信用等级公告

联合〔2020〕1933 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主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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^+，维持“20 德达城建 MTN001”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

二〇二〇年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

德州德达城市建设投资运营有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
德州德达城市建设投资运营有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20德达城建MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20德达城建MTN001	7.00亿元	7.00亿元	2025/03/26

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020年6月28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评级模型	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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

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：

跟踪期内，德州德达城市建设投资运营有限公司（以下简称“公司”）仍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，公司在资本注入、股权划转和政府补贴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、盈利能力较弱、部分业务可持续性有待观察等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“20德达城建MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部环境良好。**2019年，德州市实现地区生产总值3022.27亿元，按可比价格计算较上年增长6.1%；基础设施投资比上年增长16.2%，公司外部经营环境良好。
2. **公司区域专营优势突出；外部支持力度大。**公司是德州市基础设施投资建设的重要主体，业务范围拓展至德州市大部分区域，在负责区域内专营性优势突出；公司在资本注入、股权划转和政府补贴等方面获得政府的有力支持。
3. **实际债务负担较轻。**公司负债主要为因基建项目回购收到政府债务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，公司无需承担实际偿还义务，实际债务负担较轻。

关注

1. **业务持续性有待观察。**跟踪期内，受2018年底股权划转的影响，公司业务板块调整幅度较大，营业收入波动较大，部分业务的可持续性有待观察。
2. **盈利能力较弱。**跟踪期内，公司总资本收益率为1.63%，较上年保持相对稳定；同期净资产收益率为1.47%，较上年有所下降。整体看，公司盈利能力较弱。

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

3. **存货对资金形成较大占用。**跟踪期内，公司存货规模仍然较大，2019 年，存货占资产比重为 51.01%，较上年有所增长，对资金形成较大占用，资产流动性较弱。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.91	7.14	12.41	17.29
资产总额(亿元)	440.19	430.65	423.55	422.58
所有者权益(亿元)	193.84	201.24	211.93	211.37
短期债务(亿元)	8.20	16.33	23.96	25.40
长期债务(亿元)	70.68	66.09	64.88	68.94
全部债务(亿元)	78.88	82.42	88.83	94.34
营业收入(亿元)	50.00	37.13	43.58	9.56
利润总额(亿元)	4.22	4.05	3.94	-0.85
EBITDA(亿元)	10.89	7.11	7.70	--
经营性净现金流(亿元)	10.27	2.37	6.27	0.01
营业利润率(%)	9.82	7.67	11.77	2.27
净资产收益率(%)	1.91	1.44	1.47	--
资产负债率(%)	55.96	53.27	49.96	49.98
全部债务资本化比率	28.92	29.06	29.54	30.86
流动比率(%)	158.06	160.57	186.70	197.90
经营现金流动负债比	6.18	1.52	4.49	--
现金短期债务比(倍)	2.43	0.44	0.52	0.68
EBITDA 利息倍数(倍)	2.38	4.33	4.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.24	11.59	11.54	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	393.33	384.66	373.99	371.72
所有者权益(亿元)	190.43	198.87	202.68	202.36
全部债务(亿元)	73.38	77.54	83.78	89.19
营业收入(亿元)	37.58	30.69	28.30	6.14
利润总额(亿元)	2.45	4.88	2.87	-0.76
资产负债率(%)	51.58	48.30	45.81	45.56
全部债务资本化比率(%)	27.82	28.05	29.25	30.59
流动比率(%)	102.62	95.46	125.51	137.31
经营现金流动负债比(%)	5.51	5.70	4.38	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 德达城建 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/8/29	姜泰钰邱成	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	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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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 年跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于德州德达城市建设投资运营有限公司（以下简称“公司”）级相关债权的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化，仍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 2020 年 3 月底，公司注册资本为 30.00 亿元，其中德州市国资委认缴 25.00 亿元，持股 83.33%；德州财金投资控股集团有限公司（以下简称“财金公司”）认缴 5.00 亿元，持股 16.67%。同期，公司实收资本 21.43 亿元，其中德州市国资委出资 20.93 亿元（剩余认缴部分于 2020 年底前缴纳），财金公司出资 0.50 亿元。

跟踪期内，公司仍是德州市政府授权的从事城市基础设施建设的项目法人，德州市中心城区城市基础设施建设基本由公司负责，公司经营范围发生变更，现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；土地整治服务、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 2020 年 3 月底，公司本部内设综合办公室、财务部、工程管理部、企业管理部、金融市场部等共计 9 个部门；合并范围共有 32 家子公司。

截至 2019 年底，公司资产总额 423.55 亿元，所有者权益 211.93 亿元（包含少数股东权益 4.55 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 43.58 亿元，利润总额 3.94 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 422.58 亿元，所有者权益合计 211.37 亿元（包含少数股东权益 4.42 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 9.56 亿元，利润总额-0.85 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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年3月底，联合资信所评“20德达城建MTN001”尚需偿还债券余额7.00亿元，募集资金已全部用于偿还金融机构借款，本期债券尚未到付息日。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 德达城建 MTN001	7.00	7.00	2020/03/26	5 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突

出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

表 2 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受

城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，德州市区域经济水平稳步提高，固定资产投资结构持续优化，基础设施投资拉动作用增强，房地产开发投资保持韧性，为公司发展创造了良好的外部环境。

