

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1115 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将德州德达城市建设投资运营有限公司主体长期信用等级由AA调整至AA⁺，评级展望为稳定，将“10德州债/10德州城投债”、“12德州城投债”的信用等级AA调整至AA⁺，并维持“14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/10 德州城投债	7 亿元	2010/08/09- 2017/08/09	AA ⁺	AA
12 德州城投债	10 亿元	2012/10/18- 2019/10/18	AA ⁺	AA
14 德城投/14 德州城投债	18 亿元	2014/06/26- 2021/06/26	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2015 年 6 月 30 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	10.38	13.55	9.49
资产总额(亿元)	284.47	328.04	375.29
所有者权益(亿元)	174.20	198.44	210.38
短期债务(亿元)	2.19	4.69	9.90
全部债务(亿元)	78.09	103.05	133.34
主营业务收入/营业收入(亿元)	26.12	29.47	28.61
利润总额(亿元)	7.49	4.61	7.10
EBITDA(亿元)	10.10	8.99	11.40
经营性净现金流(亿元)	2.26	4.55	13.90
主营业务利润率/营业利润率(%)	32.69	35.79	41.25
净资产收益率(%)	5.89	2.57	3.43
资产负债率(%)	38.76	39.51	43.94
全部债务资本化比率(%)	30.95	34.18	38.79
流动比率(%)	627.11	807.24	646.20
全部债务/EBITDA(倍)	7.73	11.46	11.70
经营现金流/流动负债(%)	6.75	15.64	35.95

注：因公司于 2014 年起执行新会计准则，以上 2012 年度财务数据基于公司 2011-2013 年审计报告中 2012 年度数据，2013 年度及 2014 年度财务数据基于公司 2014 年度审计报告年初数及年末数。

分析师

徐荣伟 焦 洁
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”）是德州市唯一的市级基础设施投资运营平台。跟踪期内，德州市地方综合财力大幅增长，公司在外部经营环境、运营模式及政府支持等方面的突出优势得以巩固，资产规模不断扩张，经营活动产生的净现金流量大幅增长。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时也关注到公司整体债务规模迅速扩张，主要收入来源易受地产政策调控和土地市场影响等不确定性等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

2015 年以来，随着地方政府债务置换工作的推进及城投公司自身融资环境的改善，城投行业债务偿还的周转能力有所增强，流动性风险降低。

从未来发展来看，公司承建、代建的项目完工后可产生一定规模的现金回流；同时，公司所储备的丰富土地资源可为公司未来提供一定的收入来源，上述因素有望使公司整体盈利能力及抗风险能力获得进一步提升。

公司发行的“14 德城投/14 德州城投债”由中国投融资担保有限公司(原中国投资担保有限公司，以下简称“中投保”)提供了无条件不可撤销的连带责任保证担保，中投保担保实力强，经联合资信评定中投保主体长期信用等级为 AA⁺，中投保担保有效保障了“14 德城投/14 德州城投债”偿付安全性。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整至 AA⁺，评级展望为稳定，将“10 德州债/10 德州城投债”、“12 德州城投债”的信用等级由 AA 调整至 AA⁺，并维持“14 德城投/14 德州城投债”信用等级为 AA⁺。

优势

1. 2015 年以来，随着地方政府债务置换工作的推进及城投公司自身融资环境的改善，

城投行业债务偿还的周转能力有所增强，流动性风险降低。

2. 跟踪期内，德州市经济发展稳定，地区财政实力进一步增长，为公司发展提供了良好的外部经营环境。
3. 跟踪期内，公司在项目回购、土地经营等方面得到了政府的大力支持。
4. 跟踪期内，公司资产规模进一步扩张，营业收入相对稳定且综合毛利率有所上升，经营活动产生的现金流量大幅增长，进一步增强了其对待偿还债券的保障能力。

关注

1. 公司整体债务快速规模扩张，债务负担有所加重。
2. 公司存货占比较大，资产流动性偏弱。
3. 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。

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2014年底，公司注册资本为20亿元，公司实际控制人为德州市财政局。

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、国有资产的投资或运营管理，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、财务部共8个职能部门，拥有6家全资及控股子公司。

截至2014年底，公司资产总额375.29亿元，

所有者权益合计210.38亿元。2014年，公司实现营业收入28.61亿元，利润总额7.10亿元。

公司注册地址：德州市德城区湖滨中大道1268号。法定代表人：殷鑫。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长

9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

20 世纪 90 年代末期以来，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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，

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等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

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。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（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。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。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。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理

机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策

落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，城投行业债务偿还的周转能力有所增强，流动性风险降低。

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。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济和财政实力

跟踪期内，德州市经济实力不断增强。根据《2014 年德州市国民经济和社会发展统计公报》，2014 年德州市地区生产总值达到 2596.08 亿元，按可比价格计算同比增长 10.0%。其中，第一产业增加值增长 4.2%；第二产业增加值增长 10.8%；第三产业增加值增长 10.4%。产业结构进一步优化。三次产业比例由上年的 11.1:52.9:36.0 调整为 11.1:51.6:37.3。人均生产总值 45641 元，增长 9.3%。

