

德州德达投资控股集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3967号

联合资信评估股份有限公司通过对德州德达投资控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持德州德达投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 德达城建 MTN001”“20 德达城建 MTN002”“21 德达城建 MTN001”信用等级为 AA⁺，维持“24 德州德达债 01/24 德达 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月二十五日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受德州德达投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用征信股份有限公司（以下简称“联合征信”）为该公司提供了征信业务；由于联合资信与关联公司联合征信之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

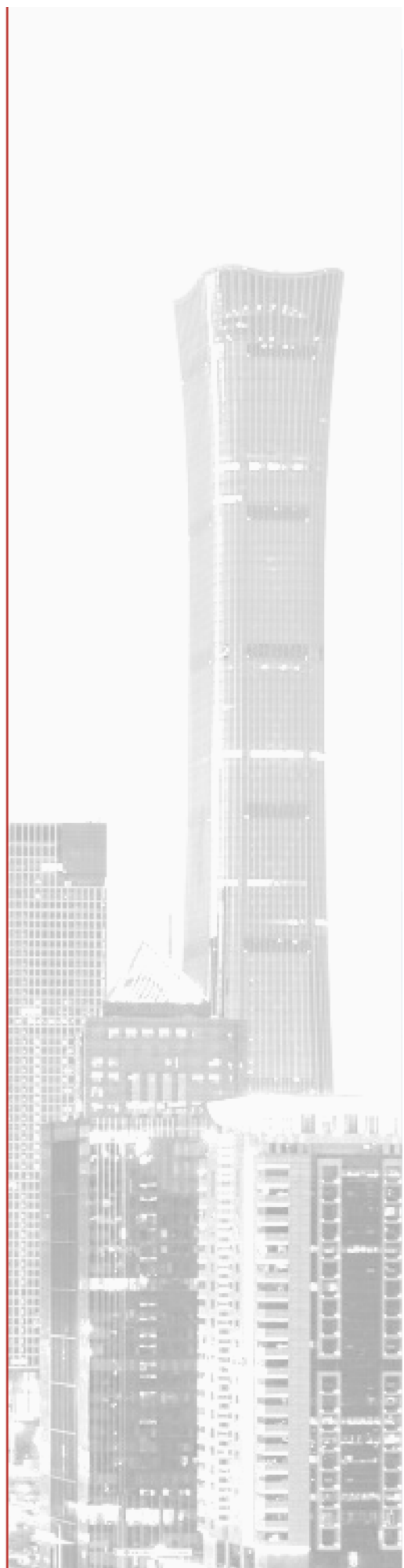
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



德州德达投资控股集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
德州德达投资控股集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/25
20 德达城建 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	
20 德达城建 MTN002	AA+/稳定	AA+/稳定	
21 德达城建 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	
24 德州德达债 01/24 德达 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，德州德达投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）仍作为德州市重要的基础设施投资建设主体，承担着德州市市政基础设施建设和国有资产运营职能，并在供暖供气领域区域专营优势突出。2023 年，德州市经济水平不断提高，一般公共预算收入和政府性基金收入持续增长。公司目前以代建方式承接的基建项目投资规模较小，业务可持续性有待关注，土地开发业务中市政府自 2023 年起分批回购公司建设用地指标统筹，需关注公司建设用地指标后续调剂和收益情况；工程施工未来三年施工规模较大，业务可持续性较好，房地产开发、自营项目和高速公路运营业务未来投资压力大，房地产待售面积规模较大，去化情况有待观察，自营项目尚未形成明显收益，未来收益实现具有一定不确定性。2023 年，德州市政府收回公司名下 61 宗土地，并无偿划入多家公司股权，本次资产划转对公司业务结构无重大影响，但对公司资产结构产生一定影响。2023 年，公司存货大幅下降，其中占比较大的房地产开发成本变现易受房地产市场行情影响，其他应收款部分借款存在回收风险，公司整体资产质量一般；公司债务规模快速增长，整体债务负担一般。投资收益对公司当期利润总额贡献较大。公司短期偿债压力一般，长期偿债能力指标较强，间接融资渠道畅通，存在一定或有负债风险。

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为“24 德州德达债 01/24 德达 01”提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评定，中合担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保显著提升了“24 德州德达债 01/24 德达 01”的偿付安全性。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资本注入、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。

评级展望

未来，随着公司代建项目的陆续回购，以及房地产、工程施工业务、高速公路通行、公用事业和养老健康等经营性业务持续开展，公司未来发展有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：所在区域经济和财政实力出现明显提升，公司职能定位提升，获得大量优质资产注入，盈利能力明显增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱，融资环境恶化。

优势

- **公司外部发展环境良好。**2023 年，德州市经济稳步增长，一般公共预算收入和政府性基金收入较上年分别增长 6.6%和 18.5%；随着公司实施的国家和省重大区域战略的深入推进，公司有望进一步获得开放合作新机遇，公司整体外部发展环境良好。
- **供暖、供气等公共服务领域区域专营优势突出。**公司是德州市重要的基础设施建设主体，承担德州市市政基础设施建设、国有资产运营职能，在供暖、供气等公共服务领域区域专营优势突出。
- **持续获得有力的外部支持。**2023 年，公司收到德州市国资委货币注资 2.47 亿元；收到划入的 4 家参股公司股权，增加资本公积 149.37 亿元；收到政府补助 0.22 亿元，获得供热配套费、项目及其他补贴 0.41 亿元；2024 年 3 月底，账面政府债务置换资金余额 9.34 亿元。
- **增信措施显著提升债券偿付安全性。**“24 德州德达债 01/24 德达 01”由中合担保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保显著提高了“24 德州德达债 01/24 德达 01”偿付的安全性。

关注

- **资金支出压力大，房地产去化情况有待关注，自营项目投资回收周期较长。**截至 2024 年 3 月底，公司在建房地产、高速公路和自营项目未来投资规模超 130 亿元，资金支出压力大；房地产项目剩余待售面积约 50 万平方米，待售面积规模较大；自营项目投资规模较大，尚未形成明显收益，未来收益实现具有一定不确定性。
- **有息债务规模持续增长，存在短期偿付压力。**截至 2024 年 3 月底，公司全部债务规模增长至 265.63 亿元，现金短期债务比 0.45 倍，2024 年存在一定短期偿付压力。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				a ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+3
评级结果				AA ⁺

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

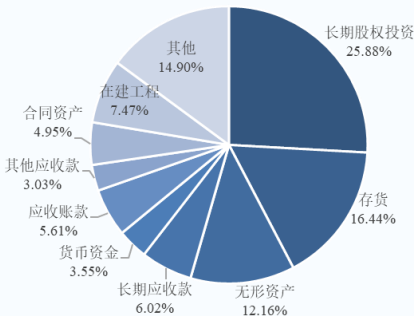
主要财务数据

合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	17.14	27.12	27.69
资产总额（亿元）	592.90	643.42	643.10
所有者权益（亿元）	269.46	266.71	267.15
短期债务（亿元）	56.14	56.26	60.88
长期债务（亿元）	150.72	197.66	204.74
全部债务（亿元）	206.86	253.92	265.63
营业总收入（亿元）	98.95	152.02	33.03
利润总额（亿元）	3.23	3.31	0.24
EBITDA（亿元）	7.33	13.00	--
经营性净现金流（亿元）	-20.35	-6.52	-6.46
营业利润率（%）	11.40	8.96	6.83
净资产收益率（%）	0.81	0.93	--
资产负债率（%）	54.55	58.55	58.46
全部债务资本化比率（%）	43.43	48.77	49.86
流动比率（%）	197.61	139.56	149.17
经营现金流动负债比（%）	-12.26	-3.72	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.48	0.45
EBITDA 利息倍数（倍）	1.68	1.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.22	19.53	--

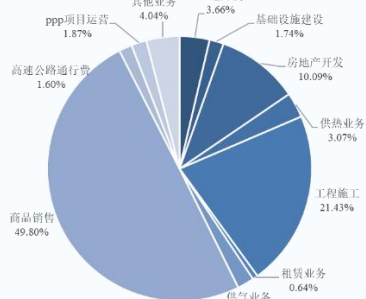
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	421.46	442.17	434.03
所有者权益（亿元）	263.02	259.29	260.25
全部债务（亿元）	120.18	138.66	138.16
营业总收入（亿元）	6.10	10.21	7.32
利润总额（亿元）	-0.75	2.23	0.67
资产负债率（%）	37.59	41.36	40.04
全部债务资本化比率（%）	31.36	34.84	34.68
流动比率（%）	205.50	148.10	170.17
经营现金流动负债比（%）	-28.01	-12.41	--

注：1. 本报告将公司其他应付款、应付账款有息债务计入短期债务核算，将长期应付款有息债务计入长期债务核算；2. 公司本部债务未作调整；3. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

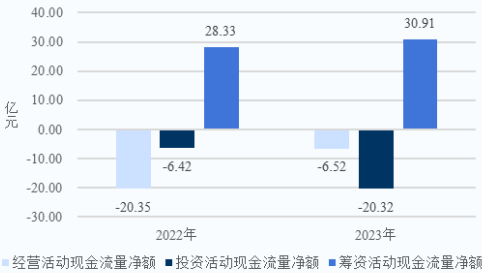
2023 年底公司资产构成



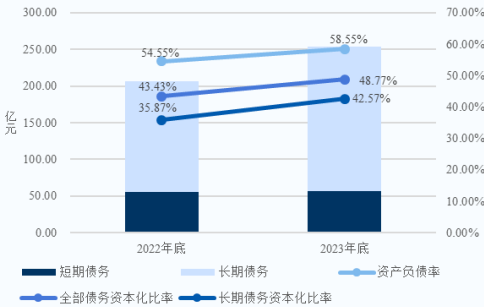
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
20 德达城建 MTN001	7.00 亿元	7.00 亿元	2025/03/26	--
20 德达城建 MTN002	8.00 亿元	2.60 亿元	2025/08/17	调整票面利率选择权及投资者回售选择权
21 德达城建 MTN001	3.00 亿元	0.30 亿元	2026/01/08	调整票面利率选择权及投资者回售选择权
24 德州德达债 01/24 德达 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2034/04/08	调整票面利率选择权及投资者回售选择权

注：1. 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；2. 上表中到期兑付日为最后一期到期兑付日
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 德州德达债 01/24 德达 01	AAA/稳定	AA+/稳定	2024/03/21	张婷婷、吴茵	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
21 德达城建 MTN001 20 德达城建 MTN002 20 德达城建 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/06/12	张婷婷、吴茵	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
21 德达城建 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2020/08/14	姜泰钰、邱成、张博	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
20 德达城建 MTN002	AA+/稳定	AA+/稳定	2020/06/28	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
20 德达城建 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2019/08/29	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均无版本号
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张婷婷 zhangtt@lhratings.com

项目组成员：吴茵 wuyin@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于德州德达投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2023 年 12 月，公司名称由“德州德达城市建设投资运营有限公司”更名为现用名，注册资本及股权结构未发生变化。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 30.00 亿元，其中，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”）持股 50.00%，德州天衢建设发展集团有限公司（以下简称“天衢建设”）持股 25.00%，德州财金投资控股集团有限公司（以下简称“财金公司”）持股 16.67%，山东省财欣资产运营有限公司持股 8.33%。公司控股股东及实际控制人仍为德州市国资委。

公司为德州市重要的基础设施投资建设主体，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。

截至 2024 年 3 月底，公司本部设财务部、金融市场部、战略投资部、企业管理部等职能部门；纳入合并范围的一级子公司共 18 家。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 643.42 亿元，所有者权益 266.71 亿元（含少数股东权益 4.70 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 152.02 亿元，利润总额 3.31 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 643.10 亿元，所有者权益 267.15 亿元（含少数股东权益 4.71 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 33.03 亿元，利润总额 0.24 亿元。

公司注册地址：山东省德州市天衢新区长河街道东风东路 769 号德州商务中心 C 座；公司法定代表人：吕光坤。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 4 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下图表。跟踪期内，公司已按期足额支付相关债券利息及部分本金。

图表 1 • 截至 2024 年 4 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 德达城建 MTN001	7.00	7.00	2020/03/26	5 年
20 德达城建 MTN002	8.00	2.60	2020/08/17	3+2 年
21 德达城建 MTN001	3.00	0.30	2021/01/08	3+2 年
24 德州德达债 01/24 德达 01	5.00	5.00	2024/04/08	5+5 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