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2019年底，德州市常住人口574.85万人。

德州市区域经济水平稳步提高，根据《2019年德州市国民经济和社会发展统计公报》，德州市生产总值初步核算数据为3022.27亿元，按可比价格计算比上年增长6.1%。其中，德州市第一产业增加值311.88亿元，同比下降0.2%，第二产业增加值1263.70亿元，同比增长5.7%，第三产业增加值1446.69亿元，同比增长8.0%，三次产业比例由上年的11.1:42.6:46.3调整为10.3:41.8:47.9，产业结构进一步优化。2019年，德州市人均地区生产总值达到52295元。

德州市固定资产投资增速有所放缓，但投资结构持续优化。2019年，固定资产投资比上年下降13.6%，三次产业投资构成为3.2:35.9:60.9，服务业投资比重比上年提高6.4个百分点。基础设施投资比上年增长16.2%，高于全部投资29.8个百分点。房地产开发投资保持韧性，全市房地产开发投资完成353.62亿元，比上年增长18.2%，高于全部投资31.8个百分点；商品房施工面积3384.56万平方米，增长18.5%，其中，住宅施工面积2732.78万平方米，增长20.8%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年3月底，公司注册资本为30.00亿元，实收资本为21.43亿元，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、孵化器等产业园建设）、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、德州市热力发展有限公司和德州市燃气发展有限公司等 7 家企业划入公司，扩大了公司城市基础设施建设和国有资产运营职能。

截至 2020 年 3 月底，公司在装备类检验检测业务、能源行业（分布式新能源、天然气管道运输、能源贸易）、大宗货物贸易、城市生活服务（垃圾分类、物业、环卫等）、基础设施建设全价值链（原材料供应、建筑施工等）建设等领域进行布局，进一步发挥企业的区域专营优势，提供更加全面的城市服务。

3. 外部支持

跟踪期内，德州市地方财力持续增长，财政自给能力较弱，债务负担较重。2019 年，公司获得稳定的政府支持。

根据《2019 年德州市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，德州市实现一般公共预算收入 206.27 亿元，其中税收收入占比 75.86%，一般公共预算收入质量尚可；实现政府性基金收入 280.04 亿元（其中国有土地使用权出让收入 259.21 亿元），加上级补助收入 193.9 亿元，地方综合财力 680.21 亿元。整体看，德州市地方综合财力对政府性基金收入及上级补助收入的依赖性较强。同期，全市一般公共预算支出 499.50 亿元，同比增长 5.6%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%）为 41.30%，财政自给能力较弱。截至 2019 年底，德州市政府债务余额 665.60 亿元，政府债务率（地方政府债务余额/综合财力×100%）为 97.85%。债务负担重。

跟踪期内，德州市政府对公司的支持方式主要体现在资本注入、股权划转和财政补贴方面。资本注入方面，2019年公司收到德州市国资委货币注资0.5亿元，2020年一季度，公司收到德州市国资委货币注资0.43亿元；股权划转方面，2019年，根据德政字〔2018〕31号文，德州市广川宾馆有限责任公司、德州市热力发展有限公司、德州市燃气发展有限公司改制评估增加资本公积5.74亿元；根据德国资字〔2019〕53号文无偿划出德州中鲁土石方工程有限公司股权，因该公司资不抵债，股权划转增加其他资本公积0.01亿元。政府补助方面，2019年，公司收到的政府补助为3.65亿元，较上年底下降明显，主要系2018年财政补贴的重大项目补助规模较大，2019年该项目补助相对稳定。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（自主查询版）》，（社会统一信用代码：91371400793936334L），截至 2020 年 6 月 2 日，公司无关注类或不良类贷款信息，总体来看，公司过往债务履约情况良好。

截至2020年6月15日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，根据德委〔2019〕89号，市委决定李松叶同志任德州德达城市建设投资运营有限公司党委书记。

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有限公司副董事长、党委副书记；现任公司董事长、党委书记、总经理。

根据《公司章程修正案》，公司法人治理结构修改为“公司设董事会，成员为5人，其中由股东会选举产生4名，职工大会选举职工董事1人”。

跟踪期内，公司管理架构方面未发生变化，管理制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司营业收入规模快速增长，毛利率较上年有所上升。公司收入结构存在一定变动，部分业务可持续性有待观察

2019年，公司实现营业收入43.58亿元，较上年增长17.37%，主要系2019年实现房地产销售收入6.05亿元，来自三家房地产业务经营主体在建房地产项目的销售收入，而2018年公司因在建项目未达到收入确认条件而未确认房地产销售收入。从营业收入构成看，基础设施建设和房地产销售业务成为公司主要收入来源。公司主营业务综合毛利率为12.79%，较上年增长4.55个百分点，主要系毛利率较高的房地产开发业务确认收入的影响以及供热、供气业务毛利率大幅上升所致。

2020年1－3月，公司实现营业收入9.56亿元，相当于2019年全年的21.94%；当期营业收入主要来自基础设施建设和供热业务，房地产开发业务收入很少，但毛利率由正转负，主要系年初受疫情影响，房地产开发收入很少，而房地产开发中的成本支出相对稳定，导致毛利率大幅下降。

