

信用等级公告

联合〔2019〕2609号

联合资信评估有限公司通过对德州德达城市建设投资运营有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定德州德达城市建设投资运营有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，德州德达城市建设投资运营有限公司 2020 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年八月二十九日



德州德达城市建设投资运营有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：7 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

募集资金用途：偿还金融机构借款

评级时间：2019 年 8 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

评级观点：

德州德达城市建设投资运营有限公司（以下简称“公司”）是德州市基础设施投资建设的重要平台，承担着德州市市政基础设施建设和国有资产运营职能。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了德州市区域经济水平稳步提高，公司在股权划转、政府补贴和政府债务置换等方面获得政府的有力支持，公司实际债务负担较轻。同时，联合资信也关注到公司资产中存货占比较高、利润总额对政府补贴依赖程度大等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

本期中期票据的发行对公司调整后付息债务规模和结构的影响较大，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较好。

随着公司代建项目的陆续回购，以及房地产、土地开发、公用事业和养老健康等经营性业务持续开展，未来公司整体收入有望保持一定规模。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

- 外部环境良好。**近年来，德州市经济实力不断增强，2016—2018 年，德州市地区生产总值同比分别增长 7.2%、7.3% 和 6.7%，公司外部经营环境良好。
- 获得有力的外部支持。**公司是德州市基础设施投资建设的重要主体，在股权划转、政府补贴和政府债券置换方面获得政府的有力支持。
- 债务负担较轻。**公司负债主要为因基建项目回购收到政府置换债券款项形成的其他应付款和承接棚改贷款形成的长期借款，公司无需承担实际偿还义务，实际债务负担较轻。

关注

- 业务持续性有待观察。**近三年来，受到股权划转的影响，公司业务板块调整幅度较大，营业收入波动下降，部分业务的可持续性有待观察。

分析师：姜泰钰 邱 成

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. 资产规模有所下降。近三年，受资产划出和存货结转影响，公司资产规模有所下降；随着基础设施建设项目逐渐确认收入并和政府债务置换资金冲抵，公司资产规模预计将进一步下降。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.37	19.91	7.14	13.94
资产总额(亿元)	485.22	440.19	430.65	438.17
所有者权益(亿元)	220.40	193.84	201.24	200.51
短期债务(亿元)	8.45	8.20	16.33	7.07
长期债务(亿元)	111.97	70.68	66.09	81.22
全部债务(亿元)	120.42	78.88	82.42	88.30
营业收入(亿元)	44.56	50.00	37.13	2.99
利润总额(亿元)	3.82	4.22	4.05	-0.65
EBITDA(亿元)	7.31	10.89	7.11	--
经营性净现金流(亿元)	-0.08	10.27	2.37	1.47
营业利润率(%)	19.63	9.82	7.67	6.76
净资产收益率(%)	1.89	1.91	1.44	--
资产负债率(%)	54.58	55.96	53.27	54.24
全部债务资本化比率(%)	35.33	28.92	29.06	30.57
流动比率(%)	225.74	158.06	160.57	175.63
经营现金流动负债比(%)	-0.06	6.18	1.52	--
现金短期债务比(倍)	2.17	2.43	0.44	1.97
EBITDA 利息倍数(倍)	3.95	2.38	4.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.48	7.24	11.59	--
公司本部（母公司）				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	428.63	393.33	384.66	391.48
所有者权益（亿元）	216.45	190.43	198.87	198.34
全部债务(亿元)	110.79	73.38	77.54	83.46
营业收入(亿元)	35.88	37.58	30.69	0.05
利润总额(亿元)	4.67	2.45	4.88	-0.48
资产负债率（%）	49.50	51.58	48.30	49.34
全部债务资本化比率(%)	33.85	27.82	28.05	29.62
流动比率（%）	179.96	102.62	95.46	107.55
经营现金流动负债比(%)	-0.07	5.51	5.70	--

注：公司 2019 年一季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2017/6/20	王 治 姚 玥	基础设施投资建设企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2015/6/30	徐荣伟 焦 洁	基础设施投资建设企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
AA	稳定	2010/1/12	黄 竞 刘新宇	企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由德州德达城市建设投资运营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

德州德达城市建设投资运营有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

德州德达城市建设投资运营有限公司（以下简称“公司”）前身为德州市德发城市经营建设投资有限公司，2006年10月，根据德州市人民政府《关于成立德州市德发城市经营建设投资有限公司的通知》，德州市财政局出资人民币3亿元设立德州市德发城市经营建设投资有限公司。2009年9月，根据德州市人民政府《关于德州市德发城市经营建设投资有限公司与德州德达城市建设投资运营有限公司吸收合并的意见》，德州市德发城市经营建设投资有限公司整体吸收合并原德州德达城市建设投资运营有限公司，合并后公司名称沿用德州德达城市建设投资运营有限公司，并以资本公积转增实收资本7.00亿元，公司注册资本增至20.00亿元，德州市财政局持有公司100%股权。2017年，德州市财政局和德州市财金投资有限公司（以下简称“财金公司”）对公司各增资5.00亿元，公司注册资本增加至30.00亿元。2018年4月，德州市财政局将所持公司股权全部转至德州市国有资产监督管理委员会（以下简称“德州市国资办”）。2018年9月，经德国资办字（2018）4号批准，公司股东由德州市国资办调整为德州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“德州市国资委”）。截至2019年3月底，公司注册资本30.00亿元，其中德州市国资委认缴25.00亿元，持股83.33%；财金公司认缴5.00亿元，持股16.67%。同期，公司实收资本20.50亿元，其中德州市国资委出资20.00亿元（剩余认缴部分于2020年底前缴纳），财金公司认缴0.50亿元。

公司经营范围：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、项目投资及咨询服务（不得经营金融、证券、期货、理财、

集资、融资等相关业务；未经金融监管部门批准，不得从事吸收存款、融资担保、代客理财等金融业务）；户外广告经营。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2019年3月底，公司本部内设综合办公室、法务审计部、财务部、房产开发部、工程管理部等共计9个部门，合并范围子公司共计31家。

截至2018年底，公司合并资产总额430.65亿元，所有者权益合计201.24亿元（其中少数股东权益4.87亿元）。2018年，公司实现营业收入37.13亿元，利润总额4.05亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额438.17亿元，所有者权益合计200.51亿元（其中少数股东权益4.85亿元）。2019年1—3月，公司实现营业收入2.99亿元，利润总额-0.65亿元。

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：李松叶。

二、本期中期票据概况

公司计划注册总额为20.00亿元的中期票据，其中2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）发行金额为7.00亿元，期限为5年，采用固定利率，每年付息一次，到期一次还本。本期中期票据募集资金拟全部用于偿还金融机构借款。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国

继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能

发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、

信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同

期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%

左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，

城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自

负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。 见下表。

2018年以来与城投企业相关的主要政策

表 1 2018 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金〔2019〕10 号)	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信综合整理

行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市

基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

近年来德州市经济实力不断增强，产业结构不断优化；固定资产投资增速有所放缓，房地产开发投资增速较快；公司整体面临良好的外部环境。

德州市位于山东省西北部，与河北省接壤，行政区划面积 1.34 万平方公里。截至 2018 年底，

德州市常住人口约581万。

近年来，德州市经济实力不断增强。2016—2018年，德州市地区生产总值分别为2932.99亿元、3140.18亿元和3380.30亿元；按可比价格计算同比分别增长7.2%、7.3%和6.7%。2018年，德州市第一产业增加值320.13亿元，同比增长2.6%，第二产业增加值1612.79亿元，同比增长6.7%，第三产业增加值1447.38亿元，同比增长7.6%，三次产业比例由上年的10.0:47.7:42.3调整为9.5:47.7:42.8，产业结构进一步优化。2018年，德州市人均地区生产总值达到58252元，同比增长6.5%。

2016—2018年，德州市固定资产投资增速有所放缓，分别为20.5%、18.8%和7.3%。2018年，德州市第一产业固定资产投资同比增长81.8%，第二产业同比增长2.8%，第三产业同比增长8.5%。2018年，德州市工业技改投资同比增长14.5%，装备制造业投资同比增长10.4%，高新技术投资力度持续加大。同期，德州市完成房地产开发投资299.28亿元，同比增长25.5%，增速比上年提高17.3个百分点；商品房销售面积815.56万平方米，同比增长14.4%，其中住宅销售面积增长52.8%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册资本为30.00亿元，实收资本为20.50亿元，控股股东和实际控制人均为德州市国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司所承担的市政基础设施建设、国有资产运营职能，对德州市地区经济和社会的发展起到重要作用，公司在德州市基础设施建设领域具有重要地位。

公司是由德州市财政局批准设立的国有控股公司，主要从事城市基础设施建设和国有资产运营工作。

根据德州市政府出具《德州人民政府关于印发市属经营性国有资产同意监管工作方案的通知》（德政字〔2018〕31号）文件，公司将在原有业务基础上，扩充供气业务、开辟养老大健康板块和幼儿教育板块业务，在保障适度投资规模的前提下，实现公司业务多元化发展。

目前，德州市平台类企业整体呈现“2+N”的格局分布，2家中一家为公司，另外一家平台企业为财金公司（主要承担棚改项目、粮食项目、现代农业、水利等民生项目）；其他平台公司规模较小，主要包括德州市城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“德州城建”，主要负责市政道路施工、孵化器产业园建设）、德州市交通运输投资发展集团有限公司（以下简称“德州交投”，主要负责公交运营、农村公路建设等交通项目投融资工作）和山东金鲁班集团有限公司（以下简称“金鲁班”，主要负责公路施工及路桥建设等）等。根据德州市政府“集中整合、优化布局”理念，按照产业相近、业务相关的原则，2018年9月，德州市人民政府将德州市泰达市政公用工程有限公司（以下简称“泰达市政”）、德州市绿景园林建设有限公司、德州竭诚环卫工程有限公司、德州市热力公司和德州市燃气发展有限公司等7家企业划入公司（见表2），扩大了公司城市基础设施建设和国有资产运营职能。