跟踪期内，德州市财政收入迅速增长，主要系德州市国有土地使用权出让金收入大幅增长。2014 年，德州市地方综合财力为 480.33 亿元，同比增长 48.99%。其中公共财政预算收入 171.26 亿元，同比增长 14.2%；政府性基金收入 172.96 亿元（含国有土地使用权出让金收入 156.93 亿元）同比增长 458.13%。

表1 2012-2014年德州市全口径可支配收入情况（单位：万元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年
（一）一般预算收入	1202356	1500169	1712588
1、税收收入	855557	1168409	1392423
2、非税收入	346799	331760	320165
（二）上级补助收入	1229373	1290946	1334048

1、一般性转移支付收入	575435	695290	838583
2、专项转移支付收入	539451	481169	380978
3、税收返还收入	114487	114487	114487
4、地震灾后恢复重建补助收入	0	0	0
(三) 政府性基金收入	394823	416106	1729558
1、国有土地使用权出让金收入	232696	275797	1569312
2、国有土地收益基金	7563	9380	47592
3、农业土地开发资金	6102	2292	7840
4、新增建设用地有偿使用费	0	0	0
5、其他政府性基金收入	0	0	0
6、上年结余及调入资金	148462	128637	104814
(四) 预算外收入	14945	16589	27066
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	2841497	3223810	4803260

资料来源:公司提供

跟踪期内，德州市固定资产投资规模保持较快增长。固定资产投资完成 1961.3 亿元，增长 16.3%。其中，第一产业投资 24.3 亿元，增长 38.2%；第二产业投资 954.5 亿元，增长 12.7%，其中工业投资 896.1 亿元，增长 10.9%；第三产业投资 982.5 亿元，增长 19.5%。基础设施投资 168.6 亿元，增长 18.3%。

总体看，跟踪期内德州经济社会保持良好发展态势，得益于国有土地出让金收入迅速增长，德州市财政实力进一步增强，固定资产投资快速增长，为公司生产经营提供了良好的外部环境。

3. 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，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2014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，2011~2014年，公司共储备土地22630.38亩，均已取得土地证；截至2014年底，已出让8489.17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，公司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

基于公司的经营特性，公司不断获得地方政府在业务支持和资产注入方面的支持。

业务支持

公司主要经营职能包含三个方面，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，区域垄断地位优势明显。

市政投资建设方面，公司与市政府建立BT市场化运营模式；截至2014年底，公司BT项目回购资金到位24.07亿元，到位情况较好。

土地一级开发运营方面，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，公司获得土地出让后扣除相关税费后的出让净收益返还，列为主营业务收入。2014年，公司取得的返还土地出让收益达31.49亿元。

其他方面，公司2014年度收到中央、省级棚户区改造资金3.05亿元及城镇化建设项目试点资本金1.39亿元，计入资本公积。

资产注入

2011年德州市财政局将水库资产及土地19.22亿元注入公司，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。

总体看，随着德州市经济不断发展，当地财政实力进一步增强。地方政府对公司提供了多方面的、稳定的支持，为公司的发展提供了稳定的外部经营环境。

未来，随着德州市中心城区城市规划面积的扩大以及老城区城中村改造项目的推进，公司基础设施投资职能将得到强化，公司盈利能力有望进一步提升，公司未来的发展前景较好。

六、管理分析

2015年1月，公司法人代表、董事长兼总理由王进宝变更为殷鑫。变动原因系根据国家相关规定，在职党政领导干部不得兼任企业职务，德达公司原法人代表、董事长兼总经理王进宝现任德州市财政局副局长、德州市投融资管理中心主任，不再适合继续兼任德达公司高管，此项变更不会影响公司正常运营。

公司董事长殷鑫先生，1989年生，本科学历，曾任职山东金诚不动产评估有限公司、德州德达城市建设投资运营有限公司资产管理部。2015年1月至今，任公司董事长、总经理。

除上述变动外，公司管理体制、人员素质无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司经营职能主要包含三个方面，第一承担中心城区市政投资建设；第二承担中心城区土地开发经营；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，公司根据德州市政府的整体规划开展相关业务；租赁板块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。

从收入构成来看：跟踪期内，公司基础设施建设板块仍是公司营业收入的主要来源之一，但收入和占比均呈逐年下降趋势，主要是因为公司所负责基础设施建设项目规模缩小所

致；公司2014年实现土地开发收入16.92亿元，受房地产行业态势影响，公司土地出让面积较2013年有所下降，但仍然是公司营业收入最主要来源，当年占比达60.95%。2014年，公司房地产业务板块收入较上年大幅上升，主要系受当年开发进度影响，可供出售的房屋面积增多所致；供水、供热、租赁业务板块相对发展比较稳定。综合来看，公司收入规模相对比较平稳，未来随着各业务板块的持续发展，公司营业收入有望继续增长。

从毛利率来看：跟踪期内，公司基础设施建设板块毛利率有所下降；受土地出让价格影响，公司土地开发板块毛利率上升较快，同比上升12.01个百分点；公司房地产业务板块受开发进度影响，毛利率由负转正，为18.02%。综合来看，受公司土地开发板块及房地产业务板块毛利率回升影响，公司整体毛利率有所增长。

