000
合计	131000	--	76800	35200	28000

资料来源:公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 2010 年 8 月 23 日发行企业债券 7 亿元,2017 年 8 月 9 日到期,简称“10 德州城投债”,固定利率计息,票面利率为 5.71%,每年付息一次,募集资金将全部用于“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”。公司已于 2013 年 8 月 9 日按时支付第二年度利息 3997 万元。截至 2013 年底,该募集资金已投入 7 亿元于上述四项目建设。

公司于 2012 年 10 月 18 日发行企业债券 10 亿元,2019 年 10 月 18 日到期,简称“12 德

州城投债”，固定利率计息，票面利率为 7.14%，每年付息一次，募集资金将全部用于“京沪高铁德州站配套设施建设工程”、“德州综合汽车客运站建设工程”、“德州市第四净水厂及配套管网工程”、“德州市南运河污水处理厂及配套管网工程”。公司已于 2013 年 10 月 18 日按时支付第二年度利息 7140 万元。截至 2013 年底，该募集资金已投入 10 亿元于募投项目建设。

截至2013年底，两期债券募投项目均已竣工。

九、财务分析

公司提供的2011~2013年财务报表已经过利安达会计师事务所有限责任公司（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围来看，2011~2013年纳入公司合并报表范围的控股子公司共计6家；其中，德州岔河片区综合开发有限公司于2013年6月27日更名为德州德发城市资产管理有限公司；2013年7月，根据德州市财政局《关于将市财政局持有股权无偿划转至德州德达城市建设投资运营有限公司的批复》（德财资股[2013]20号），自2013年7月1日起，将德州新农村建设发展有限公司66.67%的股权及相关权益无偿划转至德州德达城市建设投资运营有限公司，划转完成后，德州新农村建设发展有限公司为德州德达城市建设投资运营有限公司持股100%的国有法人独资公司。

截至 2013 年底，公司资产总额 333.22 亿元，所有者权益合计 204.28 亿元。2013 年，公司实现主营业务收入 28.81 亿元，利润总额 6.79 亿元。

1. 盈利能力

随着公司营业规模的扩大，主营业务收入稳步增长，2013年，公司实现主营业务收入 28.81 亿元，同比增长 10.33%。2013 年，受土地

开发业务利润水平提升影响，公司主营业务利润率由上年的 32.69% 增至 34.82%。

期间费用方面，2013 年债务规模的快速扩张导致财务费用同比增幅达 75.23%，三项期间费用合计 4.22 亿元，占主营业务收入的比重为 14.65%，较 2012 年的 10.41% 增幅较大。期间费用对营业利润侵蚀增大，公司对期间费用的控制力有待加强。

盈利指标方面，受益于明确的政府支持，公司主营业务营业利润率较高，但相较于较大规模的权益规模，公司利润规模偏低。2013 年，受公司所有者权益增幅远高于净利润增幅影响，公司净资产收益率为 3.53%，较上年下降 2.36 个百分点；同时，受有息债务规模的快速增长影响，总资本收益率为 3.15%，较上年下降了 0.38 个百分点。公司整体盈利指标处于较低水平，未来随着 BT 项目逐渐实现回购收入，公司盈利能力有望增强。

总体看，2013 年，公司收入规模稳步增长，营业利润较上年所有增长；土地开发业务和房地产业务是公司收入和利润的主要来源，未来随着项目陆续完工结转收入，公司收入及利润规模有望进一步提高。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2011~2013 年公司经营活动现金流入年均复合增长 77.99%，2013 年为 86.41 亿元；主要来自于公司主营业务收入以及公司与市财政局、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构成。2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金分别为 29.20 亿元、57.21 亿元；其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金较 2012 年增长 37.38%，主要系 2013 年公司土地出让收益较 2012 年有所增加所致。2013 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金和 26.78 亿元，较上年略有下降。2013 年公司收到其他与经营活动有关的现金及支付其他与经营活动有关的现金分别为 57.21 亿元和 53.62 亿