3. 人员素质

公司高级管理人员仅总经理一人，具有丰富的政府和国有企业工作经验。公司员工整体文化素质高，能满足公司的经营发展需要。

截至2019年3月底，公司高级管理人员共1名，为公司总经理。

李松叶先生，汉族，1971年生。历任陵县宋家镇党委副书记，滋镇党委副书记、镇长，钱孙镇党委副书记、镇长，陵城镇党委副书记、镇长，丁庄乡党委书记，陵县县委办公室主任，庆云县县委常委、县委办公室主任，庆云县县委常委、常务副县长，德州市交通运输投资发

展集团副董事长、党委副书记。现任公司董事长、党委书记、总经理。

截至2019年3月底，公司本部在职员工共有41人。从文化程度来看，专科及以下学历4人，本科及以上学历37人。从年龄构成来看，35岁及以下的28人，36—45岁的7人，45岁以上6人。

4. 外部支持

近年来，德州市综合财力增长较快，财政自给能力较弱。公司在股权划转、政府补助和政府债务置换等方面获得政府的有力支持。

(1) 德州市财力情况

2016—2018年，德州市地方综合财力分别为420.4亿元、525.2亿元和698.7亿元，年均复合增长28.92%。其中，一般预算收入分别为183.5亿元、187.5亿元和202.5亿元，税收收入占比分别为70.3%、71.1%和76.8%，一般预算

收入质量良好。同期，德州市政府性基金收入分别为78.7亿元、168.5亿元和306.8亿元，主要为土地使用权出让收入，对综合财力增长的贡献大。2016—2018年，德州市财政自给率（一般预算收入/一般预算支出×100%）分别为55.3%、52.0%和48.9%，财政自给能力较弱。

地方政府债务方面，截至2018年底德州市地方政府债务限额698.6亿元，地方政府债务余额609.3亿元；政府债务率（地方政府债务余额/综合财力×100%）为87.02%。

(2) 政府支持情况

近年来，地方政府对公司在股权划转、债务置换和政府补贴方面给予有力的支持。2017年以来，德州市人民政府、德州市财政局和德州市国资委陆续将部分国有企事业单位的产权划入公司，充实了公司资本公积。具体股权划转情况见下表。

表2 2016—2018年公司收到政府股权划入情况

机构	年份	文件	内容	账面价值
德州市国资办	2017年	《关于同意无偿划转德达公司、财金公司所持部分股权的批复》（德国资企〔2017〕73号）	同意将财金公司持有德州市燃气总公司的全部产权无偿划转至公司	--
德州市国资办	2017年	《关于调整德州市东建置业有限公司、德州市兴城置业有限公司产权关系的通知》（德国资企〔2017〕90号）	将德州市经济适用房开发中心持有东建置业有限公司的17.8%股权，兴城置业持有东建置业有限公司的22.2%股权，德州市房地产开发总公司持有东建置业有限公司的20%股权无偿划转至公司	2017年底资本公积减少0.53亿元
德州市财政局	2017年	《关于划转市经济发展投资服务中心持有德州银行股份有限公司的通知》（德财资〔2018〕3号）	将德州市经济发展投资服务中心持有的德州银行股份有限公司的2000万股股份划转至公司	2018年底增加可供出售金融资产0.29亿元
德州市国资办及德州市财政局	2018年7月	《关于划转德州市广川宾馆的通知》（德国资〔2018〕15号）	将市财政局持有的德州市广川宾馆建制划入公司	--
德州市人民政府	2018年9月	《德州市人民政府关于印发市属经营性国有资产统一监管工作方案的通知》（德政字〔2018〕31号）	同意将德州市泰达市政公用工程有限公司、德州市绿景园林建设有限公司、德州竭诚环卫工程有限公司、德州中鲁土石方工程有限公司、德州凯兴工贸有限公司、德州市热力公司和德州市燃气发展有限公司划入公司	2018年底资本公积净增加10.01亿元

注：2018年公司持有的德州市供水总公司、德州市房屋建设综合开发集团总公司等10家子公司股权被划出，另有14家公司股权划入，资本公积净增加10.01亿元

资料来源：公司提供

债务置换方面，截至2019年3月底，德州市财政局累计拨付债务置换资金约227亿元，

用于偿还公司被认定为政府债务或者支付项目工程款，计入“其他应付款”，后期将用于冲

抵政府代建项目回款。截至 2019 年 3 月底，公司账面政府债务置换资金余额为 120.44 亿元。

政府补助方面，2016—2018 年，公司收到的政府补助分别为 0.10 亿元、4.23 亿元和 4.67 亿元，其中 2017—2018 年政府补助规模较大，主要是财政补贴拆迁补偿款。2019 年 1—3 月，公司收到政府补助为 0.08 亿元。

5. 企业信用记录

近年来，公司债务履约情况良好，未发现被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1037140200060300E），截至 2019 年 7 月 29 日，公司无未结清关注类或不良类贷款信息；公司存在 5 笔关注类已结清信贷信息记录，主要系 2011 年国开行受国发〔2010〕19 号文影响，将政府融资平台在该行的所有存量贷款均调整至关注类贷款所致。总体来看，公司过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 8 月 28 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构完善，能满足公司日常的经营管理需要。公司内部管理制度规范。

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》及有关法律、法规的规定，制定了公司章程，建立了健全的法人治理结构。

公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，依法行使决定公司经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等职权。公司设董事会，董事会成员 3 名，其中 2 名由股东会选举产生，1 名职工董事由职工大会选举产生。董事会设董事长 1 名，由董事会选举产生。董事任期 3 年，董事任期届满，可连选连任。公司设监事会，由 3 名职工监事组成，由职工大会选举产生；设监事会主席 1 名，由全

体监事过半数选举产生。监事的任期 3 年，任期届满，可连选连任。公司设经理，由董事会聘任或解聘，经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司职能部门设置和内部管理制度相对完善，能够保障公司日常运营。

公司内设综合办公室、法务审计部、财务部、房产开发部和工程管理部等共计 9 个部门，职能部门各司其职，能够满足公司日常经营需要。此外，公司根据自身经营特点建立了工程管理、财务管理、融资管理、投资管理等制度。

工程管理方面，公司制定《工程管理制度》对公司自建项目及政府代建项目进行管理，内容包括工程招标流程、工程合同管理、建设项目管理、工程竣工结算等。根据制度规定，工程管理的相关责任部门主要为投资业务部、合约部、工程管理部、资产管理部、财务部等，通过各部门协助完成工程管理任务。法务审计部提供法务及合同方面相关专业支持，对工程管理的流程及结果进行监督、审计。

融资管理方面，公司制定了较为严格的融资审核流程。具体地，公司制定了《融资管理制度》，规定公司日常融资和发行债券融资的审批程序，要求首先由金融市场部提出融资方案，报总经理初审；对于子公司融资管理上，要求子公司融资计划需报公司金融市场部初审和总经理复审；经过审核后，公司将融资计划上报董事会审议，审议通过后上报市金融工作领导小组核准和国资委备案，形成股东会决议。

投资管理方面，公司制定《投资管理制度》，规定了公司投资项目的受理和申报、投资项目论证、评估和审批、项目实施和投后跟踪管理的相关内容。投资业务部是公司投资业务的运营和管理部门，负责编制投资计划、项目可行性分析等工作。投资决策上，公司及下属子公司所有投资项目须由党支部会议进行审议，形成党支部决议；经过党支部会议通过后，由董事会成员对投资项目进行表决，形成董事会决

议。此外，公司规定，除市政府重点项目以及已经通过其他程序报批的项目外，市属国有企业进行投资2000万元以上的长期股权投资项目或5000万元以上的固定资产投资项目须报德州市国资委审核后，报市政府批准。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司主营业务收入波动下降，其中基础设施建设业务占比较高；受股权划转等因素的影响，公司业务结构有所变化，部分业务可持续性有待观察；受基础设施建设业务毛利率下降的影响，主营业务毛利率大幅下降。

公司主要从事德州市基础设施建设、土地一级开发、商品房开发、租赁、工程施工、供暖、供气等业务，业务结构较为多元。受到股权划转的影响，近年来公司业务结构有所变动，部分业务可持续性有待观察。2017年，根据德州市国有资产监督管理委员会颁布《关于同意无偿划转德达公司、财金公司所持部分股权的批复》，公司将持有德州市供水总公司的全部产权无偿划转至财金公司，同时公司获得财金公司持有的德州市燃气发展有限公司（以下简称

“燃气公司”）的全部产权，2018年起公司新增供气业务，不再从事供水业务。此外，随着公司业务转型的持续推进，公司开始扩展养老大健康板块业务和幼儿教育业务，目前此类业务均处于前期建设期，尚未形成收入，前期投入在会计处理上计入“在建工程”科目。

2016—2018年，公司主营业务收入波动下降，分别为43.47亿元、48.13亿元和36.76亿元，主要系基础设施建设收入波动下降，以及2018年未实现房地产销售收入所致。从主营业务收入构成看，近年来基础设施建设收入占比较高，土地开发和房地产销售收入持续性弱，公用事业板块（供水、供热、供气）和工程施工业务对主营业务收入的贡献较小。