表2 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

行业名称	2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	4.53	15.71	17.70	3.77	13.58	13.31
土地开发	20.44	70.94	45.61	16.92	60.95	57.62
租赁业务	0.96	3.32	82.45	0.96	3.46	80.64
供水业务	0.49	1.69	30.58	0.56	2.02	38.42
供热业务	1.40	4.85	-44.27	1.38	4.97	-29.87
房地产	1.01	3.49	-24.45	4.18	15.06	18.02
合 计	28.81	100.00	35.38	27.76	100	41.71

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项目法人，德州市中心城区城市基础设施建设基本由公司负责。通过德州市政府协调，公司与市财政、市建委、市发改委等主

管部门建立了一整套完整的经营和投融资体系，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建设通过BT方式进行。具体运营模式为：德州市财政局代

表德州市政府与公司签订 BT 协议，由公司自行筹措资金对项目进行投资建设，完工后德州市政府按照合作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。公司于BT

项目结算完毕并交付时确认收入，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3 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	2013 年确认收入	2014 年确认收入	截至 2014 年底回款实际到位情况
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
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	--	--	11.60
创卫工程	市区垃圾压缩站等	1.31	1.31	2012 年	已经完工	--	--	
污水处	污水处理	0.29	0.29	2012 年	已经完工	--	--	
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	--	---	
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	--	--	
体育中心	修建体育中心	5.64	5.64	2012 年	已经完工	--	--	4.53
基础设施	大学路、商贸大道等	3.98	3.98	2013 年	已经完工	4.53	--	
博物馆	修建博物馆	3.27	3.27	2014 年	已经完工	--	3.77	--
合计		24.13	24.13			4.53	3.77	24.07

资料来源：公司提供

综合来看，公司承担的基础设施建设任务较重，投资规模较大。截至2014年底，已完工政府回购、代建项目政府回购款实际到位24.07亿元，到位率达99.75%。综合看，公司政府回购项目整体回款情况良好。

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，公司所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，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开发整理，待土地熟化具

备转让条件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公司前期投入的开发成本返还公司，计入主营业务收入。

表4 2013~2014年公司土地收储及出让情况

年度	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）
2013	2459.00	136.07	334597.00	204404.00
2014	1794.07	154.73	277589.40	169200.00
合计	8489.17		612186.00	373604.00

资料来源：公司提供

公司土地资源储备丰富，截至2014年底，公司储备土地面积达22630.38亩，已出让面积8489.17亩，返还收益51.64亿元；未出让土地中，

有价值37.04亿元的土地用于抵押，抵押土地资产占土地资产总比为19.86%。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。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，2013~2014年，德州市本级土地出让面积始终维持在1700亩以上，规模较大。从土地交易价格来看，近三年土地成交均价呈上扬趋势，2014年均价达到154.73万元/亩，同比上涨13.71%。2013~2014年，德州市本级土地出让收入分别为33.46亿元、27.76亿元。从返还土地出让收益来看，2013~2014年公司获得土地交易收入分别为20.44亿元和16.92亿元。随着土地出让价格不断上浮，公司土地开发业务毛利润率也有所提升，2014年为57.62%，同比上涨12.01个百分点。值得注意的是，受财政部等四部委[2012]463号文件影响，自2014年起公司已不具备土地收储职能，公司土地开发业务存在不确定性。

4. 供水及供热业务

公司供水业务主要由下属德州市供水总公司（以下简称“供水公司”）运营，供水公司负责德州市中心城区自来水供应，市场占有率达100%。截至2014年底供水公司日供水能力达21万吨，全年实际售水数为2774.48万吨，同比增长14.90%。2014年公司实现售水收入0.56亿元，同比增长19.57%，主要系售水量增加所致。

公司的供暖业务主要由其子公司德州市热力公司（以下简称“热力公司”）负责完成。热力公司成立于1997年，主要负责德州市区部分区域内的集中供热及辖区内的供热管网工程建设，负责区域为城区湖滨大道以东、岔河以西、果园路以南、东风路以北区域以及东风路以南区域；经济开发区岔河路以东、东风路以南、晶华大道以西区域；天衢工业园部分区域以及运河经济开发区东风路以南区域。

目前德州市共有4家热力公司，除热力公司外还有华鲁恒升热电公司、凯元热电公司和恒源热电公司，2014年热力公司供应面积达750万 m^2 ，为上述4家公司供热面积最大，供热面积占整个德州市市区的70%。

公司现有供热主、支管网110余公里，与热源华能电厂结算价格为38元/吉焦，供热能力为1200万平方米。2014年公司实现供热板块收入达1.38亿元，随着德州市集中供热区域的推广，公司供热收入有望进一步增长。

5. 房地产开发业务

公司下设德州市房屋建设综合开发集团总公司（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。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，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。

房屋综合开发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。

房屋综合开发公司目前在建项目为经济开发区项目东区北部安置社区项目。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9.5亿元（其中主体工程投资8.7亿元，配套工程投资0.8亿元），占地面积约330亩，59栋多层，12栋高层，均已竣工，配套设施工程已基本完成。

