

# 跟踪评级公告

联合[2016] 879 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<sup>+</sup>, 评级展望为稳定, 维持“10德州债/10德州城投债”、“12德州城投债”AA<sup>+</sup>的信用等级, 并将“14德城投/14德州城投债”的信用等级由AA<sup>+</sup>调整为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一六年六月二十三日



---

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(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<sup>+</sup> 评级展望：稳定  
上次评级结果：AA<sup>+</sup> 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 <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> |
| 12 德州城投债        | 10 亿元 | 2012/10/18-2019/10/18 | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> |
| 14 德城投/14 德州城投债 | 18 亿元 | 2014/06/26-2021/06/26 | AAA             | AA <sup>+</sup> |

跟踪评级时间：2016 年 6 月 23 日

### 财务数据

| 项目               | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|------------------|--------|--------|--------|
| 现金类资产(亿元)        | 13.55  | 9.49   | 15.60  |
| 资产总额(亿元)         | 328.04 | 375.29 | 466.91 |
| 所有者权益(亿元)        | 198.44 | 210.38 | 215.43 |
| 长期债务(亿元)         | 98.36  | 123.44 | 101.12 |
| 全部债务(亿元)         | 103.05 | 133.34 | 103.01 |
| 主营业务收入/营业收入(亿元)  | 29.47  | 28.61  | 29.77  |
| 利润总额(亿元)         | 4.61   | 7.10   | 1.39   |
| EBITDA(亿元)       | 8.99   | 11.40  | 6.40   |
| 经营性净现金流(亿元)      | 4.55   | 13.90  | 62.83  |
| 主营业务利润率/营业利润率(%) | 35.79  | 41.25  | 21.32  |
| 净资产收益率(%)        | 2.57   | 3.43   | 0.84   |
| 资产负债率(%)         | 39.51  | 43.94  | 53.86  |
| 全部债务资本化比率(%)     | 34.18  | 38.79  | 32.35  |
| 流动比率(%)          | 807.24 | 646.20 | 198.05 |
| 全部债务/EBITDA(倍)   | 11.46  | 11.70  | 16.10  |
| 经营现金流/流动负债(%)    | 15.64  | 35.95  | 43.49  |

注：2013 年公司财务报表采用旧准则，公司自 2015 年 1 月 1 日起执行新会计准则，对财务报表项目进行追溯调整，为维持公司财务数据的可比性，2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数。

### 分析师

王治 兰迪 姚玥

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”）是德州市市级基础设施投资运营的主要平台。跟踪期内，伴随地方政府债务置换工作的推进和公司经营活动现金流量的大幅改善，公司存续债券偿债保障能力有所增强。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时也关注到受国有土地使用权出让金收入大幅下降影响，德州市地方综合财力有所下降、公司资产流动性和盈利能力偏弱及业务获现能力有所削弱等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

未来公司承建、代建的项目及土地出让返还产生的资金回流，公司整体盈利能力及抗风险能力有望进一步提升。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，公司资金周转能力有所增强，流动性风险降低。

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（以下简称“中投担保”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中投担保主体长期信用等级由 AA<sup>+</sup> 调整为 AAA，评级展望为稳定。中投担保担保实力强，可有效增强“14 德城投/14 德州城投债”偿付安全性。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，并维持“10 德州债/10 德州城投债”和“12 德州城投债”AA<sup>+</sup> 的信用等级，将“14 德城投/14 德州城投债”的信用等级由 AA<sup>+</sup> 调整为 AAA。

### 优势

- 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，公司资金周转能力有所增强，流动性风险降低。
- 跟踪期内，公司有息债务规模减少，债务

负担减低。

3. 公司经营活动产生的现金流量大幅增长，进一步增强了对偿还债券的保障能力。

#### 关注

1. 受国有土地使用权出让金收入大幅下降所致，德州市地方综合财力有所下降，对公司生产经营造成一定影响。
2. 公司存货占比较大，资产流动性偏弱。
3. 公司盈利水平降低，跟踪期内，期间费用对营业收入侵蚀趋重。
4. 跟踪期内，公司在基础建设项目和土地经营业务获现能力大幅下降。

## 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，按照联合资信关于公司主体长期信用及“10 德州债/10 德州城投债”、“12 德州城投债”和“14 德城投/14 德州城投债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

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下属全资子公司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3.00亿元。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，本次合并后公司的注册资本增至20.00亿元。山东省财政厅于2014年6月出资设立山东省财金投资有限公司（以下简称“山东省财金公司”），并与公司签订的增资协议，对公司出资0.33亿元，持有公司1.63%的股权。2015年，山东省财金公司再次出资1.70亿元（其中0.16亿元计入实收资本，1.54亿元计入资本公积），取得公司0.79%股权。历经山东省财金公司先后两次增资，截至2015年底，公司注册资20.50亿元，德州市财政局和山东省财金公司分别持股97.58%和2.42%，公司实际控制人为德州市财政局。

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。公司营业执照的经营范为：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（不含固定形式印刷品广告）（以上范围国家禁止和限制的除外，涉及资质证或许可证的凭资质证和许可证经营）。

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2015年底，公司资产总额466.91亿元，所有者权益合计215.43亿元（其中少数股东权益4.23亿元）。2015年，公司实现营业收入29.77亿元，利润总额1.39亿元。