毛利率方面，2016—2018年，公司主营业务毛利率大幅下降，分别为18.63%、7.90%和7.41%，主要系收入占比高的基础设施建设业务毛利率大幅下降所致。

2019年1—3月，公司实现主营业务收入2.99亿元，相当于2018年全年的8.13%；当期主营业务收入主要来自供热和供气，基础设施建设和土地开发均未确认收入。同期，由于收入占比高的供气业务毛利率大幅上升，主营业务毛利率上升至8.05%。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务名称	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	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	27.85	64.03	11.72	36.29	75.38	3.91	24.80	67.45	5.00	--	--	--
土地开发	7.08	16.27	50.50	--	--	--	4.74	12.90	18.01	--	--	--
租赁业务	0.96	2.20	79.22	1.17	2.43	82.86	0.98	2.67	79.44	--	--	--
供热业务	2.35	5.41	-12.15	2.68	5.56	-19.33	3.28	8.92	-23.33	1.72	57.48	-2.78
供水业务	0.62	1.43	30.78	0.70	1.45	31.48	--	--	--	--	--	--
供气业务	--	--	--	--	--	--	1.09	2.97	9.19	0.95	31.91	83.00
房地产销售	--	--	--	5.79	12.03	27.57	--	--	--	--	--	--
工程施工	4.64	10.66	14.52	1.34	2.79	7.29	1.14	3.11	31.06	0.03	0.88	12.72
其他	--	--	--	0.17	0.35	11.72	0.72	1.97	21.96	0.29	9.83	-61.82
合计	43.47	100.00	18.63	48.13	100.00	7.90	36.76	100.00	7.41	2.99	100.00	8.05

注：合计数若有差异主要系四舍五入原因所致

资料来源：公司提供

2. 经营分析

(1) 基础设施建设业务

公司基础设施在建和拟建项目规模较小，但存量项目待确认收入规模较大，且未来回款通过政府置换债券予以保障。联合资信将持续关注该业务未来发展情况。

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，德州市中心城区城市基础设施建设基本由公司负责。截至2019年3月底，公司先后完成“两河四岸”基础设施建设项目减河滨河路建设、大学路、商贸大道和迎宾大道改造等项目。新划入的陵城区将增加公司可开展基础设施建设业务的范围，公司前期已经开始参与陵城区的部分基建业务，包括保障房建设，项目东区南部社区建设等项目。

德州市财政局代表德州市政府与公司签订代建协议，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3%—15%之间，公司于项目结算完毕并交付时确认收入。

政府通过政府置换债务对公司代建项目进行回购，2016—2017年，公司分别获得政府债务置换款45.33亿元和74.56亿元，2018年公司未发生债务置换。截至2019年3月底，公司累计收到债务置换款项约227亿元，未来预计不再产生新的置换债务。截至2019年3月底，政府置换债务余额为120.44亿元。会计处理上，公司将投入成本计入“存货”或“在建工程”，

将政府债务置换款项计入“其他应付款”；项目结转时确认主营业务成本和主营业务收入，并同时减记其他应付款和对政府的应收账款。实际操作过程中，若政府直接将债务置换款项拨付给项目工程公司，则该笔款项不在公司现金流量表中体现。

2016—2018年，公司基础设施建设收入分别为27.85亿元、36.29亿元和24.80亿元，毛利率分别为11.72%、3.91%和5.00%。2017年以来，公司基础设施建设毛利率快速下降，主要系管理费收益中政府补贴的会计记录方法发生改变，从营业收入调整到营业外收入所致。2019年1—3月，公司尚未确认基础设施建设收入。

回款方面，2016年，公司实际收到回款38.73亿元（包括确认基础设施建设收入24.35亿元和冲减应收德州市财政局款项14.38亿元，同时抵消应付债务置换款38.73亿元）。2017—2018年，公司基础设施建设业务的回款均与通过政府债务置换形成的其他应付款冲抵。

截至2019年3月底，公司已完工项目未来可确认代建收入规模约104亿元，其中存货中代建项目账面价值约32亿元，主要是未结转的安置房项目；在建工程中代建项目账面价值约72亿元，主要系高铁新区基础设施建设投入和危房改造项目投入。公司未来可确认的基础设施代建收入仍有较大规模，主要通过政府债务置换资金冲抵项目回款，预计实际产生的现金流入较为有限。公司无在建基础设施项目，拟建项目为三八西路项目，资金来源为财政拨款，规划方案尚未确定，暂未签订代建协议，预计总投资6.80亿元，未来投资压力一般。

表4 2016—2018年公司主要已完工项目收入确认及回款情况表（单位：亿元）

项目名称	总投资额	回购期	2016年 确认收入	2017年 确认收入	2018年 确认收入	回款金额
岔河路、经九路建设、纬四路建设、减河滨河两岸等	15.78	2016年	17.87	--	--	17.87
南部生态片区	4.68	2016年	5.31	--	--	5.31
东沟防汛等	4.12	2016年	4.67	--	--	4.67
袁桥社区安置房项目	21.92	2017年	--	22.99	--	22.99
东区南部安置房项目	17.56	2017年	--	14.50	--	14.50
东区北部社区生金刘项目	12.05	2018年	--	--	12.63	12.63

沙王社区	14.18	2018 年	--	--	11.45	11.45
合计	90.29	--	27.85	37.49	24.08	89.42

注：上表中2017年收入总和大于表3中2017年的基础设施建设收入，主要系部分已结转项目收入确认规模偏高，于2017年进行调减所致
资料来源：公司提供

(2) 土地开发业务

公司土地开发业务分为土地整理和建设用地指标统筹业务。公司目前土地储备量充足，但运营模式将发生变化，未来收入实现存在一定的不确定性。

土地整理业务

根据德政办发〔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。

公司通过对土地进行前期开发整理，待土地熟化具备转让条件后移交给德州市土地储备中心，德州市政府根据地块所属区位、出让时间和土地性质，在公司开发整理成本的基础上给予一定的项目收益，公司在收到项目收益后确认土地整理收入。

2016年，德州市政府根据当年土地规划对公司已整理的东风南街以南、堤坝以东土地、东七大社区和电业局地块支付了5.00亿元土地整理成本和项目收益；2018年，德州市政府根据当年土地规划对公司已整理的太阳城家园地块支付2.69亿元土地整理成本和项目收益。2017年，因德州市土地出让整体安排原因，公司未实现土地整理收入。由于不同地块的项目收益受历史出让价格影响差异较大，2016年和2018年公司土地出让毛利率差异较大，分别为50.50%和18.01%。截至2018年底，公司主要已整理待移交的土地约为207.14万平方米，公司累计投入2.31亿元。

未来公司土地整理业务运营模式将有所变化，公司拟成立土地开发整理子公司，作为社会投资人通过政府采购方式成为土地征收、收购、收回涉及的安置补偿服务的实施主体，与市国土局收储中心签订政府采购合同，利用自

有资金开展土地开发，包括与储备宗地相关的道路、供水、供电等城市运营项目开发、土地平整等。待相关地块由土地储备中心完成收储工作后，由市国土局完成招拍挂，并根据合同条款由市财政通过基金预算安排或者发行土地收储专项债券向公司回购。公司收到相关费用后确认收入。

建设用地指标统筹业务

公司土地开发业务还包括建设用地指标统筹业务¹。山东省国土资源厅于2006年6月出台了《山东省城镇建设用地增加与农村建设用地减少相挂钩管理办法》（鲁国土资发〔2006〕111号），明确提出了建新地块的总面积不得大于拆旧地块的总面积，拆旧地块复垦为农用地的数量和质量应不低于建新占用的农用地的数量和质量的要求。2011年3月，经德州市人民政府授权公司将各县（市、区）每年取得的部分建设用地指标实行市级统筹管理，并对市级统筹指标实行有偿调剂。

业务模式方面，公司先行有偿取得建设用地指标，各县（市、区）根据当地建设需求申请调入用地指标，德州市政府根据市级统筹指标使用规划，分配给调入方使用，调入方根据商议的有偿使用价格向公司支付使用费。

2013年，公司分别向各县（市、区）统筹了29535.00亩建设用地指标，共支付35.39亿元补偿费用，计入“存货”或“在建工程”科目。2016年，平原县、禹城市等六县（市）根据当地建设需求共计申请调入1385.30亩建设用地指标，公司取得建设用地指标统筹收入2.08亿元。2018年，乐陵市人民政府申请调入建设用地指标921.00亩，经德州市国土资源局和德州市财政局同意，公司取得建设用地指标统筹收

¹ 建设用地指标是国家为保护耕地面积，严守耕地红线，对新增建设用地采取的控制手段，即对每个年度各地区建设用地面积设置指标限额，通过复垦和拆旧等方式实现建设用地增减平衡。

入2.05亿元。

截至2018年底，公司持有的建设用地指标共计约26190亩。未来，随着德州市各地区的建设发展，对于建设用地的指标仍有稳定的需求，公司将根据德州市政府的建设用地规划向各县（市、区）调剂相关建设用地指标，取得建设用地指标统筹收益。

整体看，考虑到土地整理和土地指标销售业务易受市场环境和土地政策等因素影响，公司土地开发业务未来收入存在一定的不确定性。

（3）供热业务

公司供热业务收入规模持续增长，在市区的市场份额较高，但毛利率持续为负，公司可获得政府的供热补贴。

公司的供热业务主要由三家二级子公司开展，分别为德州市热力发展有限公司（以下简称“热力公司”）、德州市新源热力有限公司（以下简称“新源热力”）和德州市高铁新区热力有限公司（以下简称“高铁新区热力”）负责经营。热力公司成立于1993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。