在完成上述项目的基础上，房屋综合开发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。

房屋综合开发公司2014年开发面积为41万平方米，同比增长69.42%，由于部分项目完工销售，当年实现销售收入为4.18亿元，毛利率由负转正，为18.02%。

6. 租赁业务

公司将自有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，公司主要出租物业为德州市行政中心综合楼、德州市政务中心综合楼、德州市政务中心审批大厅一楼南门西侧及德州市政务中心审批大厅一楼东门南侧。

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/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/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。

2013~2014年公司获得租赁业务收入均为9561万元，公司租赁业务板块收入比较稳定。

2. 在建项目及未来规划

依据德州市总体规划，德州市将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。按照公司自身定位和发展战略，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分布在市政工程、供暖工程及供水工程等领域，项目总投资101.20亿元，截至2014年底，已完成投80.47亿元；拟建项目主要为岔河两岸（德州外滩）提升项目、南部生态片区污水管网改造工程续建项目、市城管执法局高铁新区生产基地二期建设项目等，计划投资3.70亿元。根据德州市整体建设规划，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5 截至2014年底公司主要在建项目情况（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 2014 年底)	2015 年投 资额	2016 年 投资额	2017 年 投资额
			贷款	自筹				
高铁新区路网 基础设施建设	高铁新区 10 条道路，共 74.2 公里	358000	107400	250600	160581	197419	0	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	430107	0	0	0
市信访中心项目	框架结构。地上五层，建筑面积约为 5500 m ² ，建筑物主体地下一层，建筑面积约为 1100 m ² ，总建筑面积约为 6600 m ² ，总投资 2600 万元	2600	780	1820	0	2080	390	130
“两河四岸”岔河滨河路绿化续建项目	对岔河滨河路实施地形整理及苗木种植等绿化建设	16500	4950	11550	0	13200	1650	1650
“两河四岸”减河滨河路绿化续建项目	对减河滨河路实施地形整理及苗木种植等绿化建设	13500	4050	9450	100	10700	1350	1350
合计		820707	417180	403527	590788	223399	3390	3130

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 6 公司拟建项目投资计划（单位：万元）

项目名称	投资金额	投资计划	投资进度安排		
			2015 年	2016 年	2017 年
岔河两岸（德州外滩）提升项目	27000	3 年	21600	2700	2700
行政中心综合楼热源改造项目	1000	2 年	800	200	
市城管执法局高铁新区生产基地二期建设项目	2000	2 年	1600	400	
三八西路续建项目	300	1 年	300		
南部生态片区污水管网改造工程续建项目	3200	2 年	2560	640	
中心城区垃圾填埋场、垃圾转运站新建改造项目	800	2 年	640	160	
站南二路建设项目	1200	2 年	960	240	
站前街建设项目	1500	2 年	1200	300	
合计	37000		29660	4640	2700

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于2010年8月9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/10德城投”，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“德州市市域城中村改造项目”、“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”。截至2014年底，募集资金已全

部使用，募投项目已完工。

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，募集资金全部用于“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”、“德州市南运河污水处理厂及配套管网工程”。截至2014年底，募集资金已全部使用，募投项目已完工。

公司于2014年6月26日发行企业债券18亿元，2021年06月26日到期，简称“14德城投/14德州城投债”，固定利率计息，票面利率为6.48%，每年付息一次，本期募集资金全部用于德州市高铁片区城乡一体化安居工程项目。截至2014年底，募集资金已全部使用，募投项目尚未完工。

九、财务分析

公司提供的2014年度财务报表已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

公司于2014年1月1日起执行新会计准则，为维持公司财务数据的可比性，以下分析基于的数据基础为2014年度财务报表的年初数及年末数据。

从合并范围来看，公司2014年度纳入公司合并报表范围的权属公司共19家，新纳入衡水宏宇保温材料有限公司，该公司注册资本2000万，公司持股比例为100%。

截至2014年底，公司(合并)资产总计375.29亿元，所有者权益210.38亿元。2014年，公司整体实现营业收入28.61亿元，利润总额7.10亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司整体实现营业收入28.61亿元，受公司基础设施建设收入及土地开发业务减少影响，同比下降2.92%。公司整体营业成本

为16.45亿元，同比下降12.31%，降幅远超收入下降程度。同期，受为公司主要收入来源的土地开发收入毛利率提升及资产减值损失下降影响，公司综合毛利率达41.71%，同比增长6.33个百分点。

期间费用方面，受管理费用及财务费用上升影响，公司期间费用迅速上升，2014年达4.38亿元，同比上涨16.96%，占营业收入比重为15.29%，较2013年的12.69%有一定涨幅。在营业收入略微下降的背景之下，公司期间费用不降反升，期间费用对营业收入的侵蚀加大，公司费用控制能力有待加强。

盈利指标方面，受益于公司主要收入来源土地出让业务毛利率较高，公司营业利润率较高，2014年达41.25%。同期，公司净资产收益率、总资产收益率均呈上升态势，分别为3.43%、2.10%。公司营业利润率较高，体现了公司目前业务板块的良好盈利能力，但相对于公司较大的权益规模，公司的整体盈利指标偏弱，创造收入能力不强。