1 普通优先债券

截至 2024 年 4 月底，公司存续期普通优先债券包括“20 德达城建 MTN001”“20 德达城建 MTN002”和“21 德达城建 MTN001”，发行金额合计 18.00 亿元。其中，“20 德达城建 MTN002”和“21 德达城建 MTN001”附投资者回售选择权，跟踪期内，投资者对“20 德达城建 MTN002”和“21 德达城建 MTN001”进行了部分回售，回售后，上述债券合计余额 9.90 亿元。上述债券募集资金已按照规定用途使用完毕。

2 担保债券

截至 2024 年 4 月底，公司存续期担保债券为“24 德州德达债 01/24 德达 01”，由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。跟踪期内，“24 德州德达债 01/24 德达 01”尚未到第一个付息日，募集资金已使用 4.35 亿元，用于公司德州市康养中心项目建设和补充流动资金。

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2024 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

德州市为山东省唯一一个列入京津冀国家发展战略的城市，随着公司实施的国家和省重大区域战略的深入推进，公司有望进一步获得开放合作新机遇。2023 年，德州市经济水平不断提高，一般公共预算收入和政府性基金收入持续增长，但财政自给能力较弱；公司整体外部发展环境良好。

德州市位于山东省西北部，与河北省接壤，总面积 10356 平方公里，下设 11 个县市区。德州市重点打造装备制造、食品加工、化工和纺织四大产业，拥有“中国太阳城”“中国功能糖城”“中国中央空调城”“中国粮油食品城”“中国汽车零部件产业城”“中国优秀旅游城市”和“国家卫生城市”等城市名片，被命名为“生物产业国家高技术产业基地”“国家火炬计划新能源产业基地”和“国家可再生能源建筑应用示范城市”。截至 2023 年底，德州市常住人口 553.63 万人，常住人口城镇化率为 56.3%，比上年末提高 1.07 个百分点。

2015 年，德州被正式纳入京津冀经济圈，成为山东省唯一一个列入京津冀国家发展战略的城市，并明确了“一区四基地”的战略地位，即建设京津冀产业承接、科技成果转化、优质农产品供应、劳动力输送基地和京津冀南部重要生态功能区；京津地区是全国行政资源和科技、金融、人才等优质资源要素最富集的地区，德州市融入京津冀，持续加强协同协作，有利于进一步拓展产业升级空间、科技合作空间和市场发展空间；2023 年，德州市新开工京津冀过亿元项目 150 个，到位资金 109 亿元，均占全市 1/3 以上。此外，德州市还实施黄河流域生态保护和高质量发展、省会经济圈一体化发展等重大国家和省会发展战略，为德州市发展带来长期的政策红利和在产业培育、基础设施、公共服务等领域的合作机遇；2023 年，德州市实施 48 项重点水利项目完成投资 59.4 亿元，入选全省首批市级现代水网示范区；

天衢新区高铁新城核心区、京津冀制造业集聚区“两大片区”新开工过亿元项目 34 个，总投资 310 亿元，进一步加快了省会经济圈一体化发展。

交通方面，德州市是通往京津地区的“咽喉”，是贯通京津冀都市圈、济南都市经济圈、环渤海经济圈等几大经济圈的重要节点。京沪高铁的建成通车后，德州市成功融入京、津大城市“一小时经济圈”，区位优势更加明显。

根据德州市国民经济和社会发展统计公报，2023 年，德州市地区生产总值较上年有所增长，区域经济水平不断提高，GDP 在全省排名第 10，处于中下游水平。2023 年，德州市第一产业增加值 377.95 亿元，比上年增长 4.2%；第二产业增加值 1527.37 亿元，比上年增长 6.2%；第三产业增加值 1899.95 亿元，比上年增长 6.1%，产业结构仍呈现“三二一”发展格局。

图表 2 • 德州市主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
GDP（亿元）	3633.1	3805.27	937.78
GDP 增速（%）	4.4	6.0	5.2
固定资产投资增速（%）	18.5	7.1	6.3
三产结构	10.2:41.5:48.3	9.9:40.2:49.9	/
人均 GDP（万元）	6.52	6.87	/

注：1. “/”表示数据未获取；2. 人均 GDP=当年 GDP/年末常住人口
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023 年，德州市固定资产投资持续增长。分产业看，第一产业投资增长 2.4%，第二产业投资增长 11.9%，第三产业投资增长 4.3%。重点投资领域中，民间投资增长 16.4%，占固定资产投资的比重为 75.4%；制造业投资增长 22.0%，占固定资产投资的比重为 33.3%；高新技术产业投资增长 44.3%，占固定资产投资的比重为 10.5%。2023 年，德州市房地产开发投资完成 395.93 亿元，比上年增长 12.5%；房屋施工面积 3421.00 万平方米，下降 6.6%；房屋竣工面积 392.30 万平方米，增长 45.2%；商品房销售面积 682.76 万平方米，增速与去年持平；商品房销售额 441.54 亿元，下降 1.2%，商品房销售不景气。

2023 年，德州市一般公共预算收入持续增长，在全省排名第 11 位；税收收入占比 69.69%，一般公共预算收入质量一般；财政自给率为 40.24%，财政自给能力较弱。德州市政府性基金收入较上年增长 18.5%，其中国有土地使用权出让收入 289.63 亿元，增长 17.6%。截至 2023 年底，德州市政府债务余额 1337.32 亿元，其中专项债务余额 982.51 亿元，一般债务余额 354.81 亿元。

图表 3 • 德州市主要财政指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
一般公共预算收入（亿元）	235.04	250.60	74.18
一般公共预算收入增速（%）	9.00	6.6	5.1
税收收入（亿元）	161.77	174.65	51.6
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	68.8	69.69	69.6
一般公共预算支出（亿元）	573.26	622.76	139.17
财政自给率（%）	41.00	40.24	53.30
政府性基金收入（亿元）	243.63	315.4	/
地方政府债务余额（亿元）	1128.39	1337.32	/

注：1. “/”表示数据未获取；2. 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024 年一季度，德州市 GDP 总量 937.78 亿元，同比增长 5.2%；从产业看，第一产业增加值同比增长 3.9%，第二产业增加值同比增长 6.8%，第三产业增加值同比增长 4.2%。同期，德州市固定资产投资同比增长 6.3%，分别高于全国、全省 1.8、1.1 个百分点；从行业看，制造业投资增势良好，同比增长 12.2%，拉动全部投资增长 2.6 个百分点；基础设施投资拉动有力，同比增长 15.6%，拉动全部投资增长 3.4 个百分点；房地产开发投资低迷，同比下降 19.0%，下拉全部投资 5.8 个百分点；商品房销售面积同比下降 10.6%，房屋新开工面积同比下降 59.8%。2024 年 1—3 月，德州市一般公共预算收入同比增长 5.1%，高于全省平均 0.6 个百分点，增幅列全省第 7 位，其中税收收入 51.6 亿元。

根据德州市十四五规划，德州市将抓住国家和省重大战略机遇，深度融入京津冀协同发展战略，落实黄河流域生态保护和高质量发展战略，纵深融入省会经济圈一体化发展战略。到 2025 年经济总量进入全省第二方阵，到 2035 年将基本建成新时代现代化新德州，经济实力、科技实力、综合竞争力大幅跃升，人均生产总值达到全省平均水平，与全国全省同步基本实现现代化。

六、跟踪期主要变化

(一) 基础素质

1 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司仍承担德州市市政基础设施建设、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。

德州市主要的城市基础设施建设主体共 5 家，其中德州市交通运输投资发展集团有限公司实控人为德州市国资委，主要负责德州市公交运营、汽运站、出租、智慧停车等交通项目投融资工作；天衢建设实控人为德州市天衢管委会，主要负责德州市园区投资管理、运营以及德州天衢新区内的基础设施建设、供气、供热；剩余 3 家具体情况详见下表。总体看，各企业在业务范围或区域上有所划分，不存在明显的竞争关系。

公司承担德州市市政基础设施建设、国有资产运营职能，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，且在供暖、供气等公共服务领域区域专营优势突出。

图表 4 • 2023 年（底）德州市主要基础设施建设主体相关指标情况（单位：亿元）

公司名称	实际控制人	主要职能	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率（%）
财金公司	德州市国资委	主要负责德州市范围内所有棚户区改造和学校改建的投融资工作并承担着市级基础设施建设及储备粮职能	832.98	332.06	87.01	3.72	60.14
公司	德州市国资委	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	643.42	266.71	152.02	3.31	58.55
德州市城市建设投资发展集团有限公司	德州市国资委	主要从事德州市城市基础设施及工程建设、房屋销售、技术服务、商品销售等业务	263.07	118.15	18.39	2.81	55.09

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部曾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（统一社会信用代码：91371400793936334L），截至 2024 年 5 月 6 日，公司本部无未结清关注类或不良类贷款信息；存在 5 笔已结清关注类信贷信息记录，主要系 2011 年国家开发银行受国发〔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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2024 年 6 月 21 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

(二) 管理水平

跟踪期内，公司董事长发生变更，由原总经理兼任公司董事长；公司其他主要高级管理人员、法人治理结构和管理水平等无重大变化。

2024 年 6 月，根据公司股东会决议和董事会决议，同意免去李松叶公司董事职务，重新选举吕光坤为公司董事；同意免去李松叶公司董事长兼法定代表人职务，重新选举吕光坤为公司董事长并为法定代表人；同意继续聘任吕光坤为公司总经理。上述变更事项已于 2024 年 6 月 21 日完成工商变更登记。

除上述变动外，公司其他主要高级管理人员、法人治理结构和管理水平等无重大变化。

(三) 重大事项

2023 年 8 月起，基于德州市政府统筹规划，公司进行下述资产划转：德州市国资委将财金公司 39% 的股权、禹城市国有资产运营管理集团有限公司（以下简称“禹城国资”）30.5% 的股权、山东荣盛控股集团有限公司（以下简称“山东荣盛”）30.5% 的股权、平原县财金发展有限公司（以下简称“平原财金”）30.5% 的股权划拨至公司，同时收回公司名下 61 宗土地。按 2022 年底上述公司已出具审计报告中

股权价值计算，划入股权的净资产扣除相互投资影响后公司享有份额的净值为 149.37 亿元；被收回的 61 宗土地资产，根据公司 2022 年度审计报告，2022 年期末账面价值为 154.93 亿元。截至 2023 年底，上述资产划转事项已完成，划转后，公司对上述四家公司形成参股，被收回的土地为政府早年间出让及划拨注入，公司后期未进行开发投入或抵押融资。整体看，本次资产划转对公司业务结构无重大影响，但对公司资产结构产生一定影响。

（四）经营方面

1 业务经营分析

公司作为德州市市政基础设施建设、国有资产运营主体，除承接基础设施建设和土地开发等政府类项目外，还开展较多市场化运营业务，业务结构较为多元，市场化运营程度较高。2023 年，公司基础设施建设和土地开发收入占比不大，商品销售业务、工程施工和房地产等市场化业务收入为公司主要收入来源，其中商品销售收入和工程施工收入较上年大幅增长；此外，公司公用板块的供热供气业务能持续为公司带来稳定的现金流，2023 年受热源和气源采购成本上升影响毛利率有所下降。未来，随着公司高速公路、自营项目和 PPP 项目的陆续建成运营，公司收入规模有望进一步增长。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 33.03 亿元，相当于 2023 年营业总收入的 21.73%，营业总收入主要来自土地开发、房地产开发和商品销售业务；综合毛利率 7.15%，较上年有所下降。

图表 5 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 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	14.63	14.79	4.63	2.65	1.74	4.63	2.84	8.59	4.79
土地开发	1.37	1.39	4.63	5.56	3.66	4.63	4.41	13.36	4.63
租赁业务	0.94	0.95	61.13	0.98	0.64	65.10	0.07	0.22	39.06
供热业务	4.41	4.45	7.47	4.67	3.07	3.70	3.19	9.66	1.86
供气业务	2.56	2.59	19.73	3.13	2.06	12.42	0.88	2.66	10.85
房地产开发	17.32	17.51	17.32	15.34	10.09	17.94	3.50	10.58	14.11
工程施工	22.48	22.72	16.08	32.58	21.43	13.61	2.85	8.63	19.35
商品销售	29.92	30.23	0.50	75.70	49.80	1.00	14.49	43.88	2.94
高速公路通行费	0.57	0.58	14.96	2.43	1.60	32.65	0.56	1.68	48.57
PPP 项目运营	0.37	0.38	9.18	2.85	1.87	43.69	0.17	0.51	29.12
其他	4.37	4.42	60.75	6.14	4.04	54.16	0.08	0.23	64.38
合计	98.95	100.00	11.81	152.02	100.00	9.79	33.03	100.00	7.15