除公司外，目前德州主要的供热主体还有华鲁恒升热电公司、凯元热电公司和恒源热电公司。

业务模式方面，公司从上游热电厂购买热源，通过自有热力管网将热能输送到换热站。换热站负责调节热网输送的热媒参数（温度、压力、流量），将其变换到用户设备所要求的水平后，再将热能输送到终端用户。截至2019年3月底，公司合同供热面积达2720.2万平方米，占整个德州市区供热面积的66.3%；拥有换热站359座，供热主管网总长度367公里，供热用户约15万户。

上游热源方面，公司热源主要为华能国际电力股份有限公司德州电厂（简称“华能电厂”），具有供应稳定、供热成本低的优势。公司与华能电厂每年签订采购协议，采购价格通常为政府定价，近三年热源价格保持在38元/吉焦。费

用结算方面，每个供热季开始前，公司按本供热季预计热源费用的30%预付采购款；热源费用每月结算一次，按当月供实际热源费用的70%收取；供热季结束后，根据实际供热量和上游电厂做最终结算。2016—2018年，3家供热主体采购量均持续增长，采购总量分别为434.00万吉焦、478.31万吉焦和571.50万吉焦，年均复合增长14.75%，其中热力公司采购量占比均在60%以上。

下游客户方面，公司供热客户以居民客户为主，2016—2018年居民客户供热面积占比分别为78.92%、79.00%和79.29%。公司供热价格由政府制定，近三年对居民客户和非居民客户的供热价格没有变化，分别为22元/平方米和30元/平方米。收费模式方面，对于非居民客户，公司以按月收费为主，也有部分客户于供暖季开始前一次性缴费；对于居民客户，主要在供暖季前一次性收取当季的采暖费。

表5 公司供热价格和供热面积（单位：元/平方米、万平方米）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	价格	面积	价格	面积	价格	面积
居民用户	22	1803.12	22	1949.14	22	2156.77
非居民用户	30	481.51	30	518.26	30	563.43

资料来源：公司提供

2016—2018年以及2019年1—3月，公司实现供热板块收入分别为2.35亿元、2.68亿元、3.28亿元和1.72亿元。公司供热收入持续增长，主要系近年来市区商品房交房面积增加，集中供暖需求增长所致。同期，公司供热业务毛利率持续为负且波动较大，主要系供热管网计提的折旧计入营业成本，以及新铺设供热管道产生的成本支出波动增长所致。2016—2018年，公司收到供热补贴0.05亿元、0.34亿元和0.22亿元，但不足以弥补亏损。供热板块作为公益性业务，虽然毛利率持续为负，但能够为公司带来持续稳定的现金流入。

(4) 供气业务

公司于2018年开始经营供气业务，在水务板块转出后对主营业务收入形成重要补充。

公司于2018年将燃气公司纳入合并范围，开始经营天然气供应业务，经营主体为燃气公司及其子公司德州中燃城市燃气发展有限公司（以下简称“德州中燃”）。目前公司为德州市主城区（德城区、经济开发区、陵城区）范围内唯一的管道燃气运营主体，在德州市主城区范围内累计铺设各类天然气管线1600余公里，燃气管道覆盖率达到92%。截至2018年底，公司累计发展居民用户19226户，商业用户315户，工业用户22家。

气源采购方面，德州中燃与中国石油天然气股份有限公司管道销售分公司（以下简称“中石油管道销售公司”）签订了照付不议供气合同（一年期，每年续签），根据输送管道、用户性质以及输送时段不同，采购价格在1.42元/立方米至1.92元/立方米的价格区间内浮动。德州中燃在为自身客户供气的同时也为燃气公司供气。

销售模式方面，居民用气按照政府公布的指导价格进行销售，工商业用户用气价格在指导价格基础上谈判确定后进行销售。结算模式方面，居民用气根据物价部门定价据实结算，工商业用户根据谈判确定的价格进行收费结算。燃气价格方面，2017年德州市物价局对德州市德城区、经济技术开发区和运河经济开发区三个中心城区（以下简称“城三区”）的居民用气价格由统一收取2.00元/立方米调整为阶梯价格计费，并与2018年再度上调了每个阶梯的天然气的单价。非居民用气方面，由于山东省不断推进非居民用天然气价格市场化改革，德州市物价局于2017年和2018年两次调整了城三区的非居民用天然气价格，仍然沿用了分档定价的模式，整体上调了非居民用气价格。

2018年和2019年1—3月，公司分别实现供气收入1.09亿元和0.95亿元，毛利率分别为9.19%和83.00%。2019年一季度毛利率较高，主

要系一季度为供暖季集中时期，成本和收入能够同比例产生；而在非供暖期，设备维护和更新成本高，毛利率相对较低。2018年，公司收到供气补贴419.50万元。整体看，供气业务盈利水平较高。

(5) 房地产开发业务

公司房地产开发回款较好，但受到相关子公司股权调整的影响，收入稳定性弱；该板块易受到房地产市场波动性影响，未来收益存在一定不确定性。

公司房地产业务来自各家具备房地产开发资质的子公司，其中德州市房屋建设综合开发集团总公司（以下简称“房开集团”）规模最大，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。2018年下半年，公司以房开集团股权入股德州市城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“德州城建”），持有德州城建25.00%的股权，房开集团不再纳入公司合并范围。2017年，德州市国资委将德州市东建置业有限公司（以下简称“东建置业”）60%股权划转至公司，划转完毕后，公司合计持有东建置业100%股权。东建置业注册资本5000万元，具有三级房地产开发资质，已开发项目包括德州东建花园等。此外，2017年公司新设立全资子公司德州市绿景置业有限公司（以下简称“绿景置业”），2018年与山东东海房地产开发集团有限公司合资成立德州东达置业有限公司（以下简称“东达置业”），绿景置业和东达置业均具有房地产开发暂定资质。截至2019年3月底，公司房地产业务经营主体为东建置业、绿景置业和东达置业。

房地产开发业务的会计处理上，公司将房地产项目投入计“存货”科目（截至2019年3月底账面价值14.67亿元），预售或最终销售时计入“预收款项”或“主营业务收入—房产销售收入”；公司对于收到未来存在退款风险的房屋认购款，公司计入“其他应付款”科目，截至2019年3月底账面余额为0。公司2017年实现房地产销售收入5.79亿元，全部来自房开集团

的开发项目。由于房开集团的整体转出，以及东建置业和绿景置业的在建项目尚未达到收入确认条件，2018年公司未确认房地产销售收入。

主要在建项目方面，公司子公司绿景置业与绿城集团开展业务合作，目前正在开发绿城德达·玉园项目，该项目占地89亩，地上建筑面

积15.5万平方米，总投资12.74亿元，已于2018年开始预售。截至2019年3月底，公司房地产项目共计4个，其中在建和拟建项目各2个；绿城德达·玉园和东建·德州花园三期项目收到预售房款1.71亿元。

表6 截至2019年3月底公司在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	所在区域	总投资额	已投资	建设进度	已回款	尚需投资		
						2019年	2020年	2021年
绿城德达·玉园	德城区	12.74	4.42	在建	1.59	3.02	4.38	1.12
东建·德州花园三期	经济开发区	0.60	0.13	在建	0.12	0.15	0.32	--
德达东建·玉园	夏津县	15.35	4.49	拟建	0.00	0.80	2.40	3.00
东城·壹号院	陵城区	22.00	5.42	拟建	0.00	2.00	7.10	4.60
合计	--	50.69	14.34	--	1.71	5.97	14.2	8.72

注：东建置业于2017年划入公司，东建置业运营的东建·德州花园项目2017年之前回款金额（9.23亿元）未能在公司合并报表中体现
资料来源：公司提供

（6）工程施工业务

随着工程施工业务主体股权划转出去，公司未来工程施工板块将存在一定不确定性。

公司工程施工收入主要来自房开集团和子公司泰达市政，此外热力公司和燃气公司均可开展管道施工业务，但整体体量很小。由于房开集团于2018年整体划出，目前公司的工程施工收入主要来自泰达市政。2016—2018年及2019年1—3月，公司工程施工收入分别4.64亿元、1.34亿元、1.14亿元和0.03亿元。2016—2017年，公司工程施工业务确认收入主要来源为公司2014年承接的生金刘社区建设项目，该项目总投资9.90亿元，截至2018年底已经完工，已确认收入并实现回款11.30亿元。由于房开集团不再纳入合并范围，2018年公司的工程施工收入主要来自泰达市政。近三年，公司工程施工毛利率波动较大，主要系不同施工主体、不同项目毛利率存在差异所致。

整体看，泰达市政和燃气、热力公司的业务规模小于房开集团，工程施工对公司主营业务收入的贡献预计将保持在较小水平。

（7）租赁业务

公司将自有部分房产进行出租经营，近年来租赁业务收入较为稳定，毛利率水平较高。

公司将自有部分房产进行出租经营。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等，截至2019年3月底出租率均为100%。2016—2018年，公司租赁业务收入分别为0.96亿元、1.17亿元和0.98亿元，由于德州大剧院划出，2018年公司可出租面积和租金收入有所下降。2019年1—3月，公司为未确认租赁收入。公司租赁业务成本主要系运营维护费用，成本支出较少。近三年该业务毛利率在80%左右，毛利率较高。

表7 截至2019年3月底公司主要租赁资产信息

出租物业名称	所在区域	出租面积（平方米）	出租率（%）	承租人	租赁期限（年）	租赁用途	租金（万元/年）
行政中心综合楼	德州市经济技术开发区	94384	100	德州市市级机关事务管理局	2009-2029	机关办公用楼	6795.60