表3 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务名称	2018年			2019年			2020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
基础设施建设	24.80	66.78	5.00	26.74	61.35	4.99	6.14	64.20	4.97
土地开发	4.74	12.78	18.01	--	--	--	--	--	--
租赁业务	0.98	2.64	79.44	0.93	2.12	65.36	--	--	--
供热业务	3.28	8.84	-23.33	3.62	8.32	0.91	2.06	21.53	1.70
供气业务	1.09	2.94	9.19	3.16	7.25	20.49	0.99	10.36	19.67
房地产开发	--	--	--	6.05	13.88	23.66	0.03	0.33	-5.67
工程施工	1.14	3.08	31.06	0.69	1.58	32.44	0.05	0.54	-4.58
其他	1.09	2.94	45.50	2.39	5.49	54.28	0.29	3.04	15.23
合计	**37.13**	**100.00**	**8.24**	**43.58**	**100.00**	**12.79**	**9.56**	**100.00**	**3.30**

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. 业务经营分析

（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。截至2020年3月底，公司先后完成袁桥社区和东区南部安置房项目、东区北部社区和沙王社区项目、高铁新区基础设施建设以及廉租住房工程建设。

表 42018－2020 年 3 月底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	2017 年确认收入	2018 年确认收入	2019 年确认收入	回款金额
东区北部社区生金刘项目	12.05	2018 年	--	12.63	--	--
沙王社区	14.18	2018 年	--	11.45	--	--
高铁新区基础设施建设	46.00	2019 年	-	--	24.69	--
廉租住房	1.95	2019 年	--	--	2.05	--
合计	**109.92**	**--**	**37.49**	**24.08**	**26.74**	--

资料来源：公司提供

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。截至 2020 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 2020 年 3 月底，政府置换债务余额为 91.00 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。

跟踪期内，公司基础设施建设收入为26.74亿元，同比增长7.82%，主要为高铁新区基础设施建设项目和廉租住房项目产生收入，均已实际收到回款；基础设施建设项目毛利率为4.99%，较上年保持稳定。2020年1－3月，公司确认基础设施建设收入6.14亿元，相当于2019年基础设施建设业务收入的22.96%，全部来自高铁新区基础设施建设，毛利率为4.97%，较上年保持相对稳定。

截至2020年3月底，公司已完工项目未来可确认代建收入规模约85亿元，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53亿元，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。公司在建及拟建基础设施项目5项，资金来源为政府专项债、自有资金和银行贷款，融资渠道多样，预计总投资23.72亿元，目前已投资5.02亿元，2020－2021年投资压力一般。

表 5 截至 2020 年 3 月公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元、年）

项目名称	总投资额	资金来源	建设期	已投资	投资计划		
					2020 年 4－12 月	2021 年	2022 年
应用技术研究院	4.67	银行贷款	2017-2021	1.52	1.40	1.75	--
养老示范城建设项目	7.20	政府专项债	2019-2021	1.62	2.80	2.78	--
市中医院病房楼建设项目	1.25	自有资金	2019-2021	0.78	0.30	0.17	--
三八西路项目	6.80	自有资金	2020-2022	1.10	2.00	2.00	1.70
德达颐养健康中心项目	3.80	银行贷款	2020-2022	0.00	1.20	2.00	0.60
合计	**23.72**	**--**	**--**	**5.02**	**7.70**	**8.70**	**2.30**

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。受政府政策影响，公司暂时搁置土地整理业务；公司建设用地指标充足，但跟踪期内未取得相关收入，未来收入实现存在一定的不确定性。

土地整理业务

跟踪期内，根据相关政策，公司未开展土地整理业务，在土地整理业务出台新的政策前，暂时搁置土地整理业务。

建设用地指标统筹业务

跟踪期内，公司持有的建设用地指标共计约26190亩，较2018年底未发生变化。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实现存在一定的不确定性。

（3）供热业务

2019年，公司供热业务收入规模持续增长，在市区的市场份额较高，因管道设施铺设完成，运营期间无大规模成本投入，毛利率由负转正，能够为公司带来持续稳定的现金流入。

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山东华鲁恒升集团德州热电有限责任公司、德州凯元热电有限责任公司和德州恒源热力公司。

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2020年3月底，公司合同供热面积达2732万平方米，占整个德州市市区供热面积约为70%；拥有换热站410座，供热主管网总长度384.54公里，供热用户约15.22万户。

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，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。2019年三家供热主体采购总量为628.82万吉焦，较上年增长10.03%，其中热力公司采购量占比在60%以上。

下游客户方面，公司供热客户以居民客户为主，2019年居民客户供热面积占比为79.11%。公司供热价格由政府制定，跟踪器内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 6 公司供热价格和供热面积

（单位：元/平方米、万平方米）

项目	2018 年		2019 年	
	价格	面积	价格	面积
居民用户	22	2156.77	22	2161.37
非居民用户	30	563.43	30	570.65

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司实现供热板块收入3.62亿元，较上年底增长10.37%，主要系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由负转正，主要系公司供热规模迅速扩张，供热收入持续增长，而供热成本相对稳定，且2018年因大规模供热管道维护导致业务成本快速增长，2019年管道维护费用投入减少从而降低了成本；2020年一季度集中供暖期间供热收入规模较大，由于供热成本相对稳定，毛利率进一步提高。2019年，公司收到供热补贴0.24亿元，供热板块作为公益性业务，能够为公司带来持续稳定的现金流入。