元，同比均大幅增长，该类资金主要为公司与政府部门的往来款项。2013年，公司经营活动产生的现金流量净额4.55亿元较2011年的2.26有显著增加。

从投资活动看，2011~2013年，公司投资活动现金流入逐年下降，公司投资活动现金流以流出为主；2013年，公司投资活动现金流出为22.41亿元，较2012年减少8.12亿元，主要系投资规模减少所致；受投资活动支出增加影响，投资活动产生的现金净流出量为22.16亿元，较2012年小幅下降，公司投资规模保持较大规模。

从筹资活动看，2011~2013年，公司筹资活动产生的现金流入量年均复合增长123.26%；2012年，公司吸收投资所收到的现金10.26亿元，主要系公司2012年发行的10亿元企业债券，计入应付债券科目。2013年，公司筹资活动现金流入为35.05亿元，较2012年减少9.24亿元，主要是融资规模减少所致；同期，公司筹资活动现金流出为14.28亿元，较2012年增长2.67亿元，主要是债务和银行借款本息的偿还。2013年，公司筹资活动产生的现金流量净额为20.77亿元。整体看，公司投资规模虽较上年有所缩减，但仍保持在较大规模，公司对外融资仍存在依赖性。

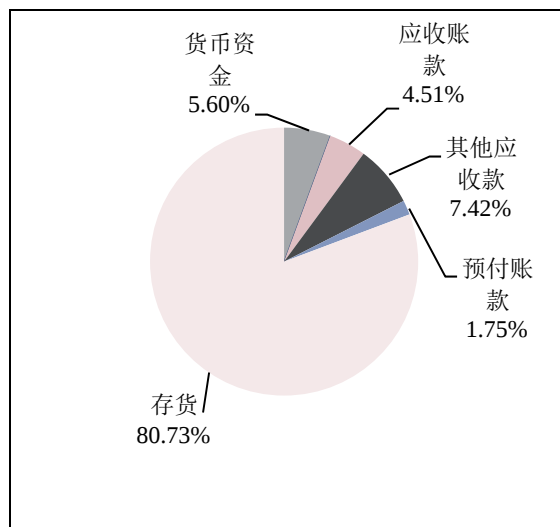
总体来看，随着公司业务规模的扩张，公司经营活动现金流入规模快速扩大，但由于公司部分项目投资周期较长，支出规模较大，导致经营活动净现金流数额较小；公司投资活动现金流持续表现为净流出，公司对外融资需求较大。近几年公司通过银行借款及发行债券加大融资规模。

3. 资本及债务结构

资产

2011~2013年，公司资产增长较为迅速，年均增长48.28%。截至2013年底，公司资产总额为333.22亿元，其中流动资产占72.64%，非流动资产占27.36%。

图1 2013年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

2011~2013年，公司流动资产呈快速增长趋势，年均复合增长率48.80%。截止2013年底，公司流动资产为242.04亿元，同比增长15.03%。其中以货币资金和存货的快速增加为主，并在流动资产中占主导地位。截至2013年底，公司流动资产中存货、其他应收款、货币资金和应收账款占比分别为80.73%、7.42%、5.60%和4.51%，构成了流动资产的主要部分。

2011~2013年，公司货币资金快速增长，年均增长54.03%。截至2013年底，公司货币资金为13.54亿元，较2012年底增长30.46%，主要系公司银行存款大幅增长所致；截至2013年底，公司货币资金中银行存款占99.85%。

2011~2013年，公司应收账款逐年下降，年均下降16.39%。2013年，公司应收账款10.91亿元，其中应收德州市财政局回购工程款10.50亿元（占应收款总额95.80%）；2013年公司应收款较2012年减少主要系收回部分市财政局的政府回购工程款所致。从账龄来看，一年以内应收款占84.73%、1~2年占13.77%、2~3年占1.23%、3年以上占0.27%。截至2013年底公司坏账准备为482.26万元，坏账计提比例较低。公司应收账款前五大客户合计欠款占96.58%，集中度很高。