政务中心综合楼	德州市经济技术开发区	36067	100	德州市市级机关事务管理局	2012-2032	机关办公用楼	2596.80
政务中心审批大厅一楼南门西侧	德州市经济技术开发区	96	100	德州银行	2011-2021	设立营业网点	50.00
政务中心审批大厅一楼东门南侧	德州市经济技术开发区	576	100	中国银行德州分行	2011-2021	设立营业网点	100.00
德州市新湖大街部分沿街商铺	德州市德城区	720	100	商户	2017-2019	商业	64.20
合计	--	131843	--	--	--	--	9606.60

资料来源：公司提供

棚改资金统借统还业务

公司统贷统还资金流程为山东省财金发展有限公司从国开行贷款，公司作为资金中介，将从上级政府单位获取的统贷统还资金下放至县级及以下平台用于棚改项目。未来棚改资金偿还义务由资金使用承担，若区县级平台无力偿还，则由省财政、市财政或县区财政承担偿还义务，公司不承担偿还责任。公司统贷统还债务主要由2014年、2015年全市棚改项目产生，现德州市棚改项目主要由财金公司负责。截至2019年3月底，公司统借统还棚改资金余额52.48亿元。

3. 未来发展

整体看，公司计划在原有基础设施建设、土地整理开发业务、供热业务基础上，扩充供气业务、开辟养老大健康板块和幼儿教育板块业务，在保障适度投资规模的前提下，实现公司业务多元化发展。

短期来看，公司基础设施建设业务整体处于收尾阶段，但存量项目待确认收入规模较大，且未来回款通过政府置换债券予以保障。公司土地开发运营模式有所调整，未来收入存在一定的不确定性。公司房地产易受到房地产市场波动性影响，未来收益存在一定不确定性。

长期来看，根据政府重组安排，公司计划在原业务基础上，延伸基础设施建设产业链，逐步向施工和运营业务拓展；以市政热力、燃气业务为基础，以服务市区整体热力、燃气供应服务为业务主体和工作重心；同时，公司将通过新划入的子公司，以环卫、园林、绿化为业务主体，在此基础上，积极进行业务拓展和

运营模式创新，拓展业务增长点，提高运营效率。

此外，公司还将开辟养老大健康板块和幼儿教育板块业务，目前，公司计划开展的养老项目有两个，其中养老示范城项目计划投资7.20亿元，截至2019年7月底已投资0.87亿元，建成后由项目公司德州德达颐养健康管理服务有限公司采用自持模式运营。未来收入实现方面，项目公司将收取养老床位收入、康复中心运营收入和停车位收费收入等。另一个养老项目为德达颐养康复中心，计划总投资3.80亿元，截至2019年3月底仍处于拟建状态。公司幼儿教育板块业务由公司与法政国际教育投资有限公司合作运营，以公司自有房地产项目及部分本地其他房地产项目为依托，通过租赁小区商用物业方式，建设中高端品质的幼儿园。根据双方签署的战略合作协议，公司持股49%，法政国际教育投资有限公司持股51%。截至2019年3月底，该板块尚无在建项目。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016—2018年度合并财务报表经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2019年一季报未经审计。

近年来，公司合并范围有一定变化。2017年，公司注销子公司1家，新划入子公司1家，新设立子公司3家；2018年，公司共划出10家子公司（包括德州市供水总公司及3家下属子公司、德州市房屋建设综合开发集团总公司及5家下

属子公司)，同时有20家子公司纳入合并范围，其中14家来自股权划转，1家来自对外收购，5家来自投资设立。截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共31家。2019年1—3月，公司范围未发生变化。由于2018年公司合并范围变更涉及到公司主营业务的部分经营主体，对公司财务可比性有一定影响。

2. 资产质量

随着工程回购业务的开展，公司资产规模

呈下降趋势，资产结构以流动资产为主，其中存货占比较高，部分其他应收款调整至长期应收款结算，整体资产质量尚可。

2016—2018年，公司资产总额持续下降，年均复合下降5.79%。截至2018年底，公司资产总额430.65亿元，较上年底下降2.17%，主要系货币资金因支付往来款而大幅减少，以及存货随着工程回购业务的开展而持续下降所致。2018年底，公司流动资产占总资产比重下降至58.10%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.37	3.79	19.91	4.52	7.13	1.66	13.93	3.18
预付款项	2.45	0.50	15.85	3.60	8.21	1.91	6.62	1.51
其他应收款	51.66	10.65	6.64	1.51	23.80	5.53	23.05	5.26
存货	252.00	51.93	216.22	49.12	207.61	48.21	210.28	47.99
流动资产	328.46	67.69	262.52	59.64	250.20	58.10	257.71	58.82
可供出售金融资产	17.75	3.66	4.28	0.97	5.59	1.30	5.59	1.28
长期应收款	--	--	44.76	10.17	44.00	10.22	44.00	10.04
长期股权投资	19.71	4.06	21.01	4.77	30.63	7.11	30.63	6.99
固定资产	13.45	2.77	11.18	2.54	11.29	2.62	11.04	2.52
在建工程	81.78	16.85	83.03	18.86	75.36	17.50	75.68	17.27
无形资产	14.24	2.93	3.71	0.84	3.53	0.82	3.54	0.81
非流动资产	156.77	32.31	177.67	40.36	180.45	41.90	180.46	41.18
资产合计	485.22	100.00	440.19	100.00	430.65	100.00	438.17	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季度整理

2016—2018年，公司流动资产持续下降，年均复合下降12.70%。截至2018年底，公司流动资产250.20亿元，较上年底下降4.70%，主要系其货币资金、预付款项和存货下降所致。

截至2018年底，公司货币资金为7.13亿元，较上年底减少12.78亿元。公司其他货币资金为512.00万元，为受限资金，包括应付票据保证金212万元和定期存款300.00万元。

2016—2018年，公司应收账款规模波动下降。截至2017年底，公司应收账款为0.33亿元，较上年底下降85.69%，主要是市机关事务管理局归还所欠租金所致。截至2018年底，公司应

收账款1.96亿元，较上年底增长1.63亿元，主要系对德州市机关事务管理局的应收款增长所致。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄在1年以内占比为68.51%，1至2年占比为19.55%，2年以上的占比为11.94%；公司累计计提坏账准备0.16亿元。从集中度看，应收账款前5名金额占比为53.36%，欠款方主要为政府机构，集中度一般。

2016—2018年，公司其他应收款呈波动下降趋势，年均复合下降32.12%。截至2017年底，公司其他应收款账面价值为6.64亿元，较上年底下降87.14%，主要系向各区县提供的棚改项

目建设资金，本年度核算时对会计科目重分类，将部分其他应收款转入长期应收款所致。截至2018年底，公司其他应收款23.80亿元，较上年底增加17.16亿元，主要系对山东金鲁班集团有限公司的借款大幅增长所致。公司其他应收款主要包括往来款（占85.61%）、保证金（占14.34%）和其他（占0.05%）。公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款合计18.35亿元，账龄分布集中在1年以内（占34.72%）和5年以上（占31.80%），公司累计计提坏账准备9.53亿元。从欠款单位来看，前五名欠款方合计占比52.44%，集中度一般，具体欠款单位如下表。

表9 2018年底公司其他应收款前五名
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	坏账准备	占比
山东金鲁班集团有限公司	9.55	--	28.65
德州皇明集团	3.78	1.06	11.35
山东德棉集团	2.02	0.85	6.07
德州太阳湖建设投资公司	1.13	0.23	3.37
德州晶华集团振华有限公司	1.00	0.40	3.00
合计	17.48	2.53	52.44

资料来源：根据公司审计报告整理

2016—2018年，公司预付款项波动增长，年均复合增长83.14%，主要为预付代建项目工程款。截至2018年底，公司预付款项为8.21亿元，较上年底下降48.19%，主要系对沙王社区和东南部社区建设工程的预付工程款集中结算所致。

2016—2018年，公司存货规模持续下降。截至2018年底，公司存货207.61亿元，较上年底下降3.98%，主要系部分项目由于政府回购结转收入所致。存货主要由土地（占77.85%）、库存商品（占9.95%）和开发成本（占12.02%）构成。其中土地系公司通过政府资产注入、招拍挂方式或从二级市场购入方式取得；库存商品主要系未结转的代建项目；开发成本主要系公司自营房地产开发成本。截至2018年底，公司存货中土地资产账面价值161.63亿元，其中划

拨土地资产合计41.37亿元，主要为政府划拨的3宗商住用地；出让地账面价值合计120.03亿元，其中已缴纳土地出让金的部分合计64.33亿元（总面积325.81万平方米，以商住用地为主），未缴纳土地出让金的部分合计55.93亿元（总面积456.07万平方米，以商住用地为主）。

2016—2018年，公司其他流动资产规模波动较大，2016—2017年分别为1.66亿元和3.56亿元，主要由理财产品和待抵扣增值税进项税构成；2018年底为1.48亿元，主要为待抵扣增值税进项税1.39亿元。

2016—2018年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长7.29%。截至2018年底，公司非流动资产为180.45亿元，较上年底增长1.57%。

2017年，公司新增长期应收款，主要系公司将棚改转贷款由其他应收款重分类至长期应收款所致。截至2018年底，公司长期应收款为44.00亿元，其中向各区县提供的棚改项目建设资金44.39亿元，应收国开基金款项4.50亿元，公司累计计提坏账准备4.89亿元。

2016—2018年，公司可供出售金融资产波动下降，年均复合下降43.87%。截至2017年底，公司可供出售金融资产为4.28亿元，较上年底下降75.89%，主要系根据德州市国资委安排将公司持有的京沪高铁站房和山东铁路建设投资有限公司股权划出所致。截至2018年底，公司可供出售金融资产5.59亿元，较上年底增长30.67%，主要系增加对北京中海双创二期基金投资中心（有限合伙）和德州银行的股权投资所致。