注：其他业务包括押运服务、设计、检测、监理、酒店服务、绿化服务、服务收入、供热及供气配套等业务
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和提供资料整理

（1）基础设施建设

2023 年，公司基础设施建设收入规模较小，收入确认受项目结算进度影响大，已完工项目回款情况好；目前公司承接基础设施代建项目投资规模较小，未来持续性有待关注。

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，已先后完成袁桥社区和东区南部安置房项目、东区北部社区、高铁新区基础设施建设、沙王社区项目以及廉租房工程建设。此外，陵城区划入后，公司拓展基础设施代建业务的范围，已经参与并完成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同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%~5%之间，公司于项目结算完毕并交付时确认收入。

政府通过债务置换对公司代建项目进行回购，2015—2017 年，公司累计收到债务置换款项 227.22 亿元，2017 年之后，公司不再收到新的债务置换款。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。截至 2024 年 3 月底，公司账面政府债务置换资金余额为 9.34 亿元。

2023 年，受项目结算进度影响，公司基础设施建设收入较上年大幅降至 2.65 亿元，毛利率水平保持稳定；2024 年 1—3 月，公司确认基础设施建设收入 2.84 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司已完工项目未来可确认代建收入规模约 9.34 亿元，存货中代建项目账面价值约 8.63 亿元，主要是未结转的危房改造（土地指标）项目；在建工程中代建项目账面价值 0.71 亿元，主要系德州市档案馆等项目投入；公司预计未来两年对剩余项目完成结算。回款方面，截至 2023 年底，公司主要已完工项目已投资金额 155.54 亿元，拟回款金额 165.51 亿元，已回款 161.97 亿元，已完工项目回款情况好。目前，公司按照政府安排承接德州市零星的基础设施代建项目，投资规模较小，未来公司将根据德州市基础设施建设的执行需要，完成政府交办的基础设施建设业务，业务持续性有待关注。

图表 6 • 2022 年—2023 年及 2024 年 1—3 月公司主要已完工项目收入确认情况表（单位：亿元）

项目名称	总投资额	计划回购期	2022 年确认收入	2023 年确认收入	2024 年 1—3 月确认收入
沙王社区	16.14	2018—2021 年	--	2.10	--
东区南部社区棚户区改造项目	18.07	2017—2021 年	--	--	2.84
污泥处理厂	0.44	2022 年	0.46	--	--
高铁东区污水处理厂	0.71	2022 年	0.74	--	--
旧村改造	11.16	2022 年	11.72	--	--
三八西路下穿京沪铁路建设项目	1.10	2022 年	1.16	--	--
合计	47.62	--	14.08	2.10	2.84

注：2022 及 2023 年基础设施建设业务收入与主要项目确认收入存在差异，主要系基础设施建设业务收入中包含零星项目收入及征地补偿款
 资料来源：公司提供

（2）土地开发

2019 年以来，公司未开展土地整理业务，尚存一定规模的已整理未出让土地，出让情况受市场环境和土地政策影响存在不确定性；2023 年起，德州市政府计划分批回购公司建设用地指标，需关注公司建设用地指标后续调剂和收益情况。

土地整理业务

根据德政办发〔2008〕29 号文件，公司具有德州市城市土地一级开发职能，所开发的土地位于德州市德城区、天衢新区区域，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按照总额法确认土地整理收入。

2019 年以来，政府未向公司下达土地整理任务，故公司未开展相关业务。截至 2023 年底，公司已完成整理的土地面积 234.76 万平方米，累计投资 5.43 亿元，累计确认收入 5.29 亿元并已全部实现回款；2023 年，公司未实现土地整理收入，2023 年底已整理未出让土地面积 36.93 万平方米。

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《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。

2023 年起，根据市政府统一安排，市政府计划分批回购公司建设用地指标，受此影响，2023 年和 2024 年 1—3 月，公司建设用地指标分别调剂 3894.67 亩和 2945.93 亩给予市本级政府，取得建设用地指标统筹收入分别为 5.56 亿元和 4.41 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司剩余持有的建设用地指标共计约 5835 亩。

（3）供热业务

公司供热业务在市区的市场份额较高，2023 年供热业务收入继续增长，为公司带来持续稳定的现金流入。

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的面积设置指标限额，通过复垦和拆旧等方式实现建设用地增减平衡。

公司的供热业务由德州市热力发展有限公司（以下简称“热力公司”）和德州高新热力有限公司开展。

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 2024 年 3 月底，公司总供热面积为 3346.92 万平方米，占德州市市区供热面积的 70% 以上；换热站总数为 504 座，累计供热主管网总长度 204.50 公里，供热用户约 29.70 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。2023 年，根据德州市发改委发布的《关于调整华能德州电厂热力出厂价格的通知》（德发改价格〔2023〕511 号）文件要求，公司热源价格由之前的 38 元/吉焦上涨至 39.25 元/吉焦。费用结算方面，热费分三次结算，第一次在供热季开始前，公司按本供热季预计热费的 50% 预付采购款；第二次在约定日支付本供热季剩余 40% 预计产生的热费；第三次在本供热季结束后，根据本供热季实际用热量与预付款差额，按照多退少补原则，于约定日之前结清。2023 年，公司供热业务实施主体采购总量为 700.86 万吉焦，其中热力公司采购量占比 56.30%。

下游客户方面，公司供热客户 80% 左右为居民客户；供热价格由政府制定，近年来对居民客户和非居民客户的供热价格没有变化。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。

图表 7 • 公司供热价格和供热面积（单位：元/平方米、万平方米）

项目	2022 年		2023 年		2024 年 1—3 月	
	价格	面积	价格	面积	价格	面积
居民用户	22	2598.24	22	2662.94	22	2703.74
非居民用户	30	692.84	30	641.98	30	643.18
合计	--	3291.08	--	3304.92	--	3346.92

资料来源：公司提供

2023 年，公司供热业务收入小幅增长，毛利率主要受热源价格上调影响大幅下降。2024 年 1—3 月，公司供热业务实现收入 3.19 亿元，占 2023 年供热业务收入的 68.32%，毛利率 1.86%。2023 年，公司收到供热补贴 296.67 万元，计入“其他收益”。公司供热板块能够为公司带来持续稳定的现金流入。

（4）供气业务

公司为德州市主城区范围内唯一的管道燃气运营主体，2023 年供气业务收入继续增长，毛利率水平有所下降。

公司供气业务经营主体主要为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 2024 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 1673.92 公里，燃气管道覆盖率约 98%，累计发展居民用户 28.77 万户，商业用户 2877 户，工业用户 59 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天然气销售山东分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，采购价格会有所浮动。2023 年，公司采购价从之前的在 1.93 元/立方米至 2.91 元/立方米的价格区间内浮动上调至在 2.24 元/立方米至 3.74 元/立方米的价格区间内浮动。

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，燃气收费标准易受政府政策影响。2023 年，居民用户收费标准有所上涨，非居民用户收费标准有所下降。

图表 8 • 2021 年以来公司燃气价格变动情况

时点	政府文件	燃气价格
2021 年 11 月起	《德州市发展和改革委员会关于调整德城区、经济技术开发区、运河经济开发区非居民用管道天然气销售价格的通知》（德发改价格〔2021〕585 号）	非居民用气最高销售价格为 4.13 元/立方米，燃气经营企业可与用户在不出最高销售价格范围内协商确定；公司对供气价格进行调整，居民用户销售价格为 2.59 元/立方米，非居民用户 1—3 月销售价格为 3.20 元/立方米，4—10 月销售价格为 2.86 元/立方米，11—12 月为 4.13 元/立方米
2022 年	《德州市发展和改革委员会关于调整德	“三区”非居民用管道天然气（不含 LNG）最高销售价格为 4.48 元/立方米，下浮不限，

11 月起	城区、天衢新区非居民用管道天然气销售价格的通知》（德发改价格〔2023〕21 号）	燃气经营企业可与用户在不超出最高销售价格范围内协商确定；公司对供气价格进行调整，居民用户销售价格不变，非居民用户自 2022 年 11 月起，由 4.13 元/立方米调整为 4.48 元/立方米
2023 年 11 月起	《德州市发展和改革委员会关于调整德城区、天衢新区非居民用管道天然气销售价格的通知》（德发改价格〔2024〕21 号）	德城区、天衢新区（不含京津冀产业园、马颊岛生态园）非居民用管道天然气（不含 LNG、车用天然气）最高销售价格为 4.18 元/立方米，下浮不限，燃气经营企业可与用户在不超出最高销售价格范围内协商确定；公司按照政府最高指导价对非居民用户进行收费
2023 年 12 月起	《关于理顺德城区、天衢新区居民用管道天然气终端销售价格的通知》（德发改价格〔2023〕458 号）	普通居民用户：第一阶梯年用气量 216 立方米及以下，价格为 2.87 元/立方米（含税，下同）；第二阶梯年用气量 216—336 立方米（含），价格为 3.31 元/立方米；第三阶梯年用气量 336 立方米以上，价格为 3.97 元/立方米； 采用天然气独立取暖的居民用户：年用气量 1200 立方米及以下，价格为 2.87 元/立方米；年用气量 1200 立方米以，价格为 3.31 元/立方米

资料来源：公司提供

2023 年，公司供气业务收入有所增长，毛利率受气源采购价格上调影响较上年下降 7.32 个百分点。2023—2024 年 3 月底，公司未收到供气补贴。

（5）房地产开发

公司已完工在售房地产项目去化情况尚可；在建房地产开发项目存在较大投资压力，未来销售情况有待观察。

公司房地产业务经营主体包括德州德达地产集团有限公司、德州市东建置业有限公司、德州市绿景置业有限公司、德州东达置业有限公司等。

2023 年，公司确认房地产开发收入 15.34 亿元，受项目竣工结算影响收入较上年有所下降，毛利率变化不大。截至 2024 年 3 月底，公司已完工在售房地产项目可售面积合计 69.59 万平方米，已售面积 56.29 万平方米，去化情况尚可。

截至 2024 年 3 月底，公司在建房地产项目 5 个，总投资 85.43 亿元，尚需投资 30.49 亿元，未来投资压力较大；总可销售面积 98.87 万平方米，已售面积 48.36 万平方米，已回款 34.99 亿元，未来去化情况有待关注。

图表 9 • 截至 2024 年 3 月底公司在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	所在区域	总投资额	已投资	建设进度	总可售面积	已售面积	已回款
东城·壹号院（一期）	陵城区	12.91	16.30	在建	16.87	15.24	11.52
东城·壹号院（二期）	陵城区	10.72		在建	13.00	2.04	
德达·壹号院（东区）	夏津县	17.00	13.77	在建	27.49	13.50	9.11
绿城德达·兰园（1-4 期）	经济开发区	22.80	15.67	在建	41.51	17.59	14.36
臻月兰庭（1-2 期）	天衢新区	22.00	9.20	在建	--	--	--
合计	--	85.43	54.94	--	98.87	48.36	34.99

注：臻月兰庭（1-2 期）暂未开工建设，已投入成本主要为前期土地成本，总可售面积尚不确定
资料来源：公司提供

（6）工程施工

公司是德州市最大的公路工程专业施工单位，具有较强竞争优势，在建项目较多，未来三年施工规模较大，业务可持续性较好；在手 PPP 项目大部分已完工并投入运营，投资规模较大，回款周期较长。

公司是德州市最大的公路工程专业施工单位，工程施工业务实施主体主要包括山东德实建筑工程有限公司、山东德达路桥集团有限公司及其下属 18 家路桥板块公司（2022 年重大资产重组划入），路桥板块公司拥有多项公路工程经营资质，包括公路工程施工总承包特级资质、公路路面工程专业承包壹级资质、公路路基工程专业承包壹级资质、桥梁工程专业承包壹级资质和公路工程设计甲级资质等，在综合施工能力上具有较强优势。