（4）供气业务

2019年，公司供气业务规模同比迅速扩张，业务收入大幅增长，毛利率快速提高。

公司于2018年将德州市燃气发展有限公司纳入合并范围，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。截至2020年3月底，公司在德州市主城区范围内累计铺设各类天然气管线1701.72公里，燃气管道覆盖率达到了98%，较上年底增长6个百分点。公司累计发展居民用户280212户，商业用户2566户，工业用户64家。

气源采购方面，德州中燃与中国石油天然气公司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1.84元/立方米至2.67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德州市燃气发展有限公司公司供气。

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，2019年，居民用气价格采取阶梯价格计费，根据居民用气量的不同，用气价格处于2.34元/立方米至3.55元/立方米之间。非居民用气方面，山东省不断推进非居民用天然气价格市场化改革，非居民用气价格沿用分档定价的模式，依据不同时期不同阶梯，非居民用气价格在2.83元/立方米至3.48元/立方米的区间浮动。

2019年和2020年1－3月，公司分别实现供气收入3.16亿元和0.99亿元，分别较上年同期增长289.91%和4.21%，毛利率分别为20.49%和19.67%。2019年，公司供气业务毛利率大幅增长，主要系每年成本摊销、折旧费用趋于稳定，随着供气规模快速增长，销售收入增加，毛利率大幅提高。公司收到供气补贴740万元。整体看，供公司气业务盈利水平较高。

（5）房地产开发业务

2019年，公司控股子公司房地产项目达到收入确认条件，房地产开发业务重新取得收入；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2020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2020年3月底账面价值8.30亿元），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2020年3月底账面余额约6亿元。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，2019年，公司实现房地产销售收入6.05亿元，来自三家房地产业务经营主体在售房地产项目的销售收入。受房地产开发业务经营主体变化的影响，毛利率由2017年的27.57%小幅下降至2019年的23.66%。

主要在建项目方面，公司在新划入陵城区大力建设东城•壹号院项目，该项目占地12.42万平方米，规划总建筑面积约38万平方米，总投资23.64亿元，已于2019年开始预售。截至2020年3月底，公司房地产在建项目共计5个；绿城德达•玉园和东建•德州花园和东城•壹号院累计收到预售房款9.25亿元，其中收到预售房款3.01亿元，对于收到未来存在退款风险的房屋认购款，列入其他应付款中约6.24亿元。

表 7 截至 2020 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		
						2020 年 4—12 月	2020 年	2021 年
绿城德达 玉园	德城区	12.00	9.24	在建	6.52	2.00	0.76	--
东建 德州花园	经济开发区	1.45	1.43	在建	1.53	--	--	--
东城 壹号院	陵城区	23.64	8.80	在建	1.2	1.69	3.00	2.50
德达 壹号院	夏津县	15.35	5.06	在建	--	1.80	1.70	2.00
德达 东建馨园	运河开发区	7.53	2.95	在建	--	2.30	1.65	0.63
合计	--	**59.97**	**27.48**	--	**9.25**	**7.79**	**7.11**	**5.13**

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）租赁业务

公司将自有部分房产进行出租经营，毛利率水平较高；2019年由于土地摊销计入成本中导致毛利率有所下降。总体上该业务收入相对稳定。

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和德州市新湖大街部分沿街商铺，截至2020年3月底出租率均为100%。2019年，公司租赁业务收入为0.93亿元，较上年底下降5.10%，2020年1—3月，公司未确认租赁收入，主要系租赁收入于年终确认。公司租赁业务成本主要系运营维护费用，成本支出较少，毛利率水平较高，2019年该业务毛利率在65.36%，较上年下降14.08个百分点，主要系会计计量口径发生变化，土地摊销成本开始计入业务成本中导致毛利率出现一定下降。

表 8 截至 2020 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	94400	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	36100	100	德州市市级机关事务管理局	2012－2032	机关办公用楼	2596.80
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	--	**131200**	--	--	--	--	**9456.60**

资料来源：公司提供

（7）棚改资金统借统还业务

公司承接财金公司发放的棚改资金，发放至各各区县用于棚改项目，公司仅承担资金中介功能，不负偿还责任。

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等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者承担，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2020年3月底，公司统借统还棚改资金余额50.46亿元，主要由公司承接的城区棚改资金以及向各区县提供的棚改资金组成。

3. 未来发展

整体看，公司计划在原有基础设施建设业务、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。公司房地产业务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，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年底已投资1.62亿元，建成后由项目公司德州德达颐养健康管理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。公司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2020年3月底仍处于拟建状态。

八、财务分析

公司提供了2019年度合并财务报告，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2020年第一季度财务报表未经审计。

2019年，公司划出子公司1家，新增子公司4家，其中收购股权增加两家子公司，新投资设立增加两家子公司。截至2019年底，公司纳入合并范围的下属子公司共34家，2020年1－3月，公司划出子公司2家，公司纳入合并范围的下属子公司共32家。公司新增子公司规模小，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，随着工程回购业务的开展，公司资产规模略有下降，资产中其他应收款和存货占比较高，对公司资金形成较大的占用，资产流动性较弱；随着在建工程完工结算，流动资产占比有所提高，整体资产质量尚可。

截至2019年底，公司资产总额423.55亿元，较上年底下降1.65%，主要系在建工程完工结算，导致高铁新区基础设施建设以及廉租住房的在建工程账面价值大幅减少。从构成上看，公司流动资产占总资产比重略有增长至61.56%，资产以流动资产为主。