2016—2018年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长24.66%。截至2018年底，公司长期股权投资为30.63亿元，较上年底增长45.80%，主要系新增对德州市城市建设投资发展有限公司（以下简称“德州城投”）、德州市交通运输投资发展集团有限公司和德州金昊天然气开发利用有限责任公司的股权投资所致。2016—2018年，公司确认投资收益分别为0.93亿元、1.30亿元和0.81亿元，投资收益主要来自

山东金鲁班集团有限公司。

2016—2018年，公司投资性房地产规模保持相对稳定，全部为房屋及建筑物，截至2018年底账面价值为6.39亿元，累计计提折旧1.67亿元。

2016—2018年，公司固定资产波动中有所下降，截至2018年底账面价值11.29亿元，较上年底增长1.01%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占63.61%）和机器设备（占33.34%）构成。截至2018年底，公司固定资产累计折旧7.64亿元。

2016—2018年，公司在建工程波动中有所下降，截至2018年底为75.36亿元，较上年底下降9.24%，主要系德州大剧院项目整体划出所致。公司在建工程主要为市政工程（占98.41%），供暖工程、工期工程和在建办公楼规模较小。市政工程包括高铁新区基础设施建设项目、危房改造项目和廉租住房等项目等。

2016—2018年，公司无形资产快速下降，年均复合下降50.20%。截至2017年底，公司无形资产为3.71亿元，较上年底下降73.95%，主要是2017年市国资办将公司所持有的丁东水库无偿划转至财金公司所致。截至2018年底，公司无形资产3.53亿元，较上年底变化不大，主要由土地使用权（占99.59%）构成，累计摊

销0.47亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额438.17亿元，较上年底下降1.75%，规模和结构较上年底无明显变化。公司资产中流动资产257.71亿元，占资产总额的58.82%，其中货币资金大幅增长95.48%至13.93亿元，主要系收到的往来款规模较大所致；非流动资产180.46亿元，规模较上年底基本持平，各资产科目均无明显变化。

截至2019年3月底，公司使用权受限的资产合计7.38亿元，占同期资产总额的1.68%，受限比例低。其中，用于借款抵押的土地使用权和机器设备分别为6.45亿元和0.93亿元。

3. 资本结构

公司所有者权益主要由资本公积构成，由于德州市政府将公司持有股权和资产划出，公司权益规模波动中有所下降，所有者权益稳定性一般。

2016—2018年，公司所有者权益波动中有所下降，年均复合下降4.45%。截至2018年底，公司所有者权益201.24亿元，较上年底增长3.82%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。公司所有者权益中资本公积占比较高，所有者权益稳定性一般。

表 10 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	20.50	9.30	20.50	10.57	20.50	10.19	20.50	10.22
资本公积	161.21	73.15	132.52	68.37	135.81	67.49	135.76	67.71
盈余公积	4.09	1.85	4.30	2.22	4.69	2.33	4.69	2.34
未分配利润	29.57	13.42	33.05	17.05	35.38	17.58	34.71	17.31
所有者权益	220.40	100.00	193.84	100.00	201.24	100.00	200.51	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季度整理

2016—2018年，公司实收资本保持相对稳定。截至2017年底，公司实收资本为20.50亿元，较上年底加3万元，主要系2017年12月25日公司收到股东德州市国有资产监督管理委员会投资款3万元所致。截至2018年底，公司实收资本较上年底无变化。

2016—2018年，公司资本公积波动中有所下降，年均复合下降8.22%。截至2017年底，公司资本公积为132.52亿元，较上年底下降17.80%，主要系根据德国国资企（2016）23号，德州市国有资产监督管理委员会将德达公司持有的山东铁路建设投资有限公司2.97%股权、

京沪高速铁路股份有限公司 0.1%的股权、丁东水库资产、德州动植物园资产无偿划至财金公司持有，导致资本公积减少 28.69 亿元。截至 2018 年底，公司资本公积 135.81 亿元，较上年底增长 2.48%。2018 年，根据德州市人民政府德政字〔2018〕31 号文件要求调整市属经营性国有资产，调整后公司资本公积累计增加 10.01 亿元；根据德州市政府要求无偿划转德州大剧院资产至德州城投，减少资本公积 6.72 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 200.51 亿元，较上年底下降 0.36%，规模和结

构较上年底基本保持稳定。

近年来，随着公司偿还借款和提前兑付存量债券，负债规模持续下降；负债结构以流动负债为主。考虑到公司负债主要由政府债务置换款和棚改项目统贷统还款构成，公司实际债务负担较轻。

2016—2018 年，公司负债总额持续下降，年均复合下降 6.93%。截至 2018 年底，公司负债总额 229.41 亿元，较上年底下降 6.88%；其中流动负债占 67.92%。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.30	1.62	5.07	2.06	7.07	3.08	7.07	2.98
应付账款	3.55	1.34	3.53	1.43	2.75	1.20	2.00	0.84
预收款项	2.65	1.00	5.09	2.07	3.58	1.56	4.27	1.80
其他应付款	130.71	49.36	148.65	60.34	129.96	56.65	130.60	54.95
一年内到期的非流动负债	4.10	1.55	3.08	1.25	9.21	4.02	--	--
流动负债	145.50	54.94	166.09	67.42	155.82	67.92	146.73	61.74
长期借款	80.49	30.39	70.68	28.69	66.09	28.81	81.22	34.18
应付债券	31.48	11.89	--	--	--	--	--	--
专项应付款	3.02	1.14	4.43	1.80	1.91	0.83	3.95	1.66
递延收益	4.14	1.56	4.94	2.00	5.36	2.34	5.52	2.32
非流动负债	119.33	45.06	80.25	32.58	73.59	32.08	90.93	38.26
负债合计	264.83	100.00	246.35	100.00	229.41	100.00	237.66	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2019 年一季报整理

2016—2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 3.49%。截至 2018 年底，公司流动负债 155.82 亿元，较上年底下降 6.19%，主要系其他应付款大幅下降所致。

2016—2018 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 28.20%。截至 2018 年底，公司短期借款 7.07 亿元，较上年底增长 39.43%，其中抵押借款 2.57 亿元，保证借款 4.50 亿元。

2016—2018 年，公司应付账款持续下降，年均复合下降 11.95%。截至 2018 年底，公司应付账款 2.75 亿元，较上年底下降 22.05%，主要为应付工程款，账龄在 1 年以内的占 74.18%。

2016—2018 年，公司预收款项波动增长，分别为 2.65 亿元、5.09 亿元和 3.58 亿元。截至 2018 年底，公司预收款项中预收绿城德达玉园

项目和东建置业公司楼盘项目的房款合计 1.36 亿元，其余主要为预收采暖费和工程款，

2016—2018 年，公司其他应付款波动中有所下降，主要为收到的政府债务置换款，用以冲抵政府代建项目回款。截至 2018 年底，公司其他应付款 129.96 亿元，较上年底下降 12.57%，主要系结转部分债券置换资金所致。其中，应付德州市财政局的款项合计为 120.44 亿元，土地整治挖潜指标押金 1.35 亿元，二者合计占 2018 年底其他应收款的 96.24%，其余主要为往来款。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 9.21 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

2016—2018 年，公司非流动负债快速下降，

年均复合下降 21.47%，主要系 2017 年公司发行的债券到期及提前兑付导致应付债券大幅下降所致。

2016—2018 年，公司长期借款持续下降，截至 2018 年底为 66.09 亿元，其中统借统还的棚改贷款 50.86 亿元，抵押借款 3.13 亿元，保证借款 12.11 亿元。

2016—2018 年，公司应付债券快速下降，自 2017 年“10 德州城投债”到期兑付、“12 德州城投债”和“14 德州城投债/PR 德城投”提前兑付后，2017—2018 年公司应付债券余额均为 0。

2016—2018 年，公司专项应付款波动下降，截至 2018 年底，公司专项应付款为 1.91 亿元，较上年底减少 2.53 亿元，主要系结转政府拨付的四水厂扩建费 2.86 亿元所致。

2016—2018 年，公司递延收益持续增长，年均复合增长 13.73%。截至 2018 年底，公司递延收益为 5.36 亿元，较上年底增长 8.47%。公司递延收益全部为因供热配套形成的开口费。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 237.66 亿元，较上年底增长 3.60%，主要系长期借款和专项应付款增长所致；其中流动负债占 61.74%，占比较上年底有所下降，主要系公司偿还到期借款后一年内到期的非流动负债大幅减少所致。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务波动中有所下降，分别为 120.42 亿元、78.88 亿元和 82.42 亿元，其中长期债务分别占比 92.98%、89.60% 和 80.19%。近三年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动下降，长期债务资本化比率持续下降，截至 2018 年底，上述指标分别为 53.27%、29.06% 和 24.72%。2019 年 3 月底，公司全部债务 88.30 亿元，较上年底增长 7.13%，其中长期债务占比 91.99%。公司资产负债率较 2018 年底略有上升，为 54.24%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较 2018 年底有所上升，分别为 30.57% 和 28.83%。考虑到长期债务中包含统借统还的棚改贷款

50.86 亿元，其本息的偿还已纳入地方财政预算，因此公司实际债务负担低于上述测算值。公司整体债务负担较轻。

从集中偿债压力来看，公司 2019-2021 年到期债务规模（不含棚改贷款）分别为 13.13 亿元、14.64 亿元和 5.00 亿元，公司未来 3 年集中偿债压力尚可。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入波动下降，费用控制能力尚可，利润总额对政府补贴的依赖程度大，整体盈利能力尚可。