公司注册地址：德州市德城区湖滨中大道1268号。公司法定代表人：曹备。

## 三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示全国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，国内就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明全国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，国内固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明

外均为名义增幅), 增速呈现逐月放缓的态势。其中, 基础设施建设投资增速较快, 但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显, 成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳, 为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年, 国内社会消费品零售总额 30.1 万亿元, 同比增长 10.7%, 增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点; 全国消费与人均收入情况大致相同, 全国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%, 扣除价格因素实际增长 7.4%, 增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大, 但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年, 全国进出口总值 4.0 万亿美元, 同比下降 8.0%, 增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元, 较上年大幅增加 54.8%, 主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响, 外贸形势不容乐观, 但随着人民币(相当于美元)贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和“一带一路”项目的逐步落地, 外贸环比情况略有改善。

2015 年, 中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元, 比上年增长 8.4%, 增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元, 比上年增长 15.8%, 同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元, 赤字率上升至 3.5%, 显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年, 将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策, 助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番, 意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下, 2016 年, 在财政政策方面, 政府将着力加强供给侧结构性改革, 继续推进 11 大类重大工程包、六

大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目, 促进经济发展; 但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升, 或将一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面, 央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具, 继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放, 同时进一步完善宏观审慎政策框架; M2 或将保持 13% 以上的较高增速, 推动实体经济增长; 在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下, 预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张, 营造适度宽松的货币金融环境。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 行业分析

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 6 月，国务院印发《推进财政资金统筹使用方案》，提出了包括推进项目资金、重点科目资金、部门资金统筹使用等 10 条重要措施，对优化财政资源配置作出全面部署。

2015 年 7 月 8 日召开的国务院常务会议，强调把宝贵的公共资金资源用到促发展惠民生上，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金 2500 多亿元加快统筹用于急需领域；国务院将 239 亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。在上述举措的推动下，各地各部门通过盘活财政存量资金，增加了资金的有效供给，促进了经济平稳健康发展。

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调整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，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

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《2015年德州市国民经济和社会发展统计公报》，2015年德州市实现地区生产总值（GDP）2750.94亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%。其中，第一产业增加值增长4.3%，第二产业增加值增长7.1%，第三产业增加值增长9.1%。产业结构进一步优化。三次产业比例由上年的10.4:50.3:39.3调整为10.3:49.4:40.3人均GDP达到48062元，增长6.9%。

跟踪期内，德州市固定资产投资平稳增长。固定资产投资完成 2237.91 亿元，增长 14.1%。其中，第一产业投资 14.26 亿元，下降 41.1%；第二产业投资 1014.74 亿元，增长 6.3%，其中工业投资 990.45 亿元，增长 10.5%；第三产业投资 1208.91 亿元，增长 23.0%。三次产业投资比例由上年的 1.2:48.7:50.1 调整为 0.7:45.3:54.0。基础设施投资 214.08 亿元，增长 27.0%。工业投资中，技术改造投资 686.90 亿元，增长

22.3%，高新技术完成投资 437.60 亿元，增长 26.3%。固定资产投资规模亿元以上施工项目 703 个，下降 3.6%，完成投资 1173.8 亿元，增长 1.5%。

跟踪期内，德州市财政收入保持相对稳定，实现财政总收入 264.76 亿元，下降 0.4%。公共财政预算收入 182.78 亿元，增长 6.7%。其中，税收收入 140.89 亿元，增长 1.2%。公共财政预算支出 337.44 亿元，增长 22.6%，其中，一般公共服务支出 25.70 亿元，增长 17.2%；教育支出 60.98 亿元，增长 15.9%；社会保障和就业支出 44.53 亿元，增长 23.8%。国税收入 99.87 亿元，下降 2.8%；地税收入 135.89 亿元，增长 2.2%。

2015 年，德州市地方综合财力 386.18 亿元，较上年下降 19.60%，主要系国有土地使用权出让金收入大幅下降所致，具体为当年德州市出让土地中工业用地居多，且价格相对较低。2015 年，德州市一般预算收入和上级补助收入稳定增长，在地方综合财力中分别占比 47.33%和 38.19%；政府性基金收入 53.70 亿元，较上年下降 68.95%，其中国有土地使用权出让金收入占比 89.77%。

表1 2013-2015年德州市全口径可支配收入情况（单位：万元）

| 科目                | 2013 年         | 2014 年         | 2015 年         |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>（一）一般预算收入</b>  | <b>1500169</b> | <b>1712588</b> | <b>1827800</b> |
| 1、税收收入            | 1168409        | 1392423        | 1408904        |
| 2、非税收入            | 331760         | 320165         | 418896         |
| <b>（二）上级补助收入</b>  | <b>1290946</b> | <b>1334048</b> | <b>1474708</b> |
| 1、一般性转移支付收入       | 695290         | 838583         | 990090         |
| 2、专项转移支付收入        | 481169         | 380978         | 370131         |
| 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              |
| <b>（三）政府性基金收入</b> | <b>416106</b>  | <b>1729558</b> | <b>536954</b>  |
| 1、国有土地使用权出让金收入    | 275797         | 1569312        | 482033         |
| 2、国有土地收益基金        | 9380           | 47592          | 14706          |
| 3、农业土地开发资金        | 2292           | 7840           | 3396           |
| 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              | 17374          |

|                               |                |                |                |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| 6、上年结余及调入资金                   | 128637         | 104814         | 161285         |
| <b>(四) 预算外收入</b>              | <b>16589</b>   | <b>27066</b>   | <b>22375</b>   |
| <b>地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)</b> | <b>3223810</b> | <b>4803260</b> | <b>3861837</b> |