截至2020年3月底，公司资产总额422.58亿元，较上年底下降0.23%，资产结构较2019年底变化不大，仍以流动资产为主。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.13	1.66	12.40	2.93	17.28	4.09
预付款项	8.21	1.91	7.23	1.71	6.76	1.60
其他应收款	23.80	5.53	18.07	4.27	17.84	4.22
存货	207.61	48.21	216.05	51.01	217.26	51.41
流动资产	**250.20**	**58.10**	**260.72**	**61.56**	**265.47**	**62.82**
长期应收款	44.00	10.22	43.67	10.31	43.67	10.33
长期股权投资	30.63	7.11	33.08	7.81	33.08	7.83
固定资产	11.29	2.62	13.85	3.27	13.68	3.24
在建工程	75.36	17.50	52.41	12.37	47.00	11.12
非流动资产	**180.45**	**41.90**	**162.83**	**38.44**	**157.11**	**37.18**
资产总额	**430.65**	**100.00**	**423.55**	**100.00**	**422.58**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2020 年一季报整理

截至 2019 年底，公司流动资产 260.72 亿元，较上年底增长 4.21%，主要系其货币资金和存货增长所致。流动资产中，公司货币资金为 12.40 亿元，较上年底增长 74%，主要系取得借款导致银行存款增长至 12.37 亿元，公司其他货币资金为 300.00 万元，系定期存款，为受限资金，占货币资金比重较小。预付款项 7.23 亿元，较上年底下降 11.94%，主要系对沙王社区和东区南部社区建设工程的预付工程款结算所致。其他应收款为 18.07 亿元，较上年底下降 24.06%，主要系往来款和保证金有所下降；其他应收款期末前五大欠款方欠款合计占比 67.27%，集中度较高；公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款合计 14.55 亿元，账龄分布集中在 1 年以内（占 25.06%）和 5 年以上（占 37.12%），公司累计计提坏账准备 8.82 亿元；对关联方或者政府机构的其他应收款占其他应收款账面余额的 45.90%，公司对该部分其他应收款不计提坏账准备；存货为 216.05 亿元，较上年底增长 4.06%，主要系公司在建房地产项目投入增长所致，流动资产中其他应收款和存货占比仍然较高（合计占比 55.28%），对公司资金形成较大的占用。

表 102019 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	11.55	--	42.95
山东德棉集团	3.16	1.36	11.74
德州皇明集团	1.60	1.36	5.95
德州晶华集团振华有限公司	1.00	0.60	3.72
中心医院	0.79	0.30	2.91
合计	**18.09**	**3.62**	**67.27**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司非流动资产 162.83 亿元，较上年底下降 9.76%，主要系在建工程大幅下降所致。非流动资产中，公司在建工程为 52.41 亿元，较上年底下降 30.46%，主要系高铁新区基础设施建设和廉租住房的完工结算所致。长期股权投资为 33.08 亿元，较上年底

增长 7.99%，主要系对山东金鲁班集团有限公司的投资收益的增加以及德州城建其他权益变动的增加。

截至2020年3月底，公司受限资产账面价值13.54亿元，占同期资产总额的3.20%，受限比例较低，全部为用于借款抵押的机械设备、房屋所有权和土地所有权。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模和结构有所增长，资本公积和未分配利润占比高，所有者权益稳定性较好。

截至2019年底，公司所有者权益211.93亿元，较上年底增长5.31%，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和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较好。

截至2020年3月底，公司所有者权益合计211.37亿元，规模和结构较上年底基本保持稳定。公司所有者权益变动主要来自于德州市国资委货币注资0.43亿元，导致实收资本增长，以及未分配利润下降0.87亿元，资本公积和盈余公积未发生变化。

表 11 公司所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	20.50	10.19	21.00	9.91	21.43	10.14
资本公积	135.81	67.49	143.12	67.53	143.12	67.71
盈余公积	4.69	2.33	4.92	2.32	4.92	2.33
未分配利润	35.38	17.58	38.34	18.09	37.47	17.73
少数股东权益	**4.87**	**2.42**	**4.55**	**2.15**	**4.42**	**2.09**
所有者权益合计	**201.24**	**100.00**	**211.93**	**100.00**	**211.37**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

跟踪期内，公司负债总额有所下降，考虑到公司负债主要由政府债务置换款和统借统还的棚改贷款构成，公司实际债务负担较轻。

截至2019年底，公司负债总额211.62亿元，较上年底下降7.75%, 主要系其他应付款和长期借款的减少。从构成上看，公司流动负债占负债总额的65.99%，负债仍以流动负债为主。

截至2019年底，公司流动负债占比较上年底略有下降，流动负债139.65亿元，较上年底下降10.38%，主要系其他应付款下降所致。公司其他应付款较上年底下降19.99%，主要系在建工程完工结算，结转部分债券置换资金所致；一年内到期的非流动负债较上年底增长91.99%，全部为一年内到期的长期借款。同期，公司非流动负债为71.98亿元，较上年底下降2.19%，其中长期借款较上年底下降1.61亿元，长期借款中保证借款和信用借款波动较大，保证借款下降5.05亿元而信用借款增长5.53亿元，由于抵押借款集中于一年内到期，长期借款整体出现一定下降。专项应付款较上年底下降1.17亿元，主要系管网专项配套费的政府投入大幅下降所致。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 211.20 亿元，较上年底有略有下降，主要系其他应付款下降 7.1 亿元、长期借款下降 2.94 亿元以及应付债券增长 7.26 亿元。其中流动负债占比 63.51%，较上年底有所下降，但公司负债仍以流动负债为主。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 88.83 亿元（其中长期债务占比 73.03%），较上年底增长 7.78%。公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 49.96%、23.44%和 29.54%，其中资产负债率和长期债务资本化比率均较上年底小幅下降，全