公司工程施工业务以路桥施工为主，通过招投标获取项目，业务模式主要包括传统总包模式以及 PPP 模式。公司与业主按照工程进度、施工质量等以季度为核算周期，以现款进行结算，一般剩余 5%~10%不等的尾款在项目验收后一年内完成结算。

2023 年，公司实现工程施工收入 32.58 亿元，较上年增长 44.92%，主要系 2022 年重大资产重组前的工程施工收入未纳入合并范围所致。2023 年，公司工程施工业务新签合同量较上年有所上升，合同总额较上年有所下降；截至 2024 年 3 月底，除刚签合同外，在手

合同绝大部分已开工。2024—2026 年，公司计划总施工规模分别为 55 亿元、60 亿元和 65 亿元，未来三年施工规模较大。

图表 10 • 2022—2023 年公司合同签订情况

项目	2022 年	2023 年
新签合同数量（个）	118	159
新签合同金额（亿元）	89.79	58.22

资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，公司前十大在建工程施工项目总合同金额 46.73 亿元，已完成合同额 20.87 亿元，未完成合同额 25.86 亿元。此外，公司施工项目包括 7 个 PPP 项目，公司作为社会资本方投资并成立项目公司，公司持股 80%~99%，计划建设期主要在 2~3 年，运营期 10~13 年，项目总投资 54.18 亿元（其中资本金 14.11 亿元），已投资 42.10 亿元，目前绝大部分工程均已完工并投入运营，因部分完工项目审计手续未完成，导致已投资额未全部确认，公司实际尚需投资 3.01 亿元，投资压力较小。2023 年，公司实现 PPP 运营收入 2.85 亿元，较 2022 年增长 662.95%，主要系 2022 年重大资产重组前的 PPP 运营收入未纳入合并范围所致，公司 PPP 项目回款周期较长。

图表 11 • 截至 2024 年 3 月底公司在建前十大工程施工项目情况表（单位：亿元、天）

项目名称	合同金额	合同完成额	建设期
珙县县城东环线建设工程 EPC 勘察设计的施工总承包	5.45	1.00	660
S323 乐馆线平原夏津界至夏津德商路口段改建工程	5.14	4.86	520
曲靖市麒麟区水石公路市政道路工程	8.83	9.23	1040
新老 07 连接线（新大路桥至新 07 段）工程	3.11	0.41	900
南充至成都高速公路扩容项目 LJ7 标段	20.64	2.92	1080
大渡河巴底水电站上游临时桥及下游永久桥工程	0.35	0.33	800
2021 年安屯街道路新建及 104 团、三坪农场配套市政道路（一期）建设项目 EPC 工程总承包项目	1.79	1.48	400
云南省曲靖市麒麟区沾沾农村公路提升改建项目	0.96	0.39	580
南海区公路管理站跨河桥梁桥面径流收集系统及事故应急池建设工程	0.22	0.10	240
中国（三水）国际水都饮料食品工业园区北片新建辅道工程	0.24	0.15	210
合计	46.73	20.87	--

资料来源：公司提供

图表 12 • 截至 2024 年 3 月底公司 PPP 项目情况表（单位：亿元、年）

项目名称	总投资	计划建设期	项目运营期	资本金总额	资本金占总投资规模比（%）	SPV 中公司持股比例（%）	回报机制	已投资
曲靖市麒麟区水石公路市政道路工程	17.28	2018.06-2023.07	13	5.28	30.56	80.00	可行性缺口补助	13.83
澄城县市政道路建设、澄城县西河水域生态治理、澄城县公园新城及北城水岸 PPP 项目	5.97	2018.01-2023.07	10	1.48	25.00	95.00	政府付费	4.63
夏津县基础设施建设、农村公路安全生命防护工程及城区道路改造工程 PPP 项目	6.91	2019.10-2023.08	13	1.62	23.00	99.00	可行性缺口补助	6.16
乐陵市城市公共基础设施综合提升（道路）PPP 建设项目	3.51	2018.06-2023.06	13	1.11	31.67	95.00	政府付费	3.58
通江县诺江镇环城南路建设工程 PPP 项目	7.52	2018.04-2023.08	12	2.56	30.00	95.00	可行性缺口补助	4.72
S323 乐馆线平原夏津界至夏津德商路口段改建及夏津县城乡绿化提升改造工程 PPP 项目	5.17	2022.05-2024.06	13	0.5	10.00	99.00	政府付费	2.16
德州市陵城区城乡道路基础设施提升及配套工程 PPP 项目	7.82	2018.08-2023.07	13	1.56	20.00	95.00	可行性缺口补助	7.02
合计	54.18	--	--	14.11	--	--	--	42.10

注：除 S323 乐馆线平原夏津界至夏津德商路口段改建及夏津县城乡绿化提升改造工程 PPP 项目（该项目实际开工时间为 2023 年）未完工外，其他 PPP 项目均已完工，因审计手续未完成，故已投资额未达到总投资规模
 资料来源：公司提供

(7) 高速公路运营业务

2023 年，公司运营的高速公路车流量和通行费收入较上年均有所增长，在建高速公路项目未来投资压力较大。

公司高速公路业务实施主体主要为 2022 年重大资产重组划入的路桥板块公司德州德商高速公路发展有限公司，其主要负责德商公路德州（鲁冀界）至夏津段（以下简称“德商高速”）和国高德上线京台高速至 G105 段（以下简称“德上高速”）两段高速公路的运营。

德商高速于 2016 年 8 月 12 日开始通车，为经营性高速公路，收费里程为 64.426 公里，总投资为 33.51 亿元，收费年限为 25 年。德上高速于 2020 年 12 月 26 日开始通车，为经营性高速公路，收费里程为 15.539 公里，总投资为 23.63 亿元，收费年限为 25 年。2023 年，上述两段高速公路车流量和通行费收入较上年均有所增长。

图表 13 • 2022—2023 年公司在运营高速公路车流情况

项目名称	2022 年		2023 年	
	车流量（万辆）	收入（亿元）	车流量（万辆）	收入（亿元）
德商高速	521.78	1.94	653.38	2.05
德上高速	193.00	0.35	265.00	0.38
合计	714.78	2.29	918.38	2.43

注：2022 年高速公路通行费收入 2.29 亿元为高速公路全年收入，2022 年公司实际并表收入为 0.57 亿元
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2024 年 3 月底，公司在建高速公路两条，分别为高青至武城高速商河至平原段公路工程 and 德商高速德州（德城区）至高唐段工程。其中，高青至武城高速商河至平原段公路工程为山东省高速公路“十四五”规划新建重点项目，计划总投资 77.98 亿元，路线全长 57.26 千米，双向 4 车道；德商高速德州（德城区）至高唐段工程计划总投资 67.99 亿元，路线全长约 46 千米，双向四车道。两条高速公路建成后收入主要为通行费收入，其他还包括服务区、广告等路衍经济收入，预计收费期限 25 年。截至 2024 年 3 月底，上述两段高速公路已投资 44.55 亿元，未来尚需投资 101.42 亿元，公司未来投资压力较大。

图表 14 • 截至 2024 年 3 月底公司在建高速公路情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	资金来源	建设期	已投资	投资计划	
					2024 年 4—12 月	2025 年
高青至武城高速商河至平原段公路工程	77.98	政府专项债、银行贷款及自筹	2022-2025 年	28.44	16.13	21.00
德商高速德州（德城区）至高唐段工程	67.99	政府专项债、银行贷款及自筹	2023-2026 年	16.11	12.65	23.00
合计	145.97	--	--	44.55	28.78	44.00

资料来源：公司提供

(8) 租赁业务

公司将自有部分房产进行出租经营，毛利率水平较高且收入相对稳定。

公司将部分自有房产进行出租经营，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、东建置业-德州花园沿街商铺；截至 2023 年底，公司主要租赁物业出租率为 100%。

2023 年，公司实现租赁收入 0.98 亿元，租赁业务收入较为稳定，毛利率保持较高水平，租赁业务成本主要为运营维护费用。

图表 15 • 截至 2023 年底公司主要租赁资产情况（单位：平方米）

出租物业名称	所在区域	出租面积	出租率（%）	承租人	租赁期限	租赁用途
行政中心综合楼	德州市经济技术开发区	94383.83	100	德州市市级机关事务管理局	2009—2029 年	机关办公用楼
政务中心综合楼	德州市经济技术开发区	36067.00	100	德州市市级机关事务管理局	2012—2032 年	机关办公用楼
东建置业-德州花园沿街商铺	德州市经济技术开发区	3913.39	100	商户	2023 年	商业
合计	--	134364.22	--	--	--	--

资料来源：公司提供

（9）商品销售业务

商品销售收入为公司最主要收入来源；2023 年，随着贸易品种的丰富及业务市场的拓展，公司商品销售收入大幅增长，但毛利率水平仍很低。

公司销售业务主要由下属子公司德州德达投资有限公司和山东德达国际贸易有限公司（以下简称“国际贸易”）开展。

公司原销售产品主要包括建材材料、煤炭、铝矾土、石英砂、手机出口、石油焦、煅后焦等，2023 年，国际贸易新增农产品、成品油和化工品等产品的贸易，其中农产品销售收入在公司贸易收入中占比达 40%。随着贸易品种的丰富及业务市场的拓展，2023 年公司商品销售收入大幅增长至 75.70 亿元，但毛利率水平仍很低。

业务模式上，公司主要采用“以销定采”方式，根据下游客户需求进行采购。采购方面，公司在核实供应商资质、信誉等情况后，建立供应商库，并实行动态管理；结合采购需求确定供应商，与其签订采购合同。公司在采购价格的基础上与客户签订销售合同，确定销售价格。结算方面，公司一般收到下游款项后再向上游付款，避免资金占用。2023 年，公司前五大供应商和前五大销售客户集中度均较低。

图表 16 • 2023 年公司贸易业务前五大供应商（单位：万元）

前五大供应商	采购金额	占比
浙江沐番供应链管理有限公司	34349.01	6.92%
深圳市广鑫汉科技有限公司	37766.36	7.61%
美田利华集团有限公司	30025.90	6.05%
陕西泰丰盛合控股集团有限公司	21680.27	4.37%
南昌腾邦投资发展集团有限公司	20073.45	4.05%
合计	143894.99	29.00%

资料来源：公司提供

图表 17 • 2023 年公司贸易业务前五大销售客户（单位：万元）

前五大客户	销售金额	占比
德州交投鹏通物资贸易有限公司	38809.51	5.13%
上海陆宝实业有限公司	36565.22	4.83%
广州景顺祥实业有限公司	26729.74	3.53%
海南荣程集团有限公司	17606.11	2.33%
海南盈巽国际贸易有限公司	11766.97	1.55%
合计	131477.55	17.37%

资料来源：公司提供

（10）棚改资金统贷统还业务

公司承接省级棚改资金并发放至各区县用于棚改项目，不承担棚改资金偿还责任。目前公司不再承担统贷统还职能，但统贷统还棚改资金余额仍较大。

公司统贷统还资金流程为山东省财金发展有限公司从国家开发银行贷款，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。未来棚改资金还本付息纳入各区县财政预算，公司及各级使用主体不承担偿还责任。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 2024 年 3 月底，公司统贷统还棚改资金余额 39.55 亿元，均为向各区县提供的棚改资金组成，规模仍较大。

（11）自营项目

公司已建成自营项目尚未形成明显收益，投资回收周期较长且未来收益实现具有一定不确定性；在建自营项目未来投资压力不大。

公司已完工自营项目包括养老示范城建设项目和应用技术研究院。截至 2024 年 3 月底，养老示范城建设项目已投资 5.89 亿元，资金来源主要为政府专项债，未来计划通过养老床位、护理、体检、餐费等收入进行资金平衡；应用技术研究院累计投资 7.17 亿元，资金主要来源于项目收益票据。上述项目尚未形成明显收益，投资回收周期较长，需关注公司自营项目未来收益情况。

截至 2024 年 3 月底，公司在建自营项目主要为德州市康养中心，无拟建自营项目，未来投资压力不大。

图表 18 • 截至 2024 年 3 月底公司在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	资金来源	建设期	已投资	尚需投资	资金平衡方式
德州市康养中心	6.80	债券、自筹	2021—2024 年	4.84	1.96	未来通过养老床位收入、护理收入、体检收入、餐费收入等进行资金平衡