2011~2013年，公司其他应收款波动增长，

年均增长率12.94%。截至2013年底，公司其他应收款为17.95亿元，较2012年底下降3.05%，其他应收款主要是应收财政局的基础设施工程借款、土地整治挖潜专项借款等款项。从账龄看，1年以内的占21.29%；1~2年的占18.02%；2~3年的占28.58%；3年以上的占32.11%。2013年，公司对其他应收款计提了0.13亿元的坏账准备，前五名债务人欠款金额合计7.44亿元，占其他应收款期末余额的41.17%，主要为市政府部门的欠款，整体回款风险较小，但回款周期受到资金拨付效率的影响，存在一定的不确定性。

2011~2013年，公司存货呈快速增长趋势，年均增长67.12%。截至2013年底，公司存货中主要为土地173.77亿元（占88.93%，其中用于抵押的土地原值为37.04亿元）和开发成本19.96亿元（占10.21%）。2012年公司存货164.28亿元，较2011年底增长134.79%，主要系德州市政府及德达公司对下属子公司德州新农村建设发展有限公司注入的4584.61亩土地资产（总计82.46亿元）所致；2013年公司存货195.41亿元，较2012年增长18.95%，主要系德州市政府及德达公司对下属子公司德州新农村建设发展有限公司注入的1294.24亩土地资产（总计24.14亿元）所致。

截至2013年底，公司固定资产合计74.62亿元，其中固定资产净额和在建工程分别占18.79%和81.21%。公司固定资产净额14.02亿元，从其构成来看，房屋及建筑物占比96.51%，机器设备占比0.73%，电子设备、运输设备及其他合计占比2.76%，累计折旧3.30亿元，资产成新率80.97%。在建工程60.59亿元中，主要是公司承建的市政基础设施项目，完工后转入“固定资产”科目；2012年公司在建工程较2011年底增长235.69%，主要系公司投入农村危房改造安居工程（该项目为政府代建项目，截至2012年底余额为27.32亿元）大幅增加所致；2013年公司在建工程较2012年增长37.36%，主要系市政工程增长所致。

2011~2013年，公司无形资产有所下降，年均下降1.62%。截至2013年底，公司无形资产净值为15.22亿元（主要为土地使用权占比99.99%），较2012年底减少2.46%，公司无形资产累计摊销1.27亿元。

整体看，公司资产规模保持持续增长，构成主要以流动资产为主，其中存货占比较大，容易受到房地产行业景气度波动及相关政策的影响，交易变现周期存在一定的不确定性。公司资产质量一般。

所有者权益

2011~2013年，受益于政府持续的资产注入以及公司自身利润的积累，公司所有者权益快速增长，三年复合增长49.43%；截至2013年底，公司所有者权益为204.28亿元，同比增长81.93%，主要源自资本公积及未分配利润的增长。2011~2013年，公司资本公积增长102.68亿元（均来自其他资本公积的增长），主要系2012年子公司资本公积增加16.90亿元、2013年子公司资本公积增加1.64亿元、2013年10月份德州市政府投入土地22.49亿元及2013年6月底德州市财政局划入新农村公司股权61.64亿元所致，其中，新农村公司股权划转事项同时导致公司同期少数股东权益相应下降。2013年公司未分配利润较上年增加5.58亿元，主要系公司经营产生净利润7.22亿元，扣除提取的盈余公积0.72亿元及分配股利0.94亿元后增加的未分配利润。公司所有者权益增长较快，稳定性有所改善。

负债

2011~2013年，公司负债总额复合增长46.55%。截至2013年底，公司总负债为128.90亿元。截至2013年底，公司流动负债占总负债比重为22.02%，非流动负债占总负债比重为77.98%。

2011~2013年，公司短期借款快速增长，年均增长116.51%；截至2013年底，公司短期借款账面余额为4.69亿元，同比增长114.16%，其中抵押借款3.00亿元和保证借款1.69亿元。

2011~2013年,公司应付账款波动下降,年均下降3.10%;截至2013年底,公司应付账款账面余额为0.61亿元,同比下降16.81%。

2011~2013年,公司预收账款快速增长,年均增长79.07%;截止2013年底,公司预收账款4.63亿元,较上年增长145.27%,主要系工程开发建设前期资金需求量较大,预收的垫付资金增加所致。