部债务资本化比率略有上升。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 94.34 亿元，较 2019 年底增长 6.20%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务较上年底增长 6.00%至 25.40 亿元，长期债务较上年底增长 6.27%至 68.94 亿元。同期，公司资产负债率为 49.98%，较上年底保持相对稳定；全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 30.86%以及 24.59%，较 2019 年底均小幅增长。整体看，公司债务负担尚可；考虑到长期债务中包含统借统还的棚改贷款 50.46 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。

从集中兑付情况看，2020－2022 年公司到期债务规模分别为 22.77 亿元、5.17 亿元和 10.64 亿元，公司于 2020 年面临一定的集中偿付压力。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.07	3.08	6.27	2.96	8.07	3.82
预收款项	3.58	1.56	5.53	2.61	6.09	2.88
其他应付款	129.96	56.65	103.98	49.14	96.88	45.87
一年内到期的非流动负债	9.21	4.01	17.69	8.36	17.32	8.20
流动负债	**155.82**	**67.92**	**139.65**	**65.99**	**134.14**	**63.51**
长期借款	66.09	28.81	64.88	30.66	61.94	29.33
专项应付款	1.91	0.83	0.74	0.35	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	5.36	2.34	6.36	3.01	7.26	3.44
非流动负债	**73.59**	**32.08**	**71.98**	**34.01**	**77.06**	**36.49**
负债总额	**229.41**	**100.00**	**211.62**	**100.00**	**211.20**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入较上年快速增长，营业利润率较上年有所上升，费用控制能力尚可，整体盈利能力较弱。

2019年，公司实现营业收入43.58亿元，较上年底增长17.37%，主要系2019年房地产开发业务实现收入所致。同期，公司营业成本较上年增长11.55%。2019年，公司营业利润率为11.77%，较上年增长4.1个百分点，主要系收入占比较高的房地产开发业务毛利率较高所致。

2019年，公司期间费用为3.26亿元，较上年底略有上升，仍主要由财务费用（占比41.48%）和管理费用（占比42.90%）构成。公司期间费用占营业收入比重由上年的7.82%下降至7.48%。整体来看，公司对期间费用的控制能力尚可。

2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.63%和1.47%，较上年略有增长；利润总额3.94亿元，较上年底下降2.60%，但政府补助占利润总额比重由上年的115.44%下降至7.61%；总体公司盈利能力较弱。

2020年1－3月，公司实现营业收入9.56亿元，相当于2019年全年的21.94%；营业利润率为2.27%，利润率较上年大幅下降，公司实现利润总额为-0.85亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营性净现金流增长较大，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；受融资规模扩大影响，筹资活动现金流由净流出转变为净流入。

经营活动方面，公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助和公司间往来款等。2019年，公司经营活动现金流入量为25.14亿元，较上年增长10.03%，其中以营业收入为主的销售商品、提供劳务支付现金18.11亿元、以政府补助和往来款为主的收到的其他经营活动有关现金收入7.02亿元。同期，公司经营活动现金

流出量为18.87亿元，较上年下降7.88%，其中以营业支出为主的购买商品、接受劳务支付现金14.72亿元、以办公费用和往来款为主的支付其他经营活动有关现金支出1.24亿元。2019年，公司经营活动现金净流入6.27亿元，较上年底大幅增长165.11%。2019年，公司现金收入比为41.56%，较上年底增长7.61个百分点，公司收入实现质量有所上升。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。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入量为23.93亿元，主要为收回投资收到的现金（占比46.84%）和收到其他与投资活动有关的现金（占比52.95%）。同期，公司投资活动现金流出量为29.82亿元，主要为投资支付的现金（占比44.37%）和支付其他与投资活动有关的现金（占比47.82%）。当期，公司投资活动现金流量净额为-5.89亿元，较上年下降2.53亿元，投资活动现金流缺口进一步扩大。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入25.29亿元，较上年底增长91.24%，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出20.38亿元，较上年底下降18.64%，主要为偿还债务本息支付的现金。当期，公司筹资互动现金流量净额由负转正，为4.92亿元，主要系公司借款规模的扩大以及支付公司间往来款有所减少所致。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流入 0.01 亿元，公司现金收入比 35.26%，较上年底下降 6.3 个百分点，公司投资活动净流出 0.41 亿元，公司筹资活动现金净流入 5.30 亿元，由于公司投资活动缺口不断扩张以及公司现金收入比较低，公司对外部融资的依赖性强。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力较弱，现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱；公司长期偿债能力较好；考虑到公司股东实力强、可获得有力的外部支持，间接融资渠道畅通，整体偿债风险很低。