资料来源:德州市财政局

跟踪期内,德州市一般预算收入持续增长,受国有土地使用权出让金收入大幅下降所致,德州市地方综合财力有所下降,对公司生产经营造成一定影响。

### 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利、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

跟踪期内,山东省财金公司出资 1.70 亿元(其中 0.16 亿元计入实收资本,1.54 亿元计入资本公积),取得公司 0.79% 股权。本次增资后,

截至 2015 年底,公司注册资本 20.50 亿元,德州市财政局和山东省财金公司分别持股 97.58% 和 2.42%,德州市财政局仍为公司实际控制人。

### 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,2011~2015 年,公司共储备土地 22630.38 亩,均已取得土地证;截至 2015 年底,已出让 9140.89 亩;未出让土地 13489.49 亩,账面价值 101.71 亿元。

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方面的支持。

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2015年底，公司BT项目回购资金到位24.07亿元。

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。截至2015年底，公司累计收到返还土地出让收益63.52亿元，2014~2015年分别收到返还土地出让收益16.92亿元和6.44亿元。

其他方面，公司2014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，计入资本公积；公司2015年收到德州市财政局拨付在建铁路缺口资金1.90亿元。

跟踪期内，德州市地方政府对公司提供持续支持，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，根据《德州德达城市建设投资运营有限公司关于变更法定代表人的公告》，公司法人代表、董事长兼总经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。

2015年8月，根据《德州德达城市建设投资运营有限公司关于变更法定代表人的公告》，公司董事长、总经理和法定代表人由殷鑫变更为曹备，并完成相关工商变更登记手续。

公司董事长、总经理及法定代表人曹备先生，年龄36岁，本科学历，曾任德州天道公共用品有限责任公司工程师、售后经理、德州德达城市建设投资运营有限公司办公室副主任、董事、德州新农村建设发展有限公司执行董事。现任德州德达城市建设投资运营有限公司董事长、总经理及法定代表人、山东省铁路建设投资有限公司监事、山东金鲁班集团董事。

除上述变动外，公司法人治理结构和管理制度大变化。

## 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。

跟踪期内，公司实现主营业务收入28.83亿元，其中土地开发板块及基础设施建设板块仍构成公司收入的主要来源，分别占比50.19%和31.60%，其中受项目建设进度加快影响，基础设施建设业务实现收入9.11亿元，较上年底大幅增长，土地开发业务受房地产行业态势影响，公司土地出让面积较上年有所减少，导致板块收入下降至14.47亿元；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，2015年为0.96亿元，较上年底保持稳定；跟踪期内，供水业务和供热业务分别实现收入0.57亿元和1.68亿元，供水、供热板块作为公司的公益性业务，虽业务占比较低，但收入为稳定，分别为0.57亿元和1.68亿元；房地产业务受行业政策影响较大，2015年实现收入2.04亿元，较上年底降幅较大。

毛利率方面，跟踪期内，受收入占比较大的基础设施建设业务和土地开发业务毛利率均大幅下降影响，公司主营业务毛利率由2014年底41.71%下降至20.04%。其中基础建设业务毛

利率为6.26%，较上年底减少7.05个百分点，主要系2015年德州市政府按账面价值收回公司存货约400亩的土地，导致该板块毛利率减少；受德州市土地市场行情下滑及市政府收回土地盈利小影响，土地开发业务毛利率由上年底的

57.62%下降至32.37%；供水业务和供热业务毛利率保持相对稳定，分别为30.34%和-33.63%；公司房地产业务受市场行情及成本结转影响，毛利率由上年底的18.02%下降至7.53%。

表2 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

| 行业名称   | 2013 年 |        |        | 2014 年 |        |        | 2015 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 | 4.53   | 15.71  | 17.70  | 3.77   | 13.58  | 13.31  | 9.11   | 31.60  | 6.26   |
| 土地开发   | 20.44  | 70.94  | 45.61  | 16.92  | 60.95  | 57.62  | 14.47  | 50.19  | 32.37  |
| 租赁业务   | 0.96   | 3.32   | 82.45  | 0.96   | 3.46   | 80.64  | 0.96   | 3.32   | 79.81  |
| 供水业务   | 0.49   | 1.69   | 30.58  | 0.56   | 2.02   | 38.42  | 0.57   | 1.98   | 30.34  |
| 供热业务   | 1.40   | 4.85   | -44.27 | 1.38   | 4.97   | -29.87 | 1.68   | 5.84   | -33.63 |
| 房地产    | 1.01   | 3.49   | -24.45 | 4.18   | 15.06  | 18.02  | 2.04   | 7.08   | 7.53   |
| 合计     | 28.81  | 100.00 | 35.38  | 27.76  | 100.00 | 41.71  | 28.83  | 100.00 | 20.04  |

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，其中管理收益在工程决算基础上（工程结算价加上设计、监理、借款利息等）上浮一定比例，比例一般在8%~15%之间。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。