2011~2013年,公司其他应付款波动增长,年均增长7.55%。2012年公司其他应付款较上年增长11.82亿元,主要系公司土地熟化资金增加8.11亿元,热力公司增加开口费其他应付1.96亿元所致;截止2013年底,公司其他应付款账面余额18.76亿元,较上年减少9.28亿元,主要是部分款项已偿还所致。

2011~2013年,公司长期负债主要为长期借款及应付债券。

2011~2013年底,公司长期借款大幅增长,年均增长60.00%,主要系以BT方式承担城市基础设施建设任务,前期资金投入量较大,建设周期较长,大部分资金需要先行垫付所致;截至2013年底,公司长期借款为81.08亿元,其中,36.00亿元为抵押借款,31.50亿元为保证借款,10.18亿元为信用借款,其余为质押借款。

2011~2013年底,公司应付债券大幅增长,年均增长55.31%;截至2013年底,公司应付债券17.29亿元,分别为公司2010年发行的“10德州债”7.00亿元(2012年应计利息0.17亿元)及2012年发行的“12德州债”10.00亿元(2013年应计利息0.12亿元)。

近几年,公司有息债务快速扩张,截至2013年底,公司债务总额103.05亿元,较年初大幅增长24.96亿元,其中长期债务增加22.46亿元。债务结构方面,短期债务占4.55%,长期债务占95.45%。2013年底,随着债务规模的扩大,公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率由上年的30.95%、30.35%分别上升至33.53%、32.50%;受公司所有者权益大幅上升影响,公司资产负债率较上年的38.76%下降至38.68%。

公司负债水平有所上升但仍保持适宜水平。

总体看,公司流动资金需求较大,负债以长期负债为主;债务规模快速扩张,债务负担持续加重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,2011~2013年,公司流动比率持续增长,速动比率均波动下降,2013年底上述两项指标分别为852.74%和164.28%。同时考虑到公司短期债务规模相对较小,且2013年公司现金类资产为13.54亿元,是短期债务的2.89倍,现金类资产相对充足,对短期债务的保障能力较强。总体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看,近年来公司债务的增长速度高于EBITDA增长速度,公司全部债务/EBITDA指标持续增长,2011~2013年分别为6.45倍、7.73倍和9.54倍,公司长期偿债能力有所下降,债务负担较重,公司EBITDA对全部债务的保障程度有所减弱。2013年,公司土地开发业务规模迅速扩大,有望带动公司收入和现金流入量的快速增长,从而有助于未来公司偿债能力的稳定。

截至2013年底,公司共获得国家开发银行、工商银行、农业银行、农业发展银行等银行累计授信总额82.69亿元,已使用80.77亿元。公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2013年底,公司无对外担保。

5. 过往债务履约情况

根据公司在人民银行的报告编号为NO.B201311150015579905的《企业基本信用信息报告》,截至2013年11月15日,公司无未结清不良信贷信息记录。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况,以及德州市区域及财力水平的综合分析,并考虑到政府对于公司的各项支持,公司整体抗风险能力

较强。

能力较强。

十、债券保障程度分析

1. “10德州债”保障程度分析

“10德州债”募集资金7亿元，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”等四个项目。各项目资金比例见下表，截至2013年底，上述资金已全部投放。

以2013年财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量对该期公司债券的保护倍数分别为1.54倍和12.34倍。公司EBITDA和经营活动产生的现金流量对该期公司债券保障

表6 “10德州债”募投项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	本期债券
德州市市区城中村改造项目	3
德州市城市供热管网建设项目	1
德州学院扩建项目	2
德州市体育中心建设项目	1
合计	7