从短期偿债指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为186.70%和31.99%，分别较上年底增长26.13个和4.66个百分点，流动资产对流动负债的保障能力较强。2019年，公司经营活动现金流动负债比为4.49%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力较上年底有一定提高，但整体仍然很弱。公司现金类资产12.41亿元，现金短期债务比为0.52倍，现金类资产无法覆盖短期债务。截至2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别为197.90%和35.94%，现金短期债务比为0.68倍，较2019年底均有所增长。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看，2019年，公司EBITDA为7.70亿元，较上年底略有增长。公司EBITDA利息倍数为4.33倍，全部债务/EBITDA为11.54倍，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 2020 年 3 月底，公司获得银行授信总额 72.21 亿元，未使用额度 27.80 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2020年3月底，公司对外担保余额合计7.89亿元，相当于2020年3月底所有者权益的3.73%，担保比率较低。被担保方主要为德州市内的国有企业，目前经营正常。整体看，公司担保比率较低，或有负债风险较低。

6. 母公司财务概况

跟踪期内，母公司作为基础设施建设和土地开发业务的主要实体，其资产总额、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 2019 年底，母公司资产总额 373.99 亿元，占合并报表资产总额的 88.50%，母公司资产构成同合并口径相近，主要由存货、在建工程和长期应收款构成。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计

202.68 亿元，占合并报表所有者权益的 95.63%。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润构成。

截至 2019 年底，母公司负债合计 171.31 亿元，占合并报表负债总额的 80.95%。母公司债务构成同合并口径相近，主要由其他应付款、长期借款构成。

2019 年，母公司实现营业收入 28.30 亿元，占合并报表营业收入的 64.94%；利润总额为 2.87 亿元，占合并报表利润总额的 72.84%。母公司净资产收益率 1.17%，母公司盈利能力弱。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额 4.63 亿元，投资活动现金流量净额-3.78 亿元，筹资活动现金流量净额 4.95 亿元。

截至 2019 年底，母公司资产负债率为 45.81%，全部债务资本化比率为 29.25%，长期债务资本化比率为 23.67%，整体看，母公司债务负担较轻。

九、存续债券偿债能力分析

公司存续债券的短期偿债压力小，截至目前公司仅有一项存续债券，集中偿债压力一般。

截至 2020 年 3 月底，公司存续债券本金余额 7.00 亿元，其中一年内到期兑付债券本金规模 0.00 亿元，2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 25.14 亿元、6.27 亿元和 7.70 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表 13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2019 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	7.00
2019 年底现金类资产/一年内到期债券余额	--
2019 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.59
2019 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.90
2019 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.10

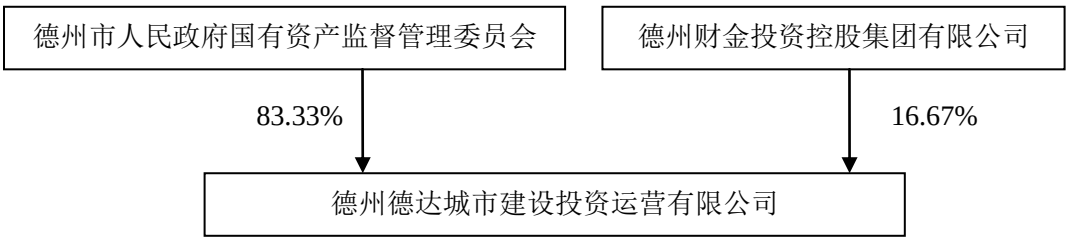
资料来源：联合资信整理

公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力强，EBITDA 对未来待偿债券本金峰值的保障能力尚可，经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值的保障能力较弱。

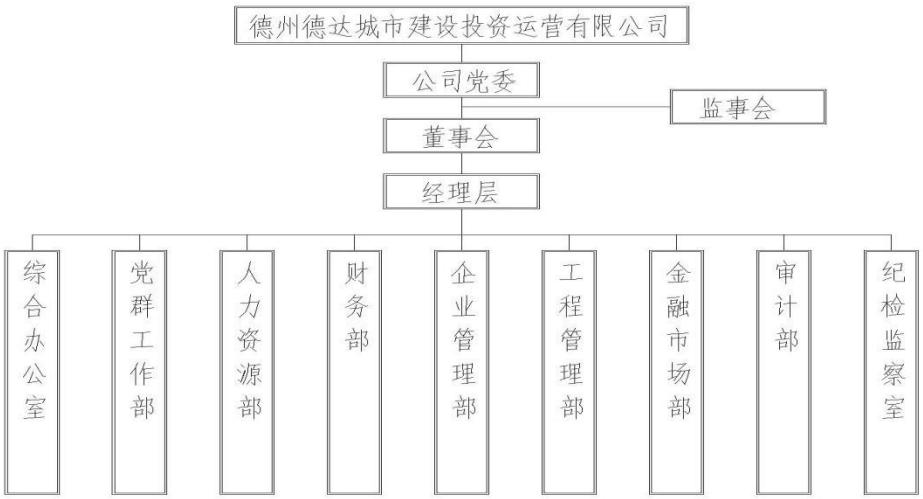
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，维持“20德达城建MTN001”信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司合并范围子公司情况