资料来源：公司提供

2 未来发展

未来，公司将增强集团竞争力、创新力、控制力、影响力和抗风险能力。城市投资开发方面，一是承接德州“宜居宜业的现代化新城”基础设施建设的执行需要，承担创收创利的企业经济责任；二是转型成为城市投资开发商，成为城市增值全价值链布局企业。路桥投资建

设运营方面，一是做大相关多元化业务；二是拓展西部区域市场，探索国际化发展。城市能源发展方面，一是定位升级为德州城市能源综合解决方案服务商；二是业务布局由热力、燃气分销服务转型升级为能源投资、贸易与服务。医养健康方面，致力成为德州市医养健康领域高端品牌。产业金融与投资方面，由直接投资、参股基金等业务转型升级为产业金融与投资，开展投资融资、产业培育和资本整合等。

（五）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，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，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计

2023 年底，公司合并范围内子公司 81 家（一级子公司 18 家）。合并范围变化方面，2023 年产生变动子公司 14 家，其中因新设等原因增加 11 家，因股权转让等原因减少 3 家，整体看，公司合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。2024 年 1—3 月，公司合并范围未发生变动。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

2023 年，受资产划转影响，公司资产结构发生变化，长期股权投资快速增长，划入股权带动公司投资收益扭亏为盈；存货占比大幅下降，其中以房地产开发成本为主，变现易受房地产市场行情影响；公司其他应收款部分借款存在回收风险，公司整体资产质量一般。

2023 年底，公司资产规模较上年底有所增长，受资产划转影响，非流动资产占比明显上升，且存货和长期股权投资变动较大。2023 年，政府收回公司 150 多亿土地资产，导致公司存货较上年底下降 58.06%；2023 年底，公司存货主要由开发成本（占 49.60%）、合同履约成本（占 28.72%）和库存商品（占 13.66%）构成，开发成本主要为公司房地产项目开发成本，合同履约成本主要为工程施工成本，库存商品主要为土地指标和贸易产品。同时，政府向公司划入 4 家参股公司股权，带动公司长期股权投资较上年底快速增长 429.34%；划入的子公司股权中财金公司和禹城国资股权账面价值较高，分别为 96.60 亿元和 38.44 亿元；2023 年，公司获得股权投资收益 1.76 亿元，投资收益扭亏为盈，其中来自财金公司的投资收益为 1.04 亿元。

图表 19 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	327.96	55.32	244.71	38.03	243.21	37.82
货币资金	16.67	2.81	22.82	3.55	23.42	3.64
应收账款	20.68	3.49	36.09	5.61	35.18	5.47
其他应收款	19.52	3.29	19.47	3.03	19.59	3.05
存货	252.15	42.53	105.76	16.44	101.02	15.71
合同资产	0.00	0.00	31.83	4.95	32.42	5.04
非流动资产	264.93	44.68	398.72	61.97	399.89	62.18
长期应收款	40.02	6.75	38.76	6.02	38.76	6.03
长期股权投资	31.46	5.31	166.53	25.88	166.70	25.92
在建工程	65.62	11.07	48.09	7.47	48.96	7.61
无形资产	81.78	13.79	78.22	12.16	77.97	12.12
资产总额	592.90	100.00	643.42	100.00	643.10	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2023 年底，公司货币资金以银行存款为主（占 83.88%），其中受限货币资金 3.68 亿元，受限比例 16.12%，受限比例一般。公司应收账款主要为应收的相关业务款项，2023 年底前五名应收款项占应收账款合计的 14.66%，集中度低；账龄在 1 年以内的占 61.35%，剩余大部分在 1~2 年，账龄相对较短；累计计提坏账准备 2.78 亿元，计提比例低。公司其他应收款主要为借款和往来款，累计计提坏账准备 9.47 亿元，计提比例 32.72%，计提比例较高；账龄在 3 年以内的占 51.80%，剩下近 30%在 5 年以上，部分账龄相对较长；集中度方面，公司前五名应收款占其他应收款合计的 67.26%，集中度较高，其中应收山东德棉集团有限公司（以下简称“山东德棉集团”）借款 3.16 亿元，账龄较长（4~5 年及 5 年以上），山东德棉集团系德州市经济委员会下属的国有独资企业，公司已对山东德棉集团的其他应收款通过法院

强制执行程序进行追索，但仍未执行，公司累计计提坏账准备 2.93 亿元；应收民营企业皇明洁能控股有限公司借款账面余额为 1.60 亿元，账龄在 5 年以上，公司已累计计提坏账准备 1.60 亿元；上述两家企业已被纳入被执行人名单，公司借款回收存在风险。

公司合同资产较上年底大幅增加 31.83 亿元，主要系 2023 年多个 PPP 项目建成投入运营，由在建工程转入所致。公司长期应收款主要由公司向各区县提供的棚改项目建设资金 39.55 亿元和应收国开基金款项 3.51 亿元构成，长期应收款期末坏账准备余额 4.31 亿元。公司在建工程主要由公路工程（占 66.85%）、应用技术研究院（占 12.09%）、健康服务工程（占 6.64%）和 PPP 项目（占 6.12%）构成。公司无形资产较上年底变动不大，主要为土地使用权（占 5.17%）、公路收费权（占 88.87%）和特许经营权（占 5.86%）等。

图表 20 • 2023 年底公司应收账款前五名明细（单位：亿元）

项目	账面余额	占比（%）
德州市机关事务管理局	5.63	7.97
青岛市黄岛区交通运输局	1.30	1.84
禹城市交融创业投资集团有限公司	1.23	1.74
东营区住建局	1.11	1.56
山东金鲁班集团有限公司	1.10	1.55
合计	10.37	14.66

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 21 • 2023 年底公司其他应收款前五名明细（单位：亿元）

前五大客户	账面余额	占比（%）
山东金鲁班集团有限公司	12.88	44.52
山东德棉集团有限公司	3.16	10.91
皇明洁能控股有限公司	1.60	5.53
德州中心医院	0.95	3.30
德州市国融资产运营有限公司	0.87	3.00
合计	19.46	67.26

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年 3 月底，公司资产受限情况如下表所示，总体看，公司资产受限比例低。

图表 22 • 截至 2024 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	3.72	0.58%	银行承兑、保函、借款质押等保证金
存货	5.02	0.78%	借款抵押
固定资产	0.15	0.02%	借款抵押
固定资产、无形资产	0.75	0.12%	借款抵押
合计	9.65	1.50%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

（2）资本结构

2023 年，公司所有者权益规模小幅下降，实收资本和资本公积占比较高。随着项目的持续投入，公司融资规模扩大，债务规模快速增长，以长期债务为主，债务期限合理；公司整体债务负担一般，2024 年存在一定集中偿付压力。

所有者权益

2023 年底，公司所有者权益 266.71 亿元，权益结构较上年底变化不大，其中实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 11.25%、66.25%和 17.53%，结构稳定性较好。

2023 年底，公司实收资本较上年底保持稳定，主要由股东各类资本投入构成；资本公积受土地资产和股权划转及联营企业其他资本公积变动减少影响，较上年底小幅下降 4.09%，受此影响，公司所有者权益较上年底小幅下降 1.02%。公司资本公积主要由政府无偿划拨的股权及拨入资金等构成。

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 267.15 亿元，规模和结构较上年底变化不大。

负债

2023 年底，公司负债结构变化不大，负债规模较上年底有所增长，主要表现为应付账款（应付施工单位的工程款）和合同负债（预收的售房款、路桥工程款）等经营性负债的增加及融资产生的金融性负债的增加。

图表 23 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	165.97	51.31	175.35	46.55	163.03	43.37
短期借款	28.26	8.74	28.02	7.44	34.97	9.30

应付账款	31.60	9.77	39.61	10.52	31.41	8.35
其他应付款	43.69	13.51	35.28	9.37	29.52	7.85
一年内到期的非流动负债	27.51	8.51	24.45	6.49	19.42	5.16
合同负债	28.72	8.88	33.26	8.83	32.32	8.60
非流动负债	157.47	48.69	201.37	53.45	212.91	56.63
长期借款	104.92	32.44	120.77	32.06	127.48	33.91
应付债券	37.00	11.44	58.92	15.64	65.28	17.36
长期应付款	12.57	3.89	18.04	4.79	16.50	4.39
负债总额	323.43	100.00	376.72	100.00	375.95	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

有息债务方面，公司长期应付款主要包括融资租赁款、抗疫资金、高速公路和养老示范城等项目获得的政府专项债资金，本报告将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算。随着项目的持续投入，2023 年底，公司全部债务较上年底快速增长，以长期债务为主（占 77.84%），债务期限合理；融资渠道方面，银行借款约占 62%、债券融资约占 28%，剩余主要为政府专项债、票据等，融资渠道较丰富。融资成本方面，短期借款利率主要在 3.45%~5.50%之间、长期借款利率主要在 3.75%~7.00%之间、债券利率主要在 2.90%~5.80%之间。从债务指标来看，跟踪期内，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均有所上升。考虑到长期债务中包含统借统还的棚改贷款 39.55 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。整体看，公司债务负担一般。

图表 24 • 公司债务及债务指标情况（单位：亿元）

科目	2022 年底	2023 年底	2024 年 3 月底
短期债务	56.14	56.26	60.88
长期债务	150.72	197.66	204.74
全部债务	206.86	253.92	265.63
资产负债率	54.55%	58.55%	58.46%
全部债务资本化比率	43.43%	48.77%	49.86%
长期债务资本化比率	35.87%	42.57%	43.39%

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从债务期限分布看，公司 2024 年存在一定短期偿付压力。

图表 25 • 截至 2024 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

项目	2024 年 4—12 月	2025 年	2026 年	2027 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	52.48	53.16	30.61	129.38	265.63
占有息债务的比例（%）	19.76	20.01	11.52	48.71	100.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）盈利能力

2023 年，公司营业总收入大幅增长，盈利能力指标有所提升，非经常性损益对公司当期利润总额贡献较大。

2023 年，公司营业总收入和营业成本较上年均大幅增长；营业利润率较上年下降 2.43 个百分点。

2023 年，公司获得其他收益 0.24 亿元，主要为政府补助；获得投资收益 1.93 亿元，主要为股权投资收益。公司非经常性损益对公司利润总额贡献较大。

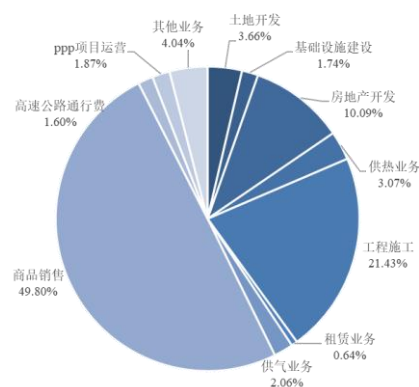
从盈利指标来看，2023 年，公司总资产收益率和净资产收益率较上年同期均有所上升。

图表 26 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	98.95	152.02	33.03
营业成本	87.27	137.13	30.67
期间费用	7.12	11.56	2.07
投资收益	-0.14	1.93	0.00
其他收益	0.25	0.24	0.07
利润总额	3.23	3.31	0.24
营业利润率（%）	11.40	8.96	6.83
总资本收益率（%）	1.01	1.53	--
净资产收益率（%）	0.81	0.93	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

图表 27 • 2023 年公司营业总收入构成



（4）现金流

2023 年，随着资金回流较快的商品销售业务规模的快速扩张，公司经营现金流入规模快速增长，经营现金虽持续净流出但规模有所缩减，现金收入比有所增长，收入实现质量向好；公司投资活动现金净流出规模扩大；考虑到公司房地产开发、工程施工业务和高速公路建设等项目待投资规模较大，公司未来仍存在较大融资需求。

经营活动方面，2023 年，公司经营现金主要体现为业务收支的流入流出，随着商品销售业务规模的快速扩张及工程施工业务的持续开展，公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金同比分别增长 83.05%和 73.13%，经营现金虽持续净流出但规模有所缩小，现金收入比上升至 82.20%，考虑到部分回款用政府债务置换形成的其他应付款冲抵，公司实际收入实现质量向好。

2023 年，公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出规模同比快速增长，主要系公路项目和自营项目的持续投入及权益类投资增加所致；同期，投资活动现金流持续净流出且规模有所扩大。公司筹资活动前现金流量净额持续为负且资金缺口较大。