资料来源：项目可研报告

“10德州债”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。偿债基金具体提取方案如下：

表7 偿债基金提取方案

年度	净利润预测	划拨时间	纳入偿债基金金额	当期偿还利息	当期偿还本金	偿债基金累计资金 (剔除利息部分)
(T为发行年)	(亿元)	(G为发行日)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)
T年	2.22	T+30天	0.80			
T+1年	2.41	T-15天	0.80	7*0.6=0.42	0	1.18
T+2年	2.62	T-15天	0.80	7*0.6=0.42	0	1.56
T+3年	2.84	T-15天	1.50	7*0.6=0.42	0	2.64
T+4年	3.08	T-15天	2.00	7*0.6=0.42	0	4.22
T+5年	3.34	T-15天	3.20	7*0.6=0.42	≤7	7.00
T+6年	3.63	T-15天	2.50	7*0.6=0.42	0	4.18
T+7年	3.94	T-15天	3.24	7*0.6=0.42	≤7	7.00

资料来源：公司提供

截至报告出具日，公司已计提偿债基金金额为3.27亿元，并累计支付利息1.26亿元。

总体看，根据公司近年来实际经营情况，公司净利润高于预测值，累计提取偿债基金金额较为充足。

2. “12德州城投债”保障程度分析

公司于2012年10月18日发行企业债券10亿元，2019年10月18日到期，简称“12德州城投债”，固定利率计息，票面利率为7.14%，每年

付息一次。截至2013年底，该募集资金已全部投入于“京沪高铁德州东站配套设施建设工程”、“德州综合汽车客运站建设工程”、“德州市第四净水厂及配套管网工程”和“德州市南运河污水处理厂及配套管网工程”项目建设。

以2013年财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量对该期公司债券的保护倍数分别为1.08倍和8.64倍。公司EBITDA对该期公司债券保障能力较强，经营活动产生的现金流量流入量对该期公司债券保障能力一般。

表8 “12德州城投债”募投项目建设情况

(单位: 万元)

项目名称	项目总投资	本期债券投资规模及占比	
京沪高铁德州东站配套设施建设工程	71428	30000	42%
德州综合汽车客运站建设工程项目	65030	25000	38%
德州市第四净水厂及配套管网工程	53409.91	30000	56%
德州市南运河污水处理厂及配套管网工程	32349.46	15000	46%
合计	222217.37	100000	