2016—2018 年，公司营业收入波动下降，年均复合下降 8.71%。2018 年，公司实现营业收入 37.13 亿元，同比下降 25.74%，主要系 2018 年基础设施建设业务收入下降所致。2016—2018 年，公司营业成本波动下降，年均复合下降 2.15%。同期，公司营业利润率持续下降，分别为 19.63%、9.82% 和 7.67%。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司期间费用波动下降，以财务费用为主。2018 年，公司期间费用 2.90 亿元，同比下降 50.68%，主要系财务费用大幅下降所致。2018 年，公司销售费用为 0.28 亿元，较上年增长 80.24%，主要系房地产业务广告宣传费增长所致；管理费用为 1.04 亿元，较上年下降 20.18%，主要系职工薪酬下降所致；财务费用 1.58 亿元，较上年下降 64.45%，主要系债务置换后利息支出减少所致。近三年期间费用率分别为 7.91%、11.78% 和 7.82%，公司费用控制能力尚可。

非经营性损益方面，2016—2018 年，公司资产减值损失波动下降，分别为 2.43 亿元、0.23 亿元和 1.49 亿元，主要为当年计提的坏账损失。2016—2018 年，公司投资收益波动中有所下降，分别为 0.93 亿元、1.33 亿元和 0.87 亿元，主要来源于长期股权投资。2017—2018 年，公司获得其他收益 0.48 亿元和 0.26 亿元，主要为供暖、供气 and 供水补贴。2016—2018 年，公司营业外收入分别为 0.10 亿元、3.78 亿元和 4.48 亿元，其中

政府补助分别为0.10亿元、3.75亿元和4.41亿元。

2016—2018年，公司利润总额分别为3.82亿元、4.22亿元和4.05亿元，政府补助占利润总额比重为2.61%、100.05%和115.44%，利润总额对政府补贴的依赖程度大。

2016—2018年，公司总资本收益率分别为1.76%、3.04%和1.60%；同期净资产收益率分别为1.89%、1.91%和1.44%。整体看，公司盈利能力尚可。

2019年1—3月，公司实现营业收入2.99亿元，相当于2018年全年的8.05%；营业利润率6.76%，较上年有所下降；公司实现利润总额-0.65亿元。

5. 现金流分析

近年来，公司经营性净现金流波动较大，实际收入实现质量较好；随着在建项目的逐步完工，公司投资活动产生的现金流量净额有所下降；受融资规模下降影响，筹资活动现金净流出规模扩大。

2016—2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为17.02亿元、20.35亿元和12.61亿元；同期，公司现金收入比分别为38.19%、40.70%和33.95%。考虑到部分回款用政府置换债券形成的其他应付款冲抵，公司实际收入实现质量较好。收到其他与经营活动有关的现金主要为收到的政府补助和往来款。同期，公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，分别为16.50亿元、10.59亿元和18.08亿元。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.09亿元、10.27亿元和2.37亿元。

2016—2018年，公司投资活动现金流入分别为0.05亿元、1.47亿元和16.41亿元，其中2018年取得投资收益收到的现金15.67亿元，主要系购买理财收回的现金。同期，公司投资活动现金流出分别为10.30亿元、4.43亿元和19.76亿元，其中2018年公司投资支付的现金16.08亿元，主要为购买理财产品支付的现金。同期，投资活

动产生的现金流量净额分别为-10.25亿元、-2.96亿元和-3.36亿元。

2016—2018年，筹资活动现金流入波动下降，分别为48.24亿元、94.06亿元和13.23亿元。2017年筹资活动现金流入同比大幅增长94.98%，主要系2017年公司将收到置换政府债务资金计入收到其他与筹资活动有关的现金所致。2016—2018年，公司筹资活动现金流出波动下降，分别为35.14亿元、99.85亿元和25.04亿元。2017年，筹资活动现金流出99.85亿元，同比增长184.11%，主要系归还银行借款和提前兑付两期企业债券所致。公司支付其他与筹资活动有关的现金规模较大，主要为往来款。2016—2018年，公司筹资活动现金净额分别为13.10亿元、-5.79亿元和-11.82亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流净额1.47亿元，现金收入比为116.23%，较2018年大幅上升；投资活动现金流净额为-0.71亿元；筹资活动现金流净额为6.09亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，现金类资产对短期债务的覆盖程度下降；公司长期偿债能力较好；考虑到公司股东实力强，间接融资渠道畅通，整体偿债风险小。

2016—2018年，公司流动比率分别为225.74%、158.06%和160.57%；速动比率分别为52.55%、27.88%和27.33%；经营现金流动负债比分别为-0.06%、6.18%和1.52%。截至2019年3月底，流动比率和速动比率较2018年底分别上升至175.63%和32.32%，但流动资产对流动负债的保障能力仍较弱。2016—2018年，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别为2.17倍、2.43倍和0.44倍；截至2019年3月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数上升至1.97倍。总体看，公司短期偿债能力一般。

2016—2018年，公司EBITDA有所波动，分别为7.31亿元、10.89亿元和7.11亿元；EBITDA利息倍数分别为1.39倍、2.38倍和4.33倍，全部债务/EBITDA分别为16.48倍、7.24倍和11.59倍。

EBITDA对利息覆盖程度较好,对全部债务的覆盖程度较弱,公司长期偿债能力较好。考虑到公司持续获得股权划转和财政补助等方面的外部支持,以及棚改贷款实际不由公司负责偿还,公司整体偿债风险很低。

截至2019年3月底,公司共获得银行授信额度68.61亿元,未使用额度23.20亿元,公司间接融资渠道较为畅通。

截至2019年3月底,公司对外担保余额为6.74亿元,担保比率为3.35%。被担保企业包括山东省德州生建机械有限责任公司(实际担保金额0.99亿元)、山东金鲁班集团有限公司(实际担保金额4.20亿元)、德州华创置业有限责任公司(实际担保金额1.30亿元)和德州交通集团有限公司(实际担保金额0.25亿元),被担保企业均为国有企业。目前,被担保企业均正常经营。截至2019年3月底,公司无重大未决诉讼。总体看,公司或有负债风险较低。

7. 母公司分析

母公司作为基础设施建设和土地开发业务的主要实体,母公司资产总额、有息债务和营业收入占合并口径的比重均较高,整体债务负担较轻。

截至2018年底,母公司资产总额384.66亿元,同比下降2.20%,主要系其货币资金和存货减少所致。其中,流动资产占比30.20%、非流动资产占比69.80%。

截至2018年底,母公司所有者权益198.87亿元,同比增长4.43%,主要系资本公积和未分配利润增长所致。截至2018年底,母公司负债总额185.79亿元,同比减少8.43%,其中短期借款同比大幅增长、应付账款和其他应付款同比大幅下降。

2018年,母公司营业收入30.69亿元,主要为基础设施建设和土地开发收入,同比下降18.35%;利润总额4.88亿元,同比增长99.22%,主要系财务费用大幅下降所致。

2018年,母公司经营活动现金流量净额

6.94亿元,投资活动现金流量净额-6.68亿元,筹资活动现金流量净额-12.71亿元。

截至2018年底,母公司资产负债率为48.30%,全部债务资本化比率为28.05%,长期债务资本化比率为24.37%,整体看,母公司债务负担较轻。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模为7.00亿元,相当于2018年底公司长期债务的10.59%,相当于全部债务的8.49%,对公司现有债务总额影响较小。若不考虑长期借款和一年内到期的非流动负债中的棚改贷款,本期中期票据发行规模相当于调整后全部债务的25.22%,对调整后利息债务规模的影响较大。

截至2018年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为53.27%、29.06%和24.72%;以公司2018年底报表财务数据为基础,不考虑其他因素,预计本期中期票据发行后,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至54.02%、30.76%和26.64%,公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还金融机构借款,公司实际债务负担指标或将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年,公司EBITDA分别为7.31亿元、10.89亿元和7.11亿元,为本期中期票据发行规模的1.04倍、1.56倍和1.02倍,保障能力尚可。同期,公司经营活动现金流入量分别为22.98亿元、23.86亿元和22.85亿元,分别为本期中期票据发行规模的3.28倍、3.41倍和3.26倍,保障能力较好。2017—2018年,公司经营活动的现金流量净额分别为10.27亿元和2.37亿元,分别为本期中期票据发规模的1.47倍和0.34倍。

集中偿债压力方面,截至目前公司无存续

债券，集中偿债压力一般。

考虑到公司持续获得有力的外部支持，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

十、结论

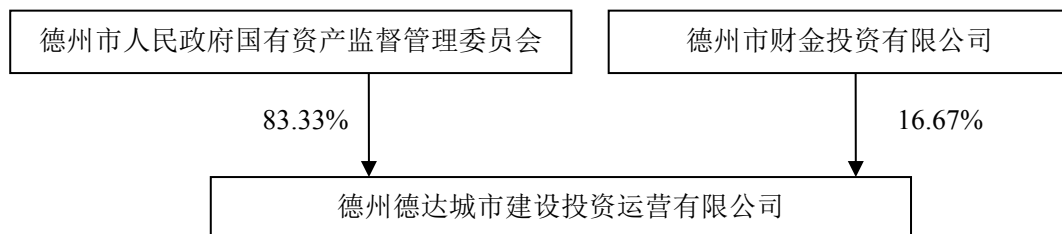
公司作为德州市市政基础设施投资建设重要主体，主要从事市政基础设施建设、土地开发等工作。近年来，德州市区域经济和财政实力不断增强，为公司创造较好的外部环境。公司在股权划转、政府补贴和债务置换等方面持续获得政府的有力支持。公司负债主要由收到政府债券置换款项形成的其他应付款和承接棚改贷款形成的长期借款构成，公司无需承担实际偿还义务，实际债务负担较轻。