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  | 回购期    | 项目进度 | 2013年确认收入 | 2014年确认收入 | 2015年确认收入 | 截至2015年底回款情况 |
|-------------------|-----------------------|-------|--------|------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| 基础设施              | 市区三八路、长河公园、公厕改造等      | 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  | 2012 年 | 已经完工 | --        | --        | --        | 11.60        |
| 创卫工程              | 市区垃圾压缩站等              | 1.31  | 2012 年 | 已经完工 | --        | --        | --        |              |
| 污水处理厂改造           | 污水处理                  | 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  | 2012 年 | 已经完工 | --        | --        | --        |              |
| 迎宾大道              | 迎宾大道改造、绿化及提升          | 0.55  | 2012 年 | 已经完工 | --        | --        | --        |              |
| 体育中心              | 修建体育中心                | 5.64  | 2012 年 | 已经完工 | --        | --        | --        |              |
| 基础设施              | 大学路、商贸大道等             | 3.98  | 2013 年 | 已经完工 | 4.53      | --        | --        | 4.53         |
| 博物馆               | 修建博物馆                 | 3.27  | 2014 年 | 已经完工 | --        | 3.77      | --        | --           |
| “两河四岸”减河滨河路基础设施项目 | “两河四岸”基础设施建设项目减河滨河路建设 | 8.03  | 2015 年 | 已经完工 | --        | --        | 9.11      | --           |
| 合计                |                       | 32.32 |        |      | 4.53      | 3.77      | 9.11      | 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2015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65.14%。综合看，由于博物馆项目和“两河四岸”减河滨河路基础设施项目于近两年确认收入，政府回款有所滞后。整体看，公司政府回购项目整体回款情况尚可。

### 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 2013~2015年公司土地收储及出让情况  
(单位：亩、万元/亩、万元)

| 年度    | 已出让面积   | 每亩平均出让价格 | 已出让总价     | 返还的土地出让收益 |
|-------|---------|----------|-----------|-----------|
| 2013年 | 2459.00 | 136.07   | 334597.00 | 204404.00 |
| 2014年 | 1794.07 | 154.73   | 277589.40 | 169200.00 |
| 2015年 | 651.72  | 103.93   | 67731.99  | 64200.00  |
| 合计    | 4904.79 | --       | 679918.39 | 437804.00 |

资料来源：公司提供

公司土地资源储备丰富，截至2015年底，公司储备土地面积达22630.38亩，已出让面积9140.89亩，返还收益69.96亿元；未出让土地13489.49亩，账面价值101.71亿元，未出让土地中，有账面价值18.64亿元的土地资产用于抵押，抵押土地资产占公司存货中土地资产的比重为11.89%。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。

从返还土地出让收益来看，2014~2015年公司获得土地交易收入分别为16.92亿元和14.47亿元。随着土地出让价格波动影响，公司土地开发业务毛利率也有所下降，2015年为32.37%，同比下降25.25个百分点。主要系德州市政府按账面价值收回公司存货约400亩的土地（回购金额8.03亿元）所致。

考虑到土地转让情况易受当地房地产市场波动的影响，未来转让收入存在一定的不确定性。

### 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2015年底供水公司日供水能力达21万吨，全年实际售水数为2820.53万吨，同比增长1.65%。2015年公司实现售水收入0.57亿元，较2014年保持相对稳定。

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，2015年热力公司供应面积达730万m<sup>2</sup>，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65%。

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。2015年公司实现供热板块收入

达1.68亿元，同比增长21.74%，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。

跟踪期内，房屋综合开发公司未新增开发面积，由于部分项目完工销售，当年实现销售收入为2.04亿元，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，此后每年租金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。

2014~2015年公司获得租赁业务收入均为0.96亿元，公司租赁业务板块收入比较稳定。

#### 7. 公司在建工程投资建设情况

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，跟踪期内，“两河四岸”减河滨河路基础设施项目和农村危房改造安居工程项目已完工，其中“两河四岸”减河滨河路基础设施项目已完成结算，并于2015年确认收入；高铁新区基础设施建设项目、德州大剧院、南部生态片区项目和廉租房项目等市政项目尚在建设中，上述在建项目预计项目总投资119.22亿元，截至2015年底，已完成投资101.18亿元。

跟踪期内，公司营业收入小幅增长，因部

分土地按账面价值回购影响，公司盈利水平下降明显，资金回流易受土地市场行情及政府项目回购效率影响，获现能力大幅下降。考虑到公司目前主要任务在于消化存量工程，外部融资压力较小。

## 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德州投”，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”。截至2015年底，募集资金已全部使用，募投项目已完工。

表5 “10 德州城投债”募投项目建设情况  
(单位: 亿元)

| 项目名称          | 募集资金使用情况 |
|---------------|----------|
| 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

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。

表6 “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   | 71428.00  | 30000       | 42%  |
| 德州综合汽车客运站建设工程项目    | 65030.00  | 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

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2015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2015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报告<sup>1</sup>。

公司于2015年1月1日起执行新会计准则，对财务报表项目进行追溯调整，为维持公司财务数据的可比性，2014年财务数据采用2015年审计报告期初数。

从合并范围来看，截至2015年底，公司共有18家子公司纳入合并范围，较上年底减少1家，主要系公司子公司房屋综合开发公司持有的德州市广厦工程监理有限责任公司股权下

<sup>1</sup>根据中华人民共和国财政部、中国证券监督管理委员会于2016年3月11日发布的[财政部 证监会公告 2016年第32号]文件，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）因在执行审计业务中未能勤勉尽责，分别于2014年2月、2015年11月、2016年2月受到行政处罚（中国证监会行政处罚决定书（2014）21号、（2015）67号和（2016）20号）。责令利安达自本公告发布之日起暂停承接新的证券业务，在整改和接受核查期间，利安达不得承接新的证券业务。