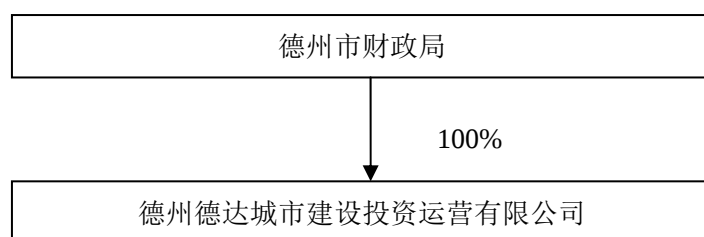
资料来源: 项目可研报告

“12 德州城投债”将在存续期的后五年分别按照每年 20%的比例分期偿还本金, 有助于缓解集中偿付压力。

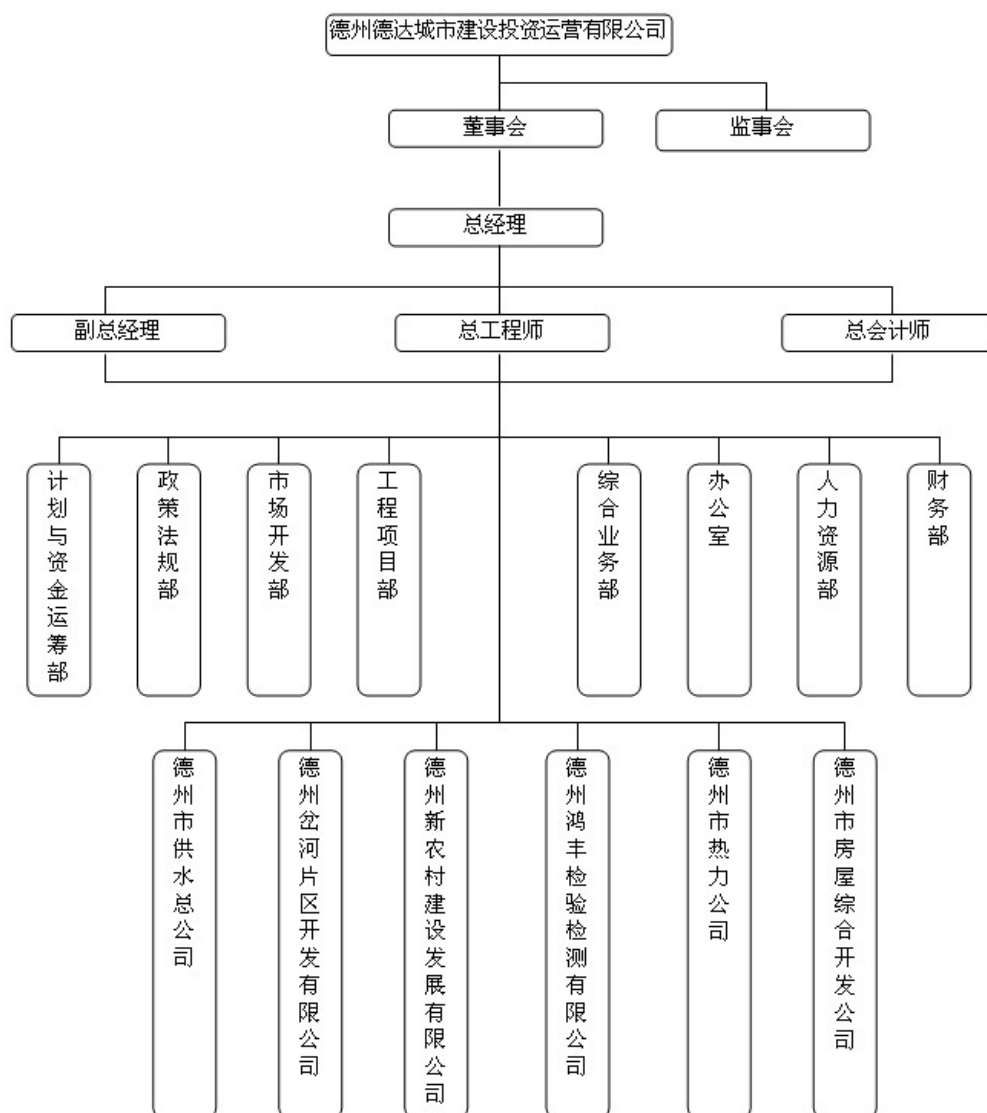
十一、结论

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为AA, 评级展望为稳定, 并维持“10 德州债”、“12德州城投债”的信用等级为AA。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.71	10.38	13.54
资产总额(亿元)	151.55	284.47	333.22
所有者权益(亿元)	91.53	174.20	204.32
短期债务(亿元)	1.00	2.19	4.69
长期债务(亿元)	38.84	75.90	98.36
全部债务(亿元)	39.84	78.09	103.05
主营业务收入(亿元)	23.69	26.12	28.81
利润总额(亿元)	4.68	7.49	6.79
EBITDA(亿元)	6.18	10.10	10.80
经营性净现金流(亿元)	-1.66	2.26	4.55
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.04	1.69	2.20
存货周转次数(次)	0.49	0.15	0.10
总资产周转次数(次)	0.31	0.12	0.09
现金收入比(%)	100.58	81.37	101.33
主营业务利润率(%)	27.06	32.69	34.82
总资本收益率(%)	4.33	3.52	3.15
净资产收益率(%)	5.25	5.89	3.53
长期债务资本化比率(%)	29.79	30.35	32.50
全部债务资本化比率(%)	30.32	30.95	33.53
资产负债率(%)	39.60	38.76	38.68
流动比率(%)	557.36	627.11	852.74
速动比率(%)	200.64	137.50	164.28
经营现金流流动负债比(%)	-8.46	6.75	16.03
EBITDA 利息倍数(倍)	1.99	2.80	2.08
全部债务/EBITDA(倍)	6.45	7.73	9.54

附件 3 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+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+一年内到期的长期负债+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 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。