总体看，2014年，公司营业收入轻微下降，得益于主要业务板块盈利水平有所提升及非经常性损失下降，营业利润和营业利润率均呈现迅速增长趋势，公司业务板块盈利水平高，但期间费用对营业收入侵蚀趋重，整体盈利指标偏弱。随着公司收储土地资源的逐渐出让，公司的营业收入和毛利率水平有望进一步提升。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014年公司经营活动产生的现金流量净额为13.90亿元，同比增长205.46%。经营活动产生的现金流入量为99.67亿元，同比增长15.35%，主要构成为公司的营业收入以及与其他公司的往来款。其中，收到其他与经营活动有关的现金62.36亿元，主要系公司与德建集团二分公司、东海集团之间产生的往来款。经营活动产生的现金流出量为85.77亿元，同比增长4.78%，增速低于公司经营活动现金流入，其中购买商品、接受劳务支付的现

金为46.18亿元，支付其他与经营活动的现金38.41亿元。从现金收入质量指标上来看，2014年公司现金收入比达130.39%，同比增长31.32个百分点，主要系公司土地出让收益返还速度加快所致。

投资活动看，2014年公司投资活动产生的现金流量净值为-27.90亿元，同比下降25.96%，投资活动产生的现金流量以流出为主，2014年投资活动产生的现金流出量为27.90亿元，同比增长25.96%，主要系公司购建固定资产、无形资产支付的现金以及投资支付的现金。公司的投资支出仍维持较高的水平。

2014年，公司筹资活动前现金流量为-14.00亿元，公司经营活动产生的现金流量无法满足公司投资需求，对外部融资依赖性强。

筹资活动方面，2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额为9.94亿元，同比下降52.14%。2014年，公司筹资活动产生的现金流入量为51.57亿元，同比增长47.11%，主要系公司新发行18亿元“14德城投/14德州城投债”所致。2014年，公司筹资活动产生的现金流出为41.63亿元，同比增长191.44%，主要系分配股利、利润或偿付利息流出的现金大幅增长所致。

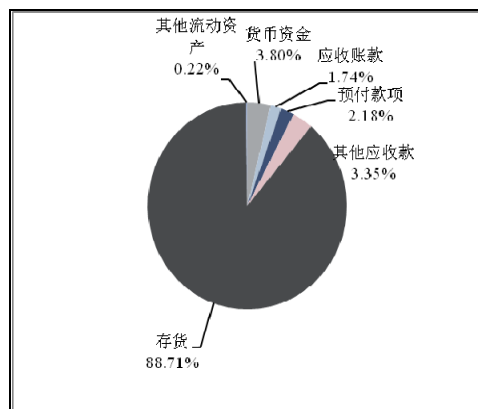
总体来看，随着公司业务规模的扩张，公司经营活动现金流入规模快速扩大，但由于公司部分项目投资周期较长，支出规模较大，导致经营活动产生的现金流量净额不能满足公司投资活动资金需求，公司对外融资需求较大。

3. 资本及债务结构

资产

2013~2014年，公司资产规模不断增长。截至2014年底，公司资产为375.30亿元，同比增长14.41%。从结构上看，流动资产占比66.55%，非流动资产占比43.45%，公司资产以流动资产为主。

图1 2014年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

2013~2014年，公司流动资产呈不断增长趋势。截至2014年底，公司流动资产合计为249.76亿元，同比增长6.39%，主要系存货增加所致。从结构上看，存货占流动资产的比例为88.71%，其次是货币资金（占比3.80%）、其他应收款（占比3.35%）、预付款项（占比2.18%）及应收账款（占比1.74%）。

2013~2014年，公司货币资金快速下降。截至2014年底，公司货币资金规模为9.49亿元，同比下降30%，主要系公司银行存款迅速下降所致。公司货币资金中无使用受限的情况。

2013~2014年，公司应收账款迅速下降。截至2014年底，公司应收账款为4.34亿元，同比下降60.21%，其中应收德州市财政局3.77亿元。公司应收账款逐年下降主要系收回部分市财政局的政府回购工程款所致。公司应收账款期末前五名的应收账款合计为3.94亿元，占总额的89.47%，公司应收账款账龄较长且集中度很高。

2013~2014年，公司其他应收款迅速下降。截至2014年底，公司其他应收款余额为8.36亿元，同比下降17.25%。其他应收款主要是应收德棉集团、皇明集团等单位的借款。从账龄上来看，1年以内的占10.00%、1~2年的占20.00%、2~3年的占20.00%、3年以上的占60.00%。2014年，公司对其他应收款计提了8.69亿元的坏账准备，计提比例达52.83%，产生坏账的风险较高。公司其他应收款期末前五名债务人的应收