降至15%，因此2015年度不再纳入合并范围。公司合并范围变动对公司财务数据可比性影响较小。

截至2015年底，公司(合并)资产总计466.91亿元，所有者权益215.43亿元（其中少数股东权益4.23亿元）。2015年，公司整体实现营业收入29.77亿元，利润总额1.39亿元。

### 1. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入29.77亿元，受公司基础设施建设收入及土地开发业务增长影响，同比增长4.04%；同期，公司整体营业成本23.18亿元，同比增长40.89%。跟踪期内，营业成本增幅远高于收入增长幅度，主要系2015年德州市政府按账面价值收回公司存货约400亩的土地（回购金额8.03亿元）所致，同时，公司利润总额同比下降80.45%，2015年为1.39亿元。

期间费用方面，受管理费用及财务费用上升影响，公司期间费用有所增长，2015年达5.04亿元，同比增长15.13%，占营业收入比重由2014年的15.29%增长至16.92%，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，受营业成本增幅远高于收入增幅影响，公司营业利润率有所下降，2015年下降至21.32%。同期，公司净资产收益率、总资产收益率均呈下降态势，分别为0.84%、1.71%。公司营业利润率有所下滑，体现了公司目前业务板块的盈利能力下滑，相对于公司较大的权益规模，公司的整体盈利指标偏弱。

跟踪期内，公司营业收入小幅增长，但公盈利水平降低，期间费用对营业收入侵蚀趋重，整体盈利指标有所下降。

### 2. 现金流及保障

经营活动方面，2015年公司经营活动产生的现金流量净额为62.83亿元，同比增长352.13%。经营活动产生的现金流入量为118.69亿元，同比增长19.09%，主要构成为公司的营

业收入以及与其他公司的往来款。，收到其他与经营活动有关的现金106.06亿元，同比增长70.08%，主要系2015年德州财政局通过地方政府债券置换工作用于偿还部分公司债务所致。置换总额共计112.59亿元。由于资金来源为地方政府债券，公司将其暂记为其他应付款。同时政府债券置换债务的主要通过偿还至公司在银行的偿债专户或直接偿还至公司债权方的形式等。其中偿还至公司在银行开设的偿债专户的部分将影响公司收到其他与经营活动有关的现金，因此造成该科目同往年相比余额大幅增加。经营活动产生的现金流出量为55.86亿元，同比下降34.87%，降速高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43.45亿元，支付其他与经营活动的现金106.39亿元。从现金收入质量指标上来看，2015年公司现金收入比为41.86%，同比下降88.53个百分点，主要系基础设施项目建设和土地出让返还尚未收到回款所致。

投资活动看，公司投资活动产生的现金流量净值持续为负，2015年为-30.42亿元，投资活动产生的现金流量以流出为主，2015年投资活动产生的现金流出量为30.41亿元，同比增长8.98%，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。

筹资活动方面，2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-26.29亿元，同比下降364.49%。公司筹资活动产生的现金流入量为46.98亿元，同比下降8.89%。2015年，公司筹资活动产生的现金流出为73.28亿元，同比增长76.02%，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。

跟踪期内，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虽然满足公司投资活动资金需求，但公司用于股利、利润或偿付利息流出的现金流出数额较大。公司对外

融资需求较大。

### 3. 资本及债务结构

#### 资产

截至2015年底，公司资产为466.91亿元，同比增长24.41%，主要系应收账款、长期股权投资和在建工程快速增长所致。从结构上看，流动资产占比61.28%，非流动资产占比38.72%，公司资产以流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产合计为286.13亿元，同比增长14.56%，主要系货币资金、存货、应收账款增加所致。主要由存货（占比79.65%）、货币资金（占比5.45%）、其他应收款（占比5.17%）、预付款项（占比1.50%）及应收账款（占比7.77%）构成。

截至2015年底，公司货币资金规模为15.60亿元，同比增长64.48%，主要系公司银行存款迅速增长所致。公司货币资金中无使用受限的情况。

截至2015年底，公司应收账款为22.25亿元，同比增长412.16%，主要系应收德州市财政局基础设施建设项目回购款和土地出让返还增加所致。公司应收账款期末前五名的应收账款合计为21.90亿元，占总额的98.44%，其中应收德州市财政局20.91亿元（占比93.65%），应收账款账龄较长且集中度很高。截至2015年底，公司应收账款累计计提折旧88.23万元。

截至2015年底，公司预付款项4.29亿元，同比下降21.23%，主要系预付建材款下降所致。

截至2015年底，公司其他应收款余额为14.79亿元，同比增长76.88%，主要系借款增加所致。其他应收款主要由应收德棉集团、运河商贸开发区财政局、皇明集团等单位的借款构成。从账龄上来看，1年以内的占34.51%、1~2年的占20.62%、2~3年的占4.99%、3~4年的占3.45%，4~5年的占14.38%，5年以上的占22.05%。公司对其他应收款计提了10.68亿元的坏账准备，计提比例达41.93%，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58.49%，公司其他应收款账龄较长且存在较大收回风险。