公司基础设施建设项目大部分已完工，在建、拟建项目较少；土地整理运营模式有所调整，房地产和工程施工业务受股权划转影响较大。整体看，公司业务结构尚不稳定，部分业务可持续性有待观察。公司资产以流动资产为主，其中存货占比较高，对资金形成一定占用，整体资产质量尚可。公司利润总额对政府补贴依赖程度大，整体盈利能力尚可。随着公司代建项目的陆续回购及房地产等经营性项目持续开展，未来公司整体收入有望保持一定规模，但受到政府债务置换资金冲抵的影响，基础设施建设业务可产生的现金流入较为有限。考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体信用风险很低。

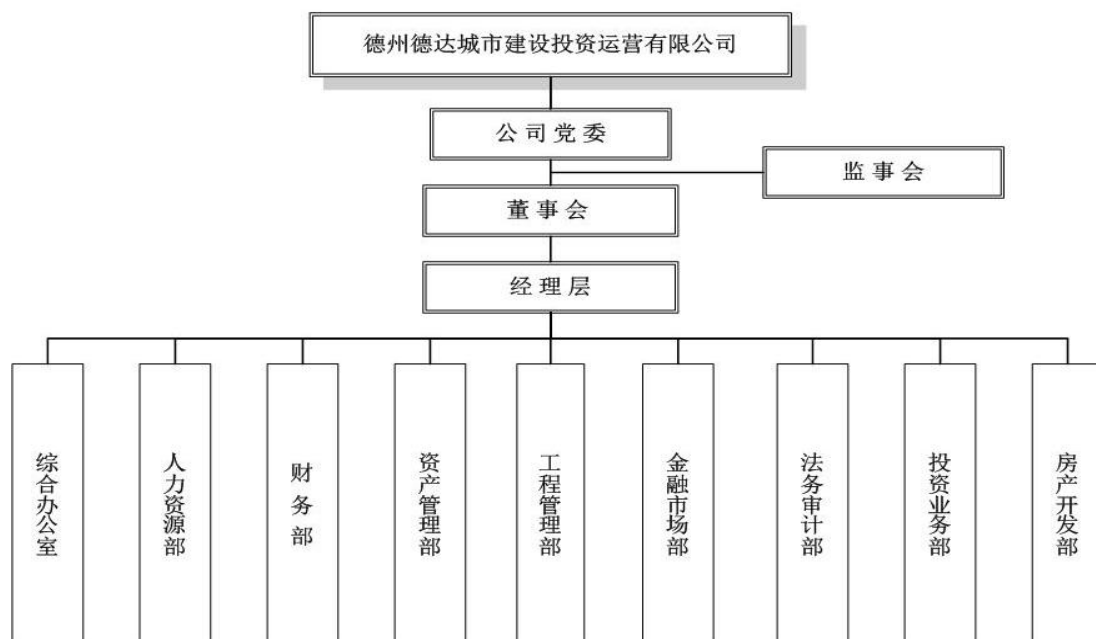
本期中期票据的发行对公司调整后付息债务规模和结构的影响较大，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较好。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司主要子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例(%)		取得方式
		直接	间接	
德州德达资产管理有限公司	基础设施建设	100%	--	投资设立
德州德发资产管理有限公司	房地产业	100%	--	投资设立
德州通途市政工程有限公司	土木工程建筑	100%	--	投资设立
德州市东建置业有限公司	房地产业	100%	--	股权划转
德州鸿丰检验检测有限公司	专业技术服务	100%	--	投资设立
德州市绿景置业有限公司	房地产业	100%	--	投资设立
德州德达颐养健康管理有限公司	社会服务	100%	--	投资设立
德州凯兴工贸有限公司	专用设备制造	100%	--	股权划转
德州市广川宾馆	住宿、餐饮	100%	--	股权划转
德州市能源发展有限公司	商务服务	100%	--	投资设立
德州市新源热力有限公司	供热服务	100%	--	投资设立
德州市高铁新区热力有限公司	供热服务	100%	--	投资设立
德州市燃气总公司	燃气销售	100%	--	股权划转
德州昊燃市政工程有限公司	供气工程施工	100%	--	股权划转
德州市热力公司	供热服务	100%	--	股权划转
德州市海特热电工程有限公司	供热服务	100%	--	投资设立
衡水宏宇保温材料有限公司	供热服务	100%	--	投资设立
德州中燃城市燃气发展有限公司	燃气销售	50%	--	股权划转
德州金跃燃气工程安装有限公司	供气工程施工	100%	--	投资设立
德州中燃液化气有限公司	燃气销售	100%	--	投资设立
德州金威燃气有限公司	燃气销售	75%	--	投资设立
德州市蓝天燃气工程有限公司	燃气销售	70%	--	投资设立
德州财汇股权投资基金（有限合伙）	供气工程施工	99%	--	投资设立
德州新农村建设发展有限公司	农田水利基础设施建设	96%	--	投资设立
德州国新财汇基金管理有限公司	基金投资	54%	--	股权收购
德州东达置业有限公司	房地产开发	51%	--	投资设立
德州中鲁土石方工程有限公司	土木工程建筑	100%	--	股权划转
德州市泰达市政公用工程有限公司	土木工程建筑	100%	--	股权划转
德州市金盾保安服务有限责任公司	安保服务	100%	--	股权划转
德州市绿景园林建设有限公司	土木工程建筑	100%	--	股权划转
德州竭诚环卫工程有限公司	环卫服务	100%	--	股权划转

资料来源：公司审计报告

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.37	19.91	7.14	13.94
资产总额(亿元)	485.22	440.19	430.65	438.17
所有者权益(亿元)	220.40	193.84	201.24	200.51
短期债务(亿元)	8.45	8.20	16.33	7.07
调整后短期债务 (亿元)	8.45	6.25	12.51	5.45
长期债务(亿元)	111.97	70.68	66.09	81.22
调整后长期债务(亿元)	50.12	18.75	15.24	30.37
全部债务(亿元)	120.42	78.88	82.42	88.30
调整后全部债务(亿元)	58.57	25.00	27.75	35.81
营业收入(亿元)	44.56	50.00	37.13	2.99
利润总额(亿元)	3.82	4.22	4.05	-0.65
EBITDA(亿元)	7.31	10.89	7.11	--
经营性净现金流(亿元)	-0.08	10.27	2.37	1.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.63	37.53	32.18	--
存货周转次数(次)	0.15	0.19	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.11	0.09	--
现金收入比(%)	38.19	40.70	33.95	116.23
营业利润率(%)	19.63	9.82	7.67	6.76
总资本收益率(%)	1.76	3.04	1.60	--
净资产收益率(%)	1.89	1.91	1.44	--
长期债务资本化比率(%)	33.69	26.72	24.72	28.83
调整后长期债务资本化比率(%)	18.53	8.82	7.04	13.15
全部债务资本化比率(%)	35.33	28.92	29.06	30.57
调整后全部债务资本化比率(%)	21.00	11.42	12.12	15.15
资产负债率(%)	54.58	55.96	53.27	54.24
流动比率(%)	225.74	158.06	160.57	175.63
速动比率(%)	52.55	27.88	27.33	32.32
经营现金流动负债比(%)	-0.06	6.18	1.52	--
现金短期债务比(倍)	2.17	2.43	0.44	1.97
全部债务/EBITDA(倍)	16.48	7.24	11.59	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	8.01	2.29	3.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.95	2.38	4.33	--

注：调整后短期债务=短期债务-一年内到期的非流动负债中的棚改贷款；调整后长期债务=长期债务-长期借款中的棚改贷款；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务；2019 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.91	14.21	1.76	8.84
资产总额(亿元)	428.63	393.33	384.66	391.48
所有者权益(亿元)	216.45	190.43	198.87	198.34
短期债务(亿元)	5.46	2.40	13.45	4.40
长期债务(亿元)	105.32	70.98	64.09	79.06
全部债务(亿元)	110.79	73.38	77.54	83.46
营业收入(亿元)	35.88	37.58	30.69	0.05
利润总额(亿元)	4.67	2.45	4.88	-0.48
EBITDA(亿元)	5.99	6.60	6.22	--
经营性净现金流(亿元)	-0.07	7.27	6.94	2.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	38.20	40.02	64.47	--
存货周转次数(次)	0.44	0.31	0.31	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.09	0.08	--
现金收入比(%)	22.23	12.99	16.03	28.44
营业利润率(%)	21.04	5.83	8.80	-42.25
总资本收益率(%)	1.55	0.81	1.40	--
净资产收益率(%)	2.35	1.12	1.94	--
长期债务资本化比率(%)	32.73	27.15	24.37	28.50
全部债务资本化比率(%)	33.85	27.82	28.05	29.62
资产负债率(%)	49.50	51.58	48.30	49.34
流动比率(%)	179.96	102.62	95.46	107.55
速动比率(%)	58.70	27.20	30.13	37.37
经营现金流动负债比(%)	-0.07	5.51	5.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.50	11.12	12.46	--

注：2019 年 1—3 月财务数据未经审计；母公司 EBITDA=母公司利润总额+母公司财务费用

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

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 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

德州德达城市建设投资运营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

德州德达城市建设投资运营有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对德州德达城市建设投资运营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，德州德达城市建设投资运营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注德州德达城市建设投资运营有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现德州德达城市建设投资运营有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对德州德达城市建设投资运营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如德州德达城市建设投资运营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对德州德达城市建设投资运营有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与德州德达城市建设投资运营有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。