从筹资活动来看，2023 年，公司筹资活动现金流入和流出规模同比均快速增长，现金流入主要为取得借款和发行债券收到的现金，现金流出主要为偿还债务支付的现金；公司筹资活动现金流持续净流入，经营及投资活动所需资金对外部筹资依赖较大。

2024 年 1—3 月，公司经营活动和投资活动现金流持续净流出，筹资活动现金流持续净流入。

图表 28 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	101.18	153.49	33.58
经营活动现金流出小计	121.53	160.01	40.03
经营活动现金流量净额	-20.35	-6.52	-6.46
投资活动现金流入小计	9.46	4.44	0.07
投资活动现金流出小计	15.89	24.75	5.49
投资活动现金流量净额	-6.42	-20.32	-5.42
筹资活动前现金流量净额	-26.77	-26.84	-11.88
筹资活动现金流入小计	78.67	100.20	27.59
筹资活动现金流出小计	50.34	69.29	16.13
筹资活动现金流量净额	28.33	30.91	11.46
现金收入比（%）	68.99	82.20	80.72

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2 偿债指标变化

公司短期偿债压力一般，长期偿债能力指标较强，间接融资渠道畅通，存在一定或有负债风险。

图表 29 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	197.61	139.56	149.17
	速动比率 (%)	45.68	79.24	87.21
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.31	0.48	0.45
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	7.33	13.00	--
	全部债务/EBITDA (倍)	28.22	19.53	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	1.68	1.50	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和提供资料整理

跟踪期内，公司流动比率有所下降，速动比率和现金短期债务比有所上升，公司短期偿债压力一般。

从长期偿债能力看，2023 年，公司 EBITDA 值对利息的保障倍数有所下降，对全部债务的覆盖程度有所上升，公司长期偿债能力指标表现较强。

截至 2024 年 3 月底，公司对外担保余额 4.63 亿元，担保比率 1.73%，担保比率低；担保对象主要为德州市内的国有企业，均未设置反担保措施，通过公开信息查询，被担保企业山东黄河国际生态城投资有限公司和禹城路通工程有限公司为被执行人，公司存在一定或有负债风险。

图表 30 • 2024 年 3 月底公司对外担保明细

被担保单位	企业性质	担保方式	担保余额 (万元)	是否有反担保措施
山东黄河国际生态城投资有限公司	国企	保证担保	12713.66	否
齐河城乡建设集团有限公司	国企	保证担保	3400.00	否
禹城路通工程有限公司	民企	保证担保	190.00	否
禹城市众益城乡建设投资有限公司	国企	保证担保	30000.00	否
合计	--	--	46303.66	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司共获得银行授信总额 473.27 亿元，尚未使用额度 158.75 亿元，公司间接融资渠道畅通。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，公司存在的重大诉讼情况如下：

图表 31 • 公司存在的重大诉讼情况

原告	被告	案号	案由	判决结果	进展
公司	山东德棉集团有限公司	(2015) 德中商初字第 101 号	借款合同纠纷	被告偿还原告人民币 29748 万元	执行中
公司	德州银龙集团有限公司	(2021) 鲁 1402 民初 327 号	民间借贷纠纷	被告偿还原告借款 2450 万元及违约金 490 万元	执行中

资料来源：公司提供

3 公司本部主要变化情况

公司本部是实施基础设施建设和土地开发业务的主要实体，对下属子公司管控力度较强；本部整体债务负担较轻，面临一定短期偿债压力。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 442.17 亿元，以其他应收款和长期股权投资为主；所有者权益 259.29 亿元，实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较强；负债总额 182.87 亿元，以其他应付款、长期借款和应付债券为主。同期末，公司本部全部债务 138.66 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 41.36%和 34.84%，整体债务负担较轻。2023 年，公司本部营业总收入为 10.21 亿元，利润总额为 2.23 亿元，投资收益 1.81 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.39 倍。

(六) ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国企的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司工程施工和房地产业务可能会面临粉尘、噪音、污水排放等环境风险，截至目前，不存在污染与废物排放等相关监管处罚。公司积极开展清洁能源分布式光伏等绿色项目，2023 年实现绿色产品收入 572.59 万元。2024 年，公司发行一期绿色公司债 6.36 亿元，用于德州商务中心项目建设，其中 A 座为绿色建筑 3 星、B 座和 C 座为绿色建筑 2 星，公司在环保管理方面表现较好。

社会责任方面，公司公用事业板块的供热供气业务建立了相应的安全生产应急响应机制和预案，过去一年未发生一般事故以上的安全生产事故，用户服务满意度为 100%。同时，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，2023 年慈善捐赠 41 万元，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了较为完善的法人治理结构。近三年，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司实际控制人具有很强的综合实力，公司承担德州市市政基础设施建设、国有资产运营职能，在资本注入、股权划转、政府补助和政府债务置换等方面持续获得有力的外部支持。

公司实际控制人为德州市国资委，德州市为山东省唯一一个列入京津冀国家发展战略的城市，2023 年，德州市经济水平不断提高，一般公共预算收入和政府性基金收入持续增长。截至 2023 年底，德州市政府债务余额为 1337.32 亿元，政府债务限额为 1347.58 亿元。整体看，公司实际控制人具有很强的综合实力。

公司承担德州市市政基础设施建设、国有资产运营职能，在德州市基础设施建设领域具有重要地位，在资本注入、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，且连续性较好，提升了公司资本实力和整体竞争力。

2023 年，公司收到德州市国资委货币注资 2.47 亿元，计入“资本公积”。

2023 年，德州市国资委向公司划入财金公司、禹城国资、山东荣盛和平原财金公司股权，公司对应增加资本公积 149.37 亿元。

2023 年，公司收到政府经营性补助 0.22 亿元，计入“其他收益”；获得的供热配套费、项目补贴及其他补贴 0.41 亿元，计入“递延收益”。

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的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 2024 年 3 月底，公司账面政府债务置换资金余额为 9.34 亿元。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、债券偿还能力分析

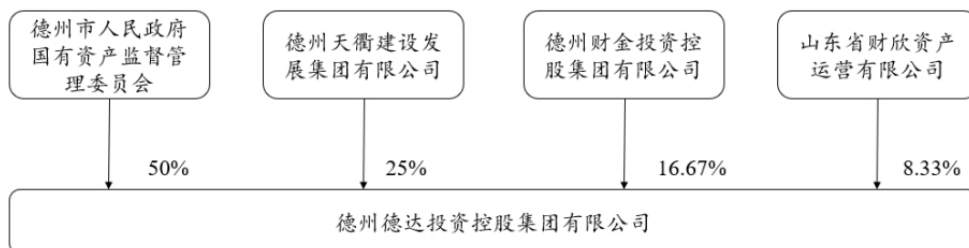
截至 2024 年 4 月底，公司由联合资信评级的存续债券包括“20 德达城建 MTN001”“20 德达城建 MTN002”“21 德达城建 MTN001”和“24 德州德达债 01/24 德达 01”，其中“24 德州德达债 01/24 德达 01”由中合担保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

经联合资信评定，中合担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保显著提升了“24 德州德达债 01/24 德达 01”的偿付安全性。

九、跟踪评级结论

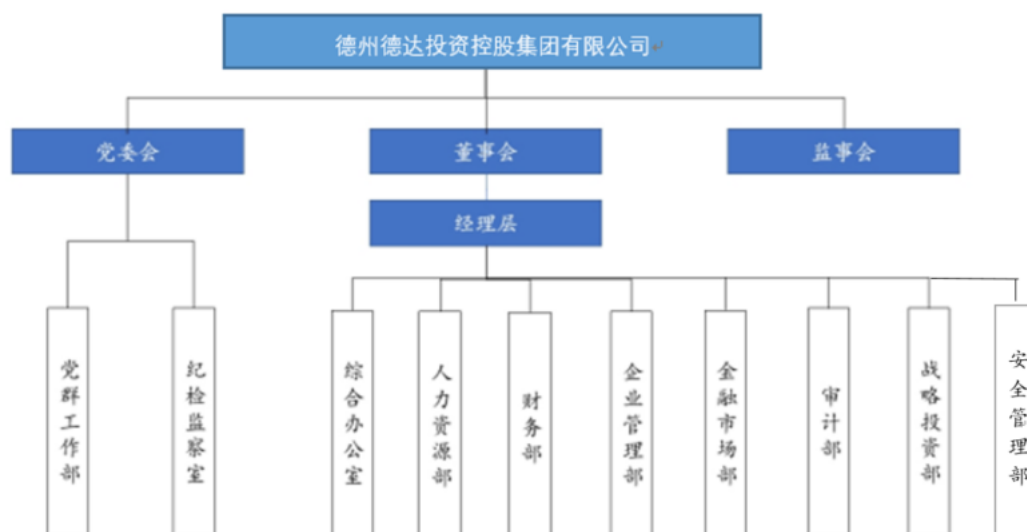
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 德达城建 MTN001”“20 德达城建 MTN002”和“21 德达城建 MTN001”的信用等级为 AA⁺，维持“24 德州德达债 01/24 德达 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供整理

附件 1-3 公司合并范围内一级子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	实收资本（万元）	业务性质	持股比例（%）	享有的表决权（%）
德州德发城市资产管理有限公司	5300.00	房地产业	100	100
德州市医养健康有限公司	16300.00	专业技术服务业	100	100
德州新农村建设发展有限公司	31525.00	农田水利基础设施建设	100	100
德州德融酒店管理有限公司	--	住宿、餐饮	100	100
德州德达应用技术服务有限公司	9000.00	房屋建筑业	100	100
德州德单高速公路建设有限公司	3000.00	商务服务业	100	100
高德公路建设（德州）有限公司	3000.00	商务服务业	100	100
德州德达地产集团有限公司	100000.00	房地产业	100	100
德州市能源发展有限公司	7008.00	商务服务业	100	100
德州德达投资有限公司	52971.89	商务服务业	100	100
德州市金盾保安服务有限责任公司	1000.00	安保服务	100	100
德州德达安防科技有限公司	-	科技推广和应用服务业	100	100
山东德达路桥集团有限公司	100000.00	土木工程建筑业	100	100
山东德达国际贸易有限公司	10000.00	批发业	100	100
山东德达高速公路投资发展集团有限公司	500.00	高速公路投资、建设、收费、运营	100	100
高武公路（德州）有限公司	--	高速公路投资、建设、收费、运营	100	100
德州德达检验检测集团有限公司	--	检验检测	100	100
德州德达共享服务有限公司	--	金融服务	100	100

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	17.14	27.12	27.69
应收账款（亿元）	20.68	36.09	35.18
其他应收款（亿元）	19.52	19.47	19.59
存货（亿元）	252.15	105.76	101.02
长期股权投资（亿元）	31.46	166.53	166.70
固定资产（亿元）	24.34	22.97	23.26
在建工程（亿元）	65.51	48.09	48.96
资产总额（亿元）	592.90	643.42	643.10
实收资本（亿元）	30.00	30.00	30.00
少数股东权益（亿元）	4.91	4.70	4.71
所有者权益（亿元）	269.46	266.71	267.15
短期债务（亿元）	56.14	56.26	60.88
长期债务（亿元）	150.72	197.66	204.74
全部债务（亿元）	206.86	253.92	265.63
营业总收入（亿元）	98.95	152.02	33.03
营业成本（亿元）	87.27	137.13	30.67
其他收益（亿元）	0.25	0.24	0.07
利润总额（亿元）	3.23	3.31	0.24
EBITDA（亿元）	7.33	13.00	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	68.26	124.96	26.66
经营活动现金流入小计（亿元）	101.18	153.49	33.58
经营活动现金流量净额（亿元）	-20.35	-6.52	-6.46
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.42	-20.32	-5.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	28.33	30.91	11.46
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.24	4.94	--
存货周转次数（次）	0.36	0.77	--
总资产周转次数（次）	0.19	0.25	--
现金收入比（%）	68.99	82.20	80.72
营业利润率（%）	11.40	8.96	6.83
总资本收益率（%）	1.01	1.53	--
净资产收益率（%）	0.81	0.93	--
长期债务资本化比率（%）	35.87	42.57	43.39
全部债务资本化比率（%）	43.43	48.77	49.86
资产负债率（%）	54.55	58.55	58.46
流动比率（%）	197.61	139.56	149.17
速动比率（%）	45.68	79.24	87.21
经营现金流动负债比（%）	-12.26	-3.72	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.48	0.45
EBITDA 利息倍数（倍）	1.68	1.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.22	19.53	--