截至2015年底，公司存货余额为227.89亿元，同比增长2.86%，主要系土地开发资金投入持续增加所致，同期，德州市政府按账面价值收回公司存货土地8.03亿元，此外，经公司董事会决议德州市财政局划转土地资产重复入账部分进行更正，同时减少土地和资本公积4.59亿元。从结构上来看，主要是土地使用权156.73亿元，开发成本65.48亿元。公司土地资源储备丰富，截至2015年底，公司实际收储土地面积达22630.38亩，已出让面积9140.89亩。未出让土地中，价值18.64亿元的土地用于抵押。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。

截至2015年底，公司非流动资产合计180.78亿元，同比增长44.02%，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59.79%）、无形资产（8.07%）及可供出售金融资产（占比9.68%）为主。

截至2015年底，公司可供出售金融资产余额17.51亿元，同比增加40.47%，主要系本年度公司对既存投资项目追加投资所致。公司可供出售金融资产中12.25亿元用于质押借款。

截至2015年底，公司长期股权投资18.77亿元，同比增幅巨大，主要系公司对山东金鲁班集团有限公司追加投资17.17亿元。

截至2015年底，公司投资性房地产有所增长，同比增长2.16%，主要系公司外购房屋、建筑物0.33亿元，并摊销0.19亿元所致。

截至2015年底，公司固定资产余额为12.32亿元，同比增长41.24%，主要系公司购置新的产品机器设备以及在建工程转入所致。从构成上来看，公司固定资产主要是房屋及建筑物（占比89.60%）。公司累计计提折旧4.02亿元。

截至2015年底，公司在建工程余额为108.09亿元，同比增长34.33%，主要系在建工程增加投资34.55亿元所致。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41.10%）及危房改造（占比38.50%）。

截至2015年底，公司无形资产为14.58亿元，同比下降2.27%，主要系计提摊销所致。公司无形资产中土地使用权占比99.99%，主要为公司自营用地。截至2015年底，公司无形资产累计摊销1.97亿元。

跟踪期内，伴随项目建设和开发，公司资产规模持续增长，资产构成仍以流动资产为主，但存货及在建工程占比较大，资金回流易受土地市场行情及政府项目回购效率影响，存在一定不确定性。公司资产质量一般。

#### 所有者权益

截至2015年，公司所有者权益合计215.43亿元，同比增长2.40%，主要系资本公积增长及净利润转入。跟踪期内，公司实收资本20.47亿元，同比小幅增长，主要系德州市财政局与山东省财金公司签订的增资协议，山东省财金公司出资1.70亿元，取得公司0.79%股权（合计持股2.42%），其中0.16亿元计入实收资本，1.54亿元计入资本公积；同期，经董事会决议德州市财政局划转土地资产重复入账部分进行更正，同时减少土地和资本公积4.59亿元，截至2015年底，公司资本公积161.21亿元，同比下降0.71%；公司未分配利润为25.92亿元，增长1.54亿元，主要系公司生产经营产生净利润1.82亿元，提取法定盈余公积及分配股东股利后转入所致。

跟踪期内，公司所有者权益规模保持相对平稳，结构以资本公积为主，稳定性较好。

#### 负债

截至2015年底，公司负债合计为251.48亿元，同比增长52.49%，主要系其他应付款和短期借款增长所致。从构成上来看，公司流动负债占比由2014年的23.44%增长至2015年底的57.45%，非流动负债占比下降至42.55%，公司负债结构转以流动负债为主。

截至2015年，公司流动负债144.48亿元，

同比增幅较大，主要系新增与德州市财政局借款所致。公司流动负债中，主要由其他应付款构成，占比93.10%。

截至2015年底，公司短期借款余额为1.75亿元，全部为保证借款。主要系公司对于短期借款的集中兑付。

截至2015年底，公司应付账款余额5.83亿元，同比增长70.33%，主要系应付德州市公路工程总公司和德州市市政工程建设总公司工程款增加所致。其中账龄在1年以内（含1年）应付账款占比74.07%。

截至2015年底，公司预收款项为2.08亿元，同比下降35.20%，主要系预收工程款减少所致。账龄在1年以内（含1年）的预收款项占比75.19%。

截至2015年底，公司其他应付款为134.50亿元，同比增长511.67%，主要系2015年德州财政局通过发行地方政府债券置换公司债务112.59亿元，由于资金来源为地方政府债券，公司将其暂记为其他应付款。通过地方政府债券置换的债务具体包括两部分，一部分是银行类贷款，另一部分是未来应该支付的工程款，由于以往公司根据实际拨付工程款入账，计入在建工程，未来待偿的工程款在账面暂不体现，而通过地方政府债券置换的债务包括未来待偿的工程款，记账后在公司账面反映，导致新增财政应付款数额增大。同时，考虑上述借款系与公司股东及关联方产生，故未计入有息债务核算。

截至2015年底，公司非流动负债107.00亿元，同比下降15.26%，主要系长期借款下降所致。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，分别占比63.31%和31.19%。

截至2015年底，长期借款余额为67.74亿元，同比下降23.11%，主要系公司存货中用于抵押的借款减少所致。公司长期借款主要为质押借款26.63亿元、抵押借款6.49亿元、保证借款8.75亿元及信用借款25.88亿元；公司长期借款规模较大，主要是因为公司所承建、代建基

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。

截至2015年，公司应付债券余额为33.37亿元，同比下降5.57%，主要系公司对于企业债券的还息所致。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”。