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	100.00%	--	投资设立
德州德发城市资产管理有限公司	房地产业	100.00%	--	投资设立
德州通途市政工程有限公司	土木工程建筑	100.00%	--	投资设立
德州市东建置业有限公司	房地产业	--	100.00%	股权划转
德州鸿丰检验检测有限公司	专业技术服务	100.00%	--	投资设立
德州市绿景置业有限公司	房地产业	--	100.00%	投资设立
德州德达颐养健康管理有限公司	社会服务	100.00%	--	投资设立
德州凯兴工贸有限公司	专用设备制造	100.00%	--	股权划转
德州市广川宾馆有限责任公司	住宿、餐饮	100.00%	--	股权划转
德州市能源发展有限公司	商务服务	100.00%	--	投资设立
德州市新源热力有限公司	供热服务	--	100.00%	投资设立
德州市高铁新区热力有限公司	供热服务	--	100.00%	投资设立
德州市燃气发展有限公司	燃气销售	--	100.00%	股权划转
德州昊燃市政工程有限公司	供气工程施工	--	100.00%	股权划转
德州市热力发展有限公司	供热服务	--	100.00%	股权划转
德州市海特热电工程有限公司	供热服务	--	100.00%	投资设立
衡水宏宇保温材料有限公司	供热服务	--	100.00%	投资设立
德州中燃城市燃气发展有限公司	燃气销售	--	50.00%	股权划转
德州金跃燃气工程安装有限公司	供气工程施工	--	100.00%	投资设立
德州中燃液化气有限公司	燃气销售	--	100.00%	投资设立
德州金威燃气有限公司	燃气销售	--	75.00%	投资设立
德州市蓝天燃气工程有限公司	燃气销售	--	70.00%	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	95.50%	--	投资设立
德州东达置业有限公司	房地产开发	--	51.00%	投资设立
德州市泰达市政公用工程有限公司	土木工程建筑	100.00%	--	股权划转
德州市金盾保安服务有限责任公司	安保服务	100.00%	--	股权划转
德州市绿景园林建设有限公司	土木工程建筑	100.00%	--	股权划转
德州竭诚环卫工程有限公司	环卫服务	100.00%	--	股权划转
德州德达应用技术服务有限公司	房屋建筑业	100.00%	--	股权划转
德州德达应用技术开发有限公司	房屋建筑业	100.00%	--	投资设立
德州德达地产有限公司	房地产业	100.00%	--	投资设立
德州德达投资有限公司	商务服务业	100.00%	--	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.91	7.14	12.41	17.29
资产总额(亿元)	440.19	430.65	423.55	422.58
所有者权益(亿元)	193.84	201.24	211.93	211.37
短期债务(亿元)	8.20	16.33	23.96	25.40
长期债务(亿元)	70.68	66.09	64.88	68.94
全部债务(亿元)	78.88	82.42	88.83	94.34
营业收入(亿元)	50.00	37.13	43.58	9.56
利润总额(亿元)	4.22	4.05	3.94	-0.85
EBITDA(亿元)	10.89	7.11	7.70	--
经营性净现金流(亿元)	10.27	2.37	6.27	0.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.53	32.18	16.26	--
存货周转次数(次)	0.19	0.16	0.18	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.09	0.10	--
现金收入比(%)	40.70	33.95	41.56	35.26
营业利润率(%)	9.82	7.67	11.77	2.27
总资本收益率(%)	3.04	1.60	1.63	--
净资产收益率(%)	1.91	1.44	1.47	--
长期债务资本化比率(%)	26.72	24.72	23.44	24.59
全部债务资本化比率(%)	28.92	29.06	29.54	30.86
资产负债率(%)	55.96	53.27	49.96	49.98
流动比率(%)	158.06	160.57	186.70	197.90
速动比率(%)	27.88	27.33	31.99	35.94
经营现金流动负债比(%)	6.18	1.52	4.49	--
现金短期债务比(倍)	2.43	0.44	0.52	0.68
全部债务/EBITDA(倍)	7.24	11.59	11.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.38	4.33	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；2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.21	1.76	7.55	10.54
资产总额(亿元)	393.33	384.66	373.99	371.72
所有者权益(亿元)	190.43	198.87	202.68	202.36
短期债务(亿元)	2.40	13.45	20.92	22.72
长期债务(亿元)	70.98	64.09	62.85	66.47
全部债务(亿元)	73.38	77.54	83.78	89.19
营业收入(亿元)	37.58	30.69	28.30	6.14
利润总额(亿元)	2.45	4.88	2.87	-0.76
EBITDA(亿元)	6.60	6.22	4.03	--
经营性净现金流(亿元)	7.27	6.94	4.63	-2.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	40.02	64.47	20.00	--
存货周转次数(次)	0.31	0.31	0.32	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.08	0.07	--
现金收入比(%)	12.99	16.03	2.62	0.00
营业利润率(%)	5.83	8.80	8.21	-1.09
总资本收益率(%)	0.81	1.40	0.83	--
净资产收益率(%)	1.12	1.94	1.17	--
长期债务资本化比率(%)	27.15	24.37	23.67	24.72
全部债务资本化比率(%)	27.82	28.05	29.25	30.59
资产负债率(%)	51.58	48.30	45.81	45.56
流动比率(%)	102.62	95.46	125.51	137.31
速动比率(%)	27.20	30.13	49.44	56.32
经营现金流动负债比(%)	5.51	5.70	4.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.12	12.46	20.77	--

注：2020 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 3 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	（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/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 4-1 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 4-2 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 4-3 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