注：1. 本报告将公司其他应付款、应付账款有息债务计入短期债务核算，将长期应付款有息债务计入长期债务核算；2. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和公司提供数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.24	9.25	11.62
应收账款（亿元）	4.70	6.73	6.80
其他应收款（亿元）	70.47	81.09	77.09
存货（亿元）	71.69	17.44	10.53
长期股权投资（亿元）	208.98	256.50	256.83
固定资产（亿元）	0.06	0.06	0.05
在建工程（亿元）	6.50	0.68	0.68
资产总额（亿元）	421.46	442.17	434.03
实收资本（亿元）	30.00	30.00	30.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	263.02	259.29	260.25
短期债务（亿元）	36.12	36.30	29.57
长期债务（亿元）	84.06	102.35	108.59
全部债务（亿元）	120.18	138.66	138.16
营业总收入（亿元）	6.10	10.21	7.32
营业成本（亿元）	4.42	8.05	6.91
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-0.75	2.23	0.67
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.03	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	147.90	116.32	35.56
经营活动现金流量净额（亿元）	-20.83	-9.91	3.33
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.62	-4.96	-0.26
筹资活动现金流量净额（亿元）	20.05	21.88	-1.40
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.44	1.79	--
存货周转次数（次）	0.06	0.18	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	0.00	0.30	0.00
营业利润率（%）	26.95	20.71	5.58
总资本收益率（%）	0.22	0.84	--
净资产收益率（%）	-0.23	0.89	--
长期债务资本化比率（%）	24.22	28.30	29.44
全部债务资本化比率（%）	31.36	34.84	34.68
资产负债率（%）	37.59	41.36	40.04
流动比率（%）	205.50	148.10	170.17
速动比率（%）	109.12	126.26	153.85
经营现金流动负债比（%）	-28.01	-12.41	--
现金短期债务比（倍）	0.06	0.25	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 公司本部 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 未获取公司本部折旧、摊销和利息支出情况，EBITDA 相关指标无法计算，用“/”表示；3. 本部债务未作调整
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和公司提供数据整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

中合中小企业融资担保股份有限公司

2024 年主体长期信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕5152号

联合资信评估股份有限公司通过对中合中小企业融资担保股份有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年六月二十四日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、该评级结果自 2024 年 6 月 24 日至 2025 年 6 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

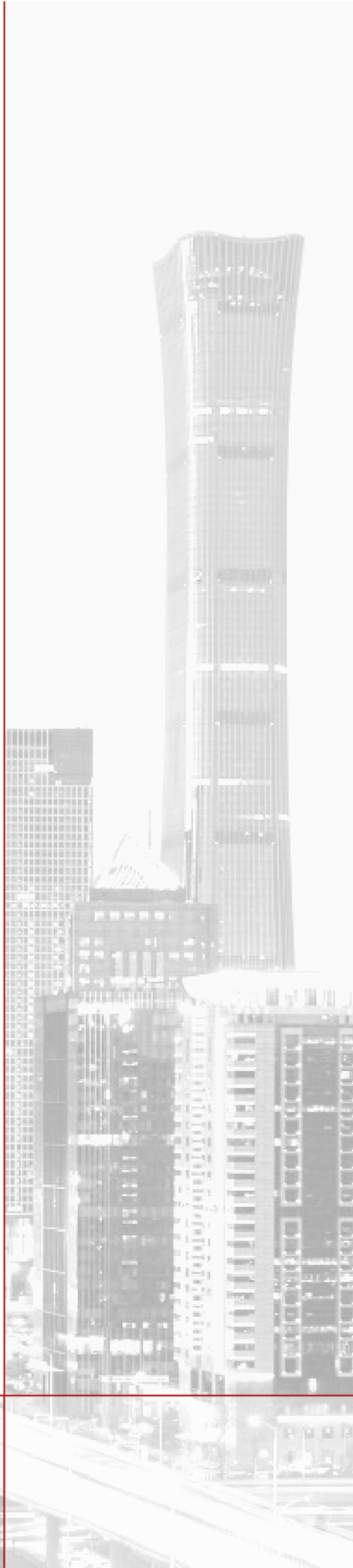
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



中合中小企业融资担保股份有限公司

2024 年主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AAA/稳定	2024/06/24

主体概况 中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中合担保”）成立于 2012 年 7 月，系由中国进出口银行、JPMorgan China Investment Company Limited、中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）等共 7 家股东共同发起设立。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 71.76 亿元；公司股权较分散，无控股股东及实际控制人。

评级观点 公司作为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，股东背景多元且多个股东给予公司较大支持；公司治理结构和内控制度较为完善，风险管理水平较好；公司业务范围覆盖全国，业务规模很大，行业竞争力很强。财务方面，公司资产质量整体较好，2022—2023 年均未新增代偿；盈利能力尚可；公司实际资产负债水平较低，资本实力很强，融资性担保放大倍数处于行业较低水平，资本充足性良好，代偿能力极强。

个体调整：无。

外部支持调整：公司股东背景多元，股东在业务协同、综合授信及管理等方面能给予公司较大支持。

评级展望 未来，随着各项业务的发展及股东支持，公司整体竞争实力有望进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：担保主业收缩，期末担保业务规模大幅减少，市场竞争力显著下降；资本实力大幅下降；担保代偿规模急剧上升并且资本充足性显著不足；股东对公司支持力度及支持能力大幅下降。

优势

- **股权结构多元，股东支持较大。**公司多元化的股权结构有助于其市场化的运营，多家股东对公司给予支持。股东中国宝武向公司派驻总经理，并兼任公司董事，代行董事长职权，在业务方面与公司有较多协同，同时其旗下财务公司给予公司 10.00 亿元授信。
- **业务规模保持行业前列，存量担保业务整体风险较低。**近年来，担保业务规模持续压降但规模仍较大，保持很强的行业竞争力；随着业务规模压降和前期风险项目逐步出清，截至 2023 年末，存量担保业务整体风险较低。
- **资本实力很强，资本充足性持续提升。**截至 2023 年末，公司所有者权益 73.12 亿元，资本实力很强，实际资产负债率水平较低，近年来，其资产结构持续优化，净资本覆盖率持续提升，资本充足性良好。

关注

- **宏观经济发展存在不确定性，担保机构代偿压力增加。**未来，宏观经济发展存在一定不确定性，企业经营压力或将加大，担保机构代偿压力随之增加，对公司风险控制和流动性管理水平提出更高要求。
- **担保业务规模及收入持续下滑；业务行业集中度很高、单一客户集中度较高。**2021—2023 年，受城投债担保规模下降影响，公司担保业务规模及收入持续下滑。公司担保业务以城投类项目为主，行业集中度很高，且单一客户集中度较高；在防范化解地方政府隐性债务风险的背景下，需关注城投类项目相关风险。
- **关注相关资产信用风险。**公司存在较大规模的固收类投资资产，同时随着新金融业务开展，公司应收保理款规模持续增加，外部信用风险增加环境下，需关注相关资产信用风险。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 融资担保企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 融资担保企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	区域经济环境	1
			行业风险	4
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	2
			未来发展	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
		资本结构		1
		代偿能力		1
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

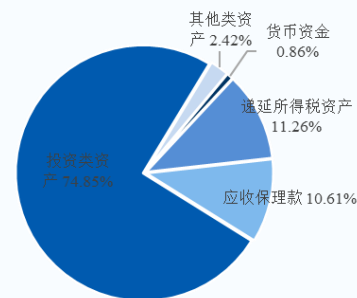
注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

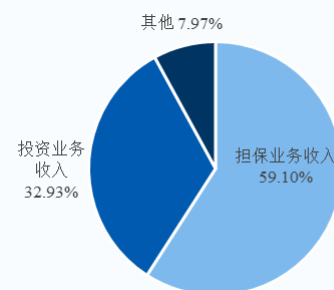
合并口径			
项 目	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额（亿元）	83.55	82.24	86.09
所有者权益（亿元）	73.13	73.97	73.12
净资本（亿元）	45.46	53.06	49.11
营业收入（亿元）	5.91	4.59	4.26
利润总额（亿元）	1.87	1.06	1.68
全部债务（亿元）	3.34	2.01	7.09
短期债务（亿元）	3.34	2.01	7.09
实际资产负债率（%）	8.33	5.08	10.58
总资产收益率（%）	1.89	1.27	1.85
净资产收益率（%）	2.16	1.43	2.11
期末担保余额（亿元）	423.25	335.46	267.02
期末融资性担保责任余额（亿元）	423.25	335.46	263.91
融资性担保放大倍数（倍）	4.70	3.68	2.92
净资本担保倍数（倍）	9.31	6.32	5.44
净资本/净资产比率（%）	62.16	71.73	67.16
净资本覆盖率（%）	131.86	192.84	227.33
代偿准备金率（%）	145.10	0.00	0.00
当期担保代偿率（%）	2.20	0.00	0.00
累计担保代偿率（%）	3.60	3.14	2.83

注：1.本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 期末融资性担保责任余额按照《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度计算；3. 本报告中，“/”表示数据未获取到
资料来源：公司审计报告、公司提供，联合资信整理

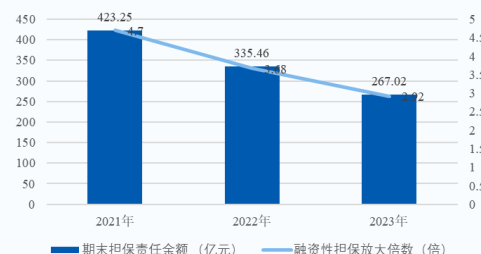
2023 年末公司资产构成



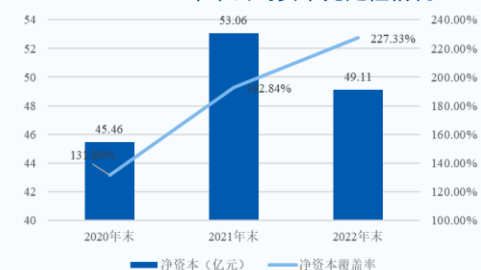
2023 年公司收入构成



2021—2023 年末公司担保业务开展情况



2021—2023 年末公司资本充足性情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2023/06/21	张晨露 刘嘉	融资担保企业信用评级方法 V4.0.202208 融资担保企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2022/06/24	卢芮欣 刘嘉	融资担保企业评级方法 V3.0.201907 融资担保企业主体信用评级模型（打分表）V3.1.202011	阅读全文
AAA/负面	2021/06/23	贾一晗 董日新	融资担保企业评级方法 V3.0.201907 融资担保企业主体信用评级模型（打分表）V3.1.202011	阅读全文
AAA/稳定	2015/12/18	刘洪涛 刘克东	--	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
资料来源：公开资料，联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张晨露 zhangcl@lhratings.com

项目组成员：梁兰琼 lianglq@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、主体概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中合担保”）成立于 2012 年 7 月，系由中国进出口银行、JPMorgan China Investment Company Limited（以下简称“摩根大通”）、中国宝武钢铁集团有限公司（原宝钢集团有限公司，以下简称“中国宝武”）、海航资本集团有限公司（原海航资本控股有限公司，以下简称“海航资本”）、海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、西门子（中国）有限公司（以下简称“西门子”）和内蒙古鑫泰投资有限公司（以下简称“内蒙古鑫泰”）共 7 家股东共同发起设立，初始注册资本 51.26 亿元。2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，注册资本增加 20.504 亿元至 71.764 亿元，并引进新股东海航科技股份有限公司（原天津天海投资发展股份有限公司，以下简称“海航科技”），增资完成后，海航资本及其关联方海航科技合计持股比例为 43.34%，但持股比例未超过 50%，公司仍无控股股东及实际控制人。2022 年，受海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）破产重组影响，海航科技与海航资本已无一致行动人关系。2023 年，摩根大通将其持有的公司 17.78% 股权转让给宏达控股集团有限公司（以下简称“宏达集团”）。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 71.76 亿元；公司股权较分散，第一大股东海航科技持股 26.62%¹，公司无控股股东及实际控制人，股权结构见附件 1-1。

2023 年 2 月，公司股东海宁宏达将所持公司 9.47% 质押给摩根大通²。截至 2024 年 3 月末，前述被质押的股权仍未解质押，公司股权无其他被质押情况。