有息债务方面，截至2015年底，公司全部债务为103.01亿元，同比下降22.75%，其中短期债务由上年底的9.90亿元下降至1.89亿元，长期债务由上年底的123.44亿元下降至101.12亿元。债务结构方面，短期债务占比1.84%，长期债务占比98.16%，与公司经营特性相适应。伴随公司有息债务规模的减少，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所下降，截至2015年底，分别为31.94%、32.35%；受新增与德州财政局借款影响，公司资产负债率为53.86%，同比增加9.92个百分点。

跟踪期内，通过地方政府债券置换，公司有息债务规模显著下降，债务结构仍以长期负债为主，公司整体债务规模快速增长，但公司资金周转能力有所增强，流动性风险降低。

#### 4. 偿债能力

从短期偿债指标看，受新增财政借款影响，截至2015年底，公司流动比率和速动比率均迅速下降，分别为198.05%和40.31%。截至2015年底，公司现金类资产为15.60亿元，对流动负债的保障倍数为0.11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，公司短期偿债能力较弱。

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，2014~2015年分别为11.70倍和16.10倍，公司长期偿债能力有所上升，公司EBITDA对全部债务的保障能力有所削弱。考虑到德州市经济实力较强，且对公司支持力度较大，公司长期偿债能力尚可。

截至2015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107.77亿元，已使用44.67亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至2015年底，公司对外担保金额3.00亿元，担保比率为1.39%。被担保单位为山东省德州生建机械有限责任公司。此外，公司另有1起未决诉讼和1起已决诉讼，涉案标的分别为104.50万元和29748.00万元。考虑到被担保单位为国有企业，目前经营正常，未决诉讼涉案标规模较小，公司或有负债风险相对可控。

#### 5. 过往债务履约情况

根据公司在人民银行提供的（机构信用代码：G1037140200060300E）银行征信报告，截至2016年5月31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

公司于2010年8月发行“10德州城投债”募集资金7.00亿元，并于2017年8月一次性偿付本金；公司于2012年10月发行“12德州城投债”募集资金10.00亿元，“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；公司于2014年6月发行“14德州城投/14德州城投债”募集资金18亿元，14德州城投/14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。

2015年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为118.69亿元和62.83亿元，为公司存续债券剩余本金的3.49倍和1.85倍。2015年公司EBITDA为6.40亿元，为公司

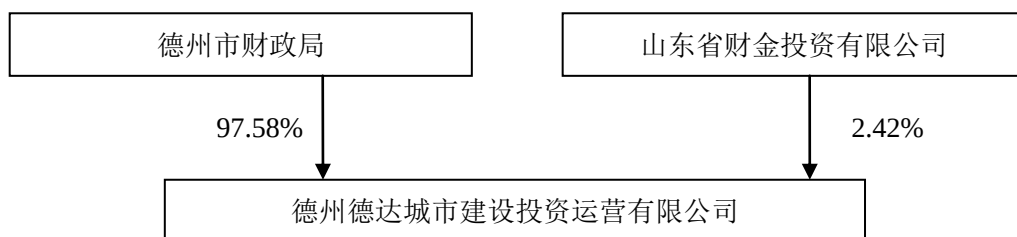
存续债券剩余本金的 0.19 倍。综合考虑公司，将于 2017 年达到公司存续债券本金偿付峰值 10.00 亿元，2015 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为存续债券本金偿付峰值的 11.87 倍和 6.28 倍，公司 EBITDA 为存续债券本金偿付峰值的 0.64 倍。总体看，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对公司存续债券剩余本金和存续债券本金偿付峰值保障能力较强。

此外，“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，截至 2015 年底，公司未按要求提取资金；“14 德城投/14 德州城投债”由中投保提供了无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，经联合资信评定，将中投保主体长期信用等级由 AA<sup>+</sup>调整为 AAA，中投保担保实力强，增强了“14 德城投/14 德州城投债”本息偿还的安全性。