款额合计占比为36.74%，公司其他应收款账龄较长且存在收回风险。

2013~2014年，公司存货呈不断增长趋势。截至2014年底，公司存货余额为221.56亿元，同比增长13.37%，在公司流动资产中占比达88.71%。从结构上来看，主要是土地使用权186.53亿元，开发成本30.02亿元。公司土地资源储备丰富，截至2014年底，公司实际收储土地面积达22630.38亩，已出让面积8489.17亩。未出让土地中，价值37.04亿元的土地用于抵押。公司存货变现能力受土地市场态势及政府土地出让款返还是否顺畅影响较大。

2013~2014年，公司非流动资产呈迅速增长趋势。截至2014年底，公司非流动资产合计125.53亿元，同比增长34.59%，主要系可供出售金融资产及在建工程增加所致。从结构上看，公司非流动资产以在建工程（占比64.11%）、无形资产（11.87%）及可供出售金融资产（占比9.93%）为主。

2013~2014年，公司可供出售金融资产涨幅较大。截至2014年底，公司可供出售金融资产余额为12.46亿元，同比增长901.31%，主要系会计政策调整将不能施加控制、共同控制或重大影响的公司股权重新划分进可供金融资产科目所致。2013~2014年，公司固定资产规模迅速下降。截至2014年底，公司固定资产余额为8.72亿元，同比下降38.51%，主要系公司原值7.58亿元的房屋及建筑物转入投资性房地产所致。从构成上来看，公司固定资产主要是房屋及建筑物（占比93.51%）。

2013~2014年，公司在建工程迅速增长。截至2014年底，公司在建工程余额为80.47亿元，同比增长32.81%，主要系在建工程不断投入所致。公司在建工程集中在市政工程、供暖工程、供水工程领域，具体到项目上，主要系高铁新区基础设施建设（占比23.20%）及危房改造（占比41.15%）。高铁新区基础设施建设项目为公司承建的市政基础设施项目，预算投资34.95亿元，本期增加8.79亿元，工程投入占预算比达

53.39%，完工后转入固定资产。危房改造项目为政府代建项目，预算投资43.00亿元，本期增加0.35亿元，工程投入占预算比达77.01%。

2013~2014年，公司无形资产略微下降。截至2014年底，公司无形资产为14.92亿元，同比下降2.00%，主要系土地使用权（占比99.99%）。公司计入无形资产的土地使用权价值为14.92亿元，其中价值4.59亿元的土地使用权用于抵押。截至2014年底，公司无形资产累计摊销1.62亿元。

整体看，公司资产规模保持持续增长态势，资产构成以流动资产为主，存货及在建工程占比较大，变现质量受土地市场行情及政府土地出让收益返还顺畅程度影响大，存在一定不确定性。公司资产质量一般。

所有者权益

2013~2014年，公司所有者权益有所增长。截至2014年，公司所有者权益合计210.38亿元，同比增长6.02%，主要系资本公积增长及净利润转入。2014年6月，根据山东财金投资公司与公司签订的增资协议，山东财金投资公司对公司出资0.33亿元，持有公司1.63%的股权，但尚未进行工商登记变更。2013~2014年，公司资本公积略微增长。截至2014年底，公司资本公积为162.37亿元，增长4.43亿元，主要系当年收到中央、省级棚户区改造资金3.05亿元及城镇化建设项目试点资本金1.39亿元。截至2014年底，公司未分配利润为24.37亿元，增长6.47亿元，主要系公司生产经营产生净利润7.23亿元，提取法定盈余公积及分配股东股利后转入所致。

总体来看，公司所有者权益增长相对平稳，结构以资本公积为主，稳定性较好。

负债

2013~2014年，公司负债总额快速增长。截至2014年底，公司负债合计为164.91亿元，同比增长27.25%，主要系应付债券、短期借款增长所致。从构成上来看，公司负债以非流动负债为主，占比76.56%，主要构成为长期借款、应付债券，流动负债占比23.44%，

2013~2014年,公司短期借款快速增长。截至2014年底,公司短期借款余额为9.90亿元,其中质押借款5.00亿元、抵押借款2.90亿元及保证借款2.00亿元;同比增长111.09%,主要系公司新增质押借款5.00亿元所致。

2013~2014年,公司应付账款迅速增长。截至2014年底,公司应付账款余额3.42亿元,账龄在1年以内(含1年)应付账款占比90.94%。

2013~2014年,公司预收款项迅速下降。截至2014年底,公司预收款项为3.21亿元,同比下降31.36%,账龄在1年以内(含1年)的预收款项占比73.21%。

2013~2014年,公司其他应付款迅速增长。截至2014年底,公司其他应付款为21.99亿元,同比增长16.62%,主要系公司与其他单位的往来款。

2012~2014年,公司长期借款有所增长。截至2014年底,长期借款余额为88.10亿元,占负债总比53.42%,主要为质押借款29.99亿元、抵押借款45.20亿元、保证借款3.62亿元及信用借款9.30亿元;公司长期借款规模较大,主要是因为公司所承建、代建基础设施所需资金大部分需先行垫付,项目投资规模大、资金回收期长。

2012~2014年,公司应付债券迅速增长。截至2014年,公司应付债券余额为35.34亿元,占负债总比21.43%,同比增长104.46%,主要系公司14年新发行18亿元企业债券所致。公司应付债券主要构成为7亿元“10德州债”、10亿元“12德州债”及18亿元“14德州债”。