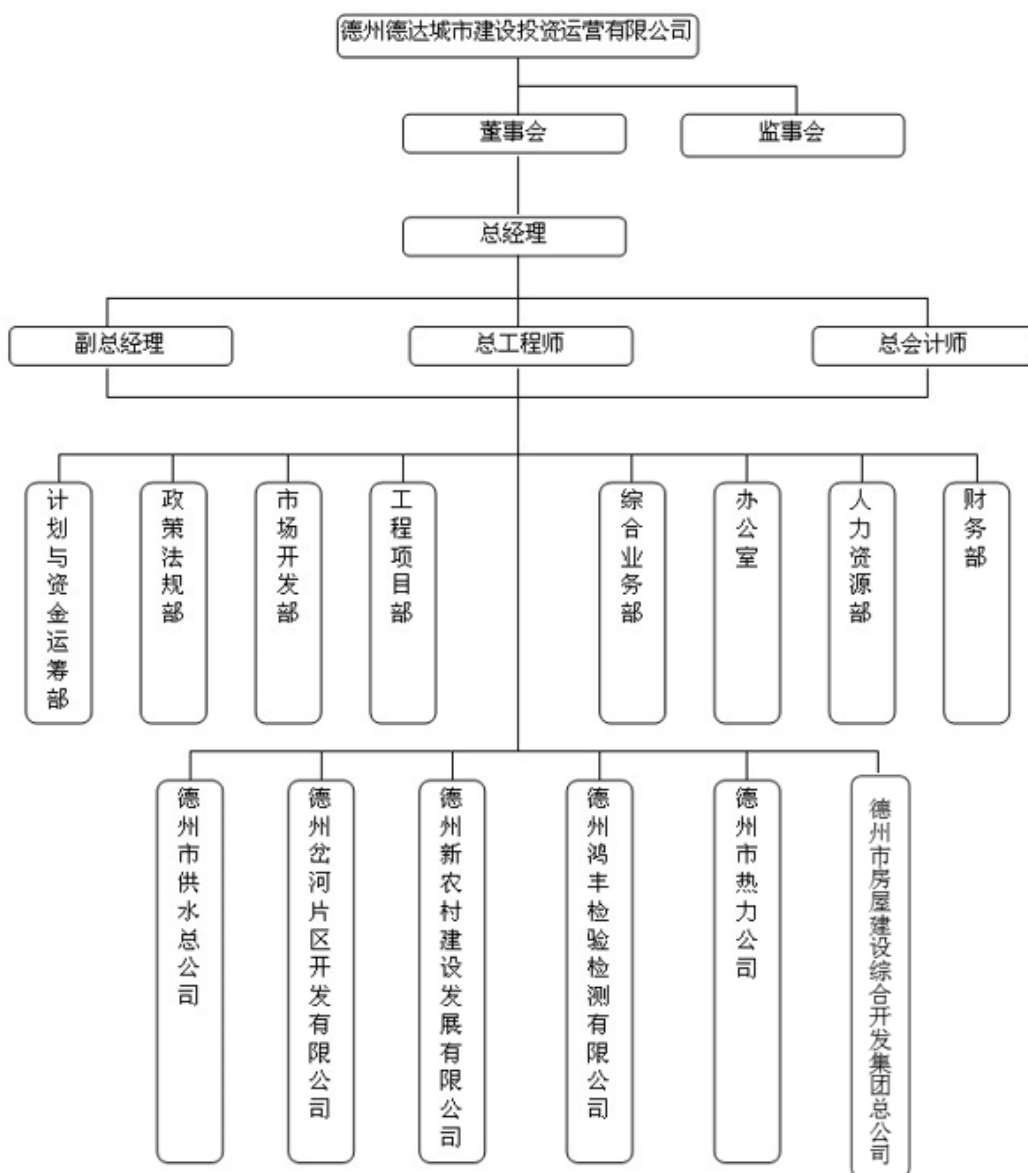
## 十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，并维持“10 德州债/10 德州城投债”和“12 德州城投债”AA<sup>+</sup>的信用等级，将“14 德城投/14 德州城投债”的信用等级由 AA<sup>+</sup>调整为 AAA。

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               | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|------------------|--------|--------|--------|
| <b>财务数据</b>      |        |        |        |
| 现金类资产(亿元)        | 13.55  | 9.49   | 15.60  |
| 资产总额(亿元)         | 328.04 | 375.29 | 466.91 |
| 所有者权益(亿元)        | 198.44 | 210.38 | 215.43 |
| 短期债务(亿元)         | 4.69   | 9.90   | 1.89   |
| 长期债务(亿元)         | 98.36  | 123.44 | 101.12 |
| 全部债务(亿元)         | 103.05 | 133.34 | 103.01 |
| 主营业务收入/营业收入(亿元)  | 29.47  | 28.61  | 29.77  |
| 利润总额(亿元)         | 4.61   | 7.10   | 1.39   |
| EBITDA(亿元)       | 8.99   | 11.40  | 6.40   |
| 经营性净现金流(亿元)      | 4.55   | 13.90  | 62.83  |
| <b>财务指标</b>      |        |        |        |
| 销售债权周转次数(次)      | 5.40   | 3.75   | 2.24   |
| 存货周转次数(次)        | 0.19   | 0.08   | 0.10   |
| 总资产周转次数(次)       | 0.18   | 0.08   | 0.07   |
| 现金收入比(%)         | 99.07  | 130.39 | 41.86  |
| 主营业务利润率/营业利润率(%) | 35.79  | 41.25  | 21.32  |
| 总资本收益率(%)        | 1.69   | 2.10   | 1.71   |
| 净资产收益率(%)        | 2.57   | 3.43   | 0.84   |
| 长期债务资本化比率(%)     | 33.14  | 36.98  | 31.94  |
| 全部债务资本化比率(%)     | 34.18  | 38.79  | 32.35  |
| 资产负债率(%)         | 39.51  | 43.94  | 53.86  |
| 流动比率(%)          | 807.24 | 646.20 | 198.05 |
| 速动比率(%)          | 135.28 | 72.98  | 40.31  |
| 经营现金流动负债比(%)     | 15.64  | 35.95  | 43.49  |
| 全部债务/EBITDA(倍)   | 11.46  | 11.70  | 16.10  |

注：2013 年公司财务报表采用旧准则，公司自 2015 年 1 月 1 日起执行新会计准则，对财务报表项目进行追溯调整，为维持公司财务数据的可比性，2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

| 指标名称            | 计算公式                                                                                          |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                                                               |
| 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%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -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      |                                                                                               |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                                                               |
| 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%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>     |                                                                                               |
| 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%                                                              |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                                                               |
| 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%                                                                              |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                                                               |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                                                                   |
| 全部债务/ EBITDA    | 全部债务/ EBITDA                                                                                  |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                                                               |
| 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。