跟踪期内,公司有息债务规模增长迅速。截至2014年底,公司全部债务为133.34亿元,同比增长29.40%,其中短期债务增长5.21亿元,长期债务增长25.08亿元。债务结构方面,短期债务占比7.43%,长期债务占比92.57%,与公司经营特性相适应。2014年,随着公司债务规模的不断扩张,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率及资产负债率分别由33.14%、34.18%及39.51%上升到36.98%、38.79%及

43.94%,公司负债水平有所上升,但公司所有者权益规模大,债务负担仍维持在合理区间之内。

总体看,公司投资规模大,负债以长期负债为主;整体债务规模快速增长,但仍处于合理水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,2013~2014年,受公司短期负债增速较快影响,公司流动比率及速动比率均迅速下降。截至2014年底,上述指标分别为646.20%及72.98%。同时,截至2014底,公司现金类资产为9.49亿元,对流动负债的保障倍数为0.24倍。考虑到公司流动资产中土地占比较大,变现能力受外部影响较大,总体看,公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看,跟踪期内公司全部债务规模增速略快于EBITDA增速,公司全部债务/EBITDA指标迅速增长,2013~2014年分别为11.46倍、11.70倍,公司长期偿债能力略微下降,公司EBITDA对全部债务的保障程度有所减弱。但考虑到公司收储土地资源丰富,有望给企业带来收入的快速增长,从而有助于提升未来公司偿债能力。

截至2014年底,公司共获得国家开发银行、农业银行、农业发展银行等银行累计授信总额159.40亿元,已使用126.80亿元。公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2014年底,公司对外担保3.39亿元,担保比率为1.61%。

5. 过往债务履约情况

根据公司在人行《企业基本信用信息报告》(机构信用代码:G1037140200060300E),截至2015年5月28日,公司存在5笔关注类信贷信息记录,主要系2011年受国发(2010)19号文影响,国开行将政府融资平台在该行的所有存量贷款均调整为关注类,以加强监管。

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强。

十、债券保障程度分析

1. “10德州城投债”保障程度分析

“10 德州城投债”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。各项目资金使用募集资金比例见下表，截至 2014 年底，上述资金已全部投放。

表 7 “10 德州城投债”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：联合资信整理

以 2014 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 1.63 倍和 14.24 倍。公司经营活动产生的现金流量对该期公司债券保障能力较强。

“10德州城投债”设立专项偿债基金，偿债基金来源为公司自营收益，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。公司依据偿债安排，在债券付息日和兑付日前足额提取资金，用于“10德州城投债”的本息偿付。2014年，公司已按时付息。

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

“12 德州城投债”募集资金 10 亿元，用于“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。各项目募集资金使用比例见下表，截至 2014 年底，上述资金已全部投放。

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	100%

资料来源：联合资信整理

以2014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1.14倍和9.97倍。公司经营活动产生的现金流入量对该期公司债券保障能力较强，经营活动产生的现金流入量对该期公司债券保障能力较强。

“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。

3. “14德城投/14德州城投债”保障程度分析

“14德城投/14德州城投债”募集资金18亿元，全部用于德州市高铁片区城乡一体化安居工程项目，该项目总投资44.69亿元，截至2014年底，募集资金已全部投放。

以2014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0.63倍和5.54倍。公司经营活动产生的

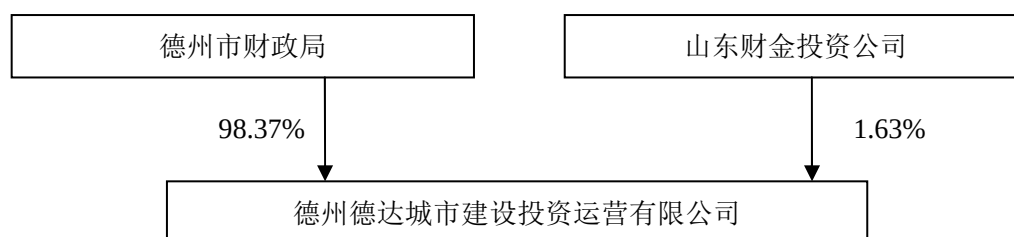
现金流入量对该期公司债券保障能力较强。

公司发行的“14德城投/14德州城投债”由中国投融资担保有限公司(原中国投资担保有限公司,以下简称“中投保”)提供了无条件不可撤销的连带责任保证担保,中投保担保实力强,经联合资信评定中投保主体长期信用等级为AA+,中投保担保有效保障了“14德城投/14德州城投债”偿付安全性。“14德城投/14德州城投债”设置本金提前偿还条款,从存续期的第3个计息年度开始,每年偿还本金的20%,有助于缓解集中偿付压力。

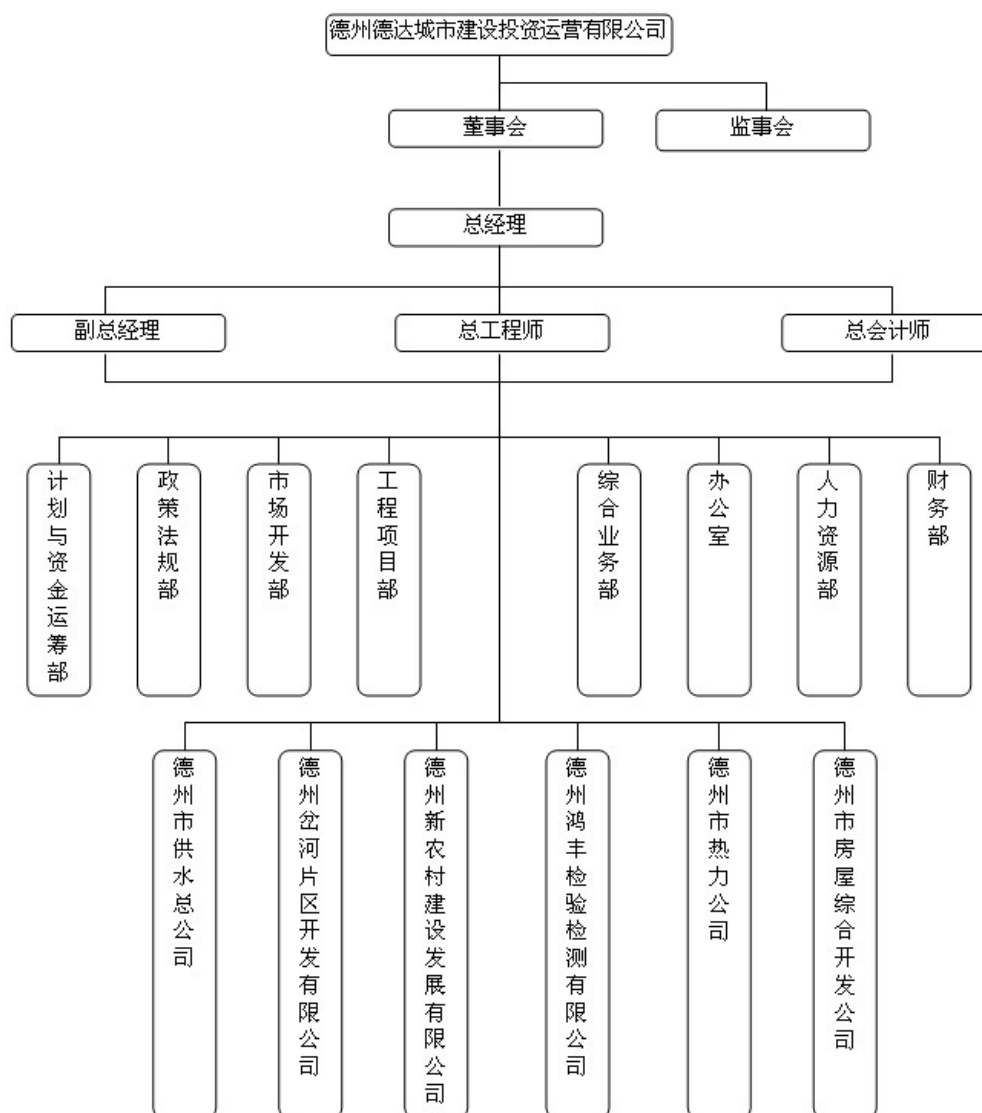
十一、结论

综合考虑,联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整至AA⁺,评级展望为稳定,将“10德州债/10德州城投债”、“12德州城投债”的信用等级由AA调整至AA⁺,并维持“14德城投/14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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.38	13.55	9.49
资产总额(亿元)	284.47	328.04	375.29
所有者权益(亿元)	174.20	198.44	210.38
短期债务(亿元)	2.19	4.69	9.90
长期债务(亿元)	75.90	98.36	123.44
全部债务(亿元)	78.09	103.05	133.34
主营业务收入/营业收入(亿元)	26.12	29.47	28.61
利润总额(亿元)	7.49	4.61	7.10
EBITDA(亿元)	10.10	8.99	11.40
经营性净现金流(亿元)	2.26	4.55	13.90
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.69	5.40	3.75
存货周转次数(次)	0.15	0.19	0.08
总资产周转次数(次)	0.12	0.18	0.08
现金收入比(%)	81.37	99.07	130.39
主营业务利润率/营业利润率(%)	32.69	35.79	41.25
总资本收益率(%)	3.52	1.69	2.10
净资产收益率(%)	5.89	2.57	3.43
长期债务资本化比率(%)	30.35	33.14	36.98
全部债务资本化比率(%)	30.95	34.18	38.79
资产负债率(%)	38.76	39.51	43.94
流动比率(%)	627.11	807.24	646.20
速动比率(%)	137.50	135.28	72.98
经营现金流动负债比(%)	6.75	15.64	35.95
全部债务/EBITDA(倍)	7.73	11.46	11.70

注：因公司于 2014 年起执行新会计准则，以上 2012 年度财务数据基于公司 2011-2013 年审计报告中 2012 年度数据，2013 年度及 2014 年度财务数据基于公司 2014 年度审计报告年初数及年末数。

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。