公司主营业务为担保业务、投资业务等。截至 2023 年末，公司拥有一级子公司 4 家，主要子公司情况见图表 1；共有员工 116 人。公司组织架构图详见附件 1-2。

图表 1 • 截至 2023 年末公司主要子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	子公司简称	业务性质	注册资本	总资产	净资产	控股比例
中合共赢资产管理有限公司	中合共赢	投资管理、投融资咨询	0.50	0.94	0.78	100.00%
中合明智商业保理（天津）有限公司	明智保理	商业保理	0.50	9.16	3.48	100.00%

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司注册地址：北京市朝阳区建国门外大街丙 12 号楼 17 层；公司法定代表人：曾杰。

二、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

三、行业分析

2021 年以来，担保行业发展平稳，其中金融产品担保业务发展较快。未来国有担保机构整体资本实力有望进一步增强，担保机构经营模式逐渐成熟，风险补偿机制将不断完善，行业格局保持稳定。

¹ 公司股东宏达集团与海宁宏达存在关联关系，虽二者合计持有公司 27.25% 的股份，但海宁宏达股权结构较分散，无控股股东或实际控制人，且根据公司提供信息，宏达集团与海宁宏达未签署一致行动人协议。

² 该股权质押旨在促成股权转让交易，为付款提供保障。

2021 年以来，金融担保机构整体发展平稳，且逐步进入资本市场，根据 Wind 统计，2021—2023 年末，金融担保机构的金融产品担保余额先增后稳。

2021 年以来，国家对于担保行业出台的政策以支农支小、健全政府性融资担保体系为主。各省均出台相关政策纾解中小微企业融资痛点，抓好“三农”工作，推进乡村振兴。

国有背景担保机构仍将持续获得注资，整体行业资本实力不断增强，抗风险能力将有所增强；担保机构业务趋于多元化发展，担保品种也将日趋丰富，经营模式将逐渐成熟，规模化及专业化特征将显现；风险补偿机制将不断完善，通过多渠道风险补偿机制实现风险分担的运营，一方面担保机构不断提高自身的风险识别能力，另一方面担保机构通过与省级再担保机构合作，充分发挥再担保机构增信、风险分担的职能。联合资信预计 2024 年担保机构行业格局将继续保持稳定，债券担保业务规模有望继续平稳，担保机构市场业务与政策性业务主体定位持续明确；经济实力较强区域省级担保机构信用竞争优势将更显著，担保机构区域性展业或将继续延续。

完整版行业分析详见[《2024 年担保行业分析》](#)。

四、规模与竞争力

公司是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，资本实力很强，担保业务规模很大，行业竞争力很强。

公司成立于 2012 年 7 月，是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，系为支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善而成立的担保公司，经营历史较长。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 71.76 亿元，均为货币出资，资本实力很强，处于行业上游水平。公司担保业务在全国范围内展业，经过多年发展，业务规模很大，近年为控制风险而主动压缩业务规模，截至 2023 年末在保余额 267.02 亿元，担保业务规模较大，行业竞争力很强。公司自 2019 年起探索开展新金融业务，新金融业务重点围绕股东中国宝武上下游产业链开展供应链金融业务，依托股东中国宝武的产业资源及大力支持，2022 年以来公司新金融业务取得较快发展，供应链金融产品体系逐步丰富完善，2023 年新金融业务发生额 66.15 亿元，其中保理业务发生额 24.55 亿元，同比大幅增加。

五、管理分析

1 法人治理

公司建立了相对完善的法人治理结构；管理层具备较丰富的金融机构经营管理经验。

公司依据《公司法》等相关法律、法规的规定，建立了包括股东大会、董事会、监事会和高级管理层在内的股份制公司治理架构，并设立了多个专业委员会，分别负责各项专项事宜的决策和管理。股东大会为公司最高权力机构，董事会为决策机构并对股东大会负责，监事会负责进行监督管理，高级管理层负责公司的日常经营工作。

截至 2024 年 5 月末，公司董事会由 10 名董事组成，包括股东董事 7 名、独立董事 2 名、管理层董事 1 名（即现任总经理曾杰）。7 名股东董事分别由除内蒙古鑫泰投资有限公司以外的 7 家股东各自委派 1 名。公司董事会设董事长 1 名，由全体董事过半数选举产生或罢免。2021 年 1 月，海航集团及海航资本宣布破产重组后，经公司董事会决议，股东海航资本委派的董事不再担任公司董事长，由股东中国宝武选派的管理层董事曾杰女士代行董事长职权。公司董事会的席位安排与股权比例无关，内部制衡机制按照公司《章程》的规定运行，凡重大事项须获得 2/3 以上董事同意方可执行，未形成任何一家股东的绝对控制。董事会下设提名与薪酬委员会、发展战略委员会、风险控制委员会及审计委员会 4 个专业委员会，负责向董事会提供决策建议和专业支持，协助董事会监督公司的运营。

截至 2024 年 5 月末，公司监事会由 5 名监事组成，包括股东代表监事 3 名，职工代表监事 2 名。监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举和更换，目前监事会主席由海宁宏达委派的监事担任。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。高级管理层设置总经理 1 名、副总经理 3 名，其中 1 名副总经理兼任首席风险官。

公司总经理曾杰女士，管理学硕士、工商管理硕士，高级会计师；历任宝钢集团财务有限责任公司（后更名为宝武集团财务有限责任公司，以下简称“宝武财务公司”）总经理、党委书记、副董事长，宝山钢铁股份有限公司钢管事业部副总经理、财务部副部长、分公司财务部部长等职务，具备多年管理工作经验；2020 年 7 月起，任公司总经理；2020 年 8 月起，任公司董事，并于 2021 年 1 月起代行董事长职权。

2 内部控制水平

公司建立了较为完善的内控管理体系，能够满足业务发展的各项需要。

组织机构方面，公司根据业务发展需要，按照前、中、后台划分职能部门，各部门职责明确，组织架构设置能够满足公司运营需求。

制度建设方面，公司从业务类、管理类、支撑类三方面制定各项规章制度，涵盖各类业务、风险管理、法律合规、财务管理、人事管理、信息管理、行政管理、内部监督等，并逐步建立起一套较为全面、架构清晰的规章制度管理体系。

六、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，受担保业务规模下降等因素影响，公司营业收入持续下降，收入构成以已赚保费和投资收益为主。

2021—2023 年，公司营业收入持续下降，年均复合下降 15.12%，其中 2023 年同比下滑 7.28%，主要系担保业务规模持续下降导致已赚保费下降所致。公司营业收入主要由担保业务形成的已赚保费以及投资业务产生的投资收益构成。其中，已赚保费对收入的贡献度较高，2021—2023 年已赚保费持续下降，占比亦持续下滑至 2023 年的 59.10%。受市场行情波动影响，公司投资收益波动下滑，：受交易性金融资产公允价值下跌影响，公司公允价值变动损益均为负。

图表 2· 公司营业收入构成情况

业务板块	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
已赚保费	3.89	65.87	2.81	61.17	2.52	59.10
投资收益	2.06	34.84	2.07	45.19	1.99	46.78
公允价值变动损益	-0.09	-1.56	-0.60	-13.05	-0.59	-13.85
其他	0.05	0.85	0.31	6.69	0.34	7.97
合计	5.91	100.00	4.59	100.00	4.26	100.00

注：其他主要为存款利息收入、保理收入、追偿收入等
 资料来源：公司提供，联合资信整理

2 业务经营分析

（1）担保业务

2021—2023 年，公司担保业务发生规模波动增长；受业务到期解保影响，公司期末担保业务余额持续下降，融资性担保放大倍数持续下降至较低水平；公司在保业务以城投行业的企业债担保为主，随着其持续推进业务转型，业务转型效果有待观察。

公司主营融资担保业务，包含直接融资担保（以下简称“直融”）、间接融资担保（以下简称“间融”）及非融资性担保业务（以下简称“非融”），业务市场化程度高。

2021—2023 年，公司担保业务发生额先增长后趋缓，年均复合增长 63.33%。其中 2022 年，随着公司自身外部评级展望恢复以及新金融类担保业务快速拓展，公司担保业务发生额同比大幅增加。2023 年，公司担保业务发生额同比下降 9.37%，其中直融业务发生额同比下降 14.81%，主要系受企业债发行环境收紧影响所致。公司新增担保业务以债券担保及新金融类担保业务为主，且 2022 年以来公司未再新增传统类间融业务，并于 2023 年恢复非融业务开展。随着存量业务逐步到期解保，2021—2023 年末，公司在保余额逐年下降，年均复合下降 20.57%。截至 2023 年末，公司在保余额 267.02 亿元，较上年末下降 20.40%，其中直融业务占比 94.26%。受担保业务持续规模下降，公司融资性担保放大倍数持续回落至 2023 年末的 2.92 倍，属行业较低水平，展业空间较大。

图表 3· 公司担保业务发展概况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
当期担保发生额	37.84	111.39	100.95
其中：间接融资性担保	2.52	41.19	29.10
——新金融类业务	1.95	41.19	29.10
直接融资性担保	35.31	70.20	59.80

非融资性担保	0.00	0.00	12.05
期末担保余额	423.25	335.46	267.02
其中：间接融资性担保	15.40	16.91	12.23
——新金融类业务	1.84	7.60	5.09
直接融资性担保	407.85	318.54	251.68
非融资性担保	0.00	0.00	3.12
期末担保责任余额（未折算）	423.25	335.46	267.02
期末在保户数（户）	169	165	130
融资性担保放大倍数（倍）	4.70	3.68	2.92

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司直融业务主要以债券担保为主，金融产品担保规模较小且近年规模持续收缩。截至 2023 年末，公司直接融资性担保余额合计 251.68 亿元，较上年末下降 20.99%，均为债券担保。公司担保债券品种以企业债为主，2021—2023 年末占比均超 90%。公司债券担保主要集中在城投行业，在准入上选择经济环境较好、政府信誉较高的地区，同时一般情况下要求企业提供相应的反担保措施。2021 年以来，公司进一步优化了城投准入标准，除继续严格执行仅承保公募类城投债券发行业务外，优化了城投内评模型的各项指标，并在历史曾出现非标产品违约区域禁入的基础上，进一步扩大城投业务禁入的高风险区域。截至 2023 年末，公司城投债在保余额合计 245.36 亿元；产业债担保仅余 1 笔，在保余额 5.00 亿元，系产业类国企发行的企业债；资产证券化担保项目 1 个，在保余额 1.32 亿元。从债券担保发行人外部评级情况来看，以 AA 和 AA+ 级别为主，2023 年末分别占比 85.31% 和 13.98%。“35 号文”后城投债发行市场环境发生较大变化，公司拟持续压缩城投债业务规模，业务发展重心将转至新金融类业务，未来业务转型效果有待观察。

公司间融业务主要为传统类银行贷款担保和新金融类间融担保。其中银行贷款担保规模持续收缩，整体规模较小。2022 年以来，随着公司大力推进围绕中国宝武供应链开展的新金融业务发展（具体见下文），新金融类间融担保规模亦实现较快增长，担保发生额规模较大。2023 年因新金融业务提供担保服务的种类增加，新金融业务中间融担保发生额同比下降，但由于该业务期限较短，其在保规模仍较小。

2023 年，公司加强了新金融业务领域在非融担保方向上的合作，针对宝武产业链上下游客户开展信用保证业务，当年新增非融业务投放规模 12.05 亿元，期末非融资性担保余额 3.12 亿元。

公司担保业务行业分布集中于城投企业，单笔业务规模较大，客户及区域集中度较高，存在一定短期集中到期解保压力。

从行业分布来看，公司融资性担保业务客户主要集中在城投企业，2023 年末占比 92.97%，其余均为产业类，不涉及地产类企业。

图表 4 • 公司融资性担保业务行业分类情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
城投	390.13	311.42	245.36
产业	33.12	24.03	18.55
在保余额合计	423.25	335.46	263.91

资料来源：公司提供，联合资信整理

从客户集中度来看，公司担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大，担保业务客户集中度处于较高水平。2021—2023 年，公司单一最大客户集中度持续下降。截至 2023 年末，公司单一最大客户集中度符合监管标准（≤10%），单一最大客户在保余额合计 10.00 亿元，为山东省淄博市城投企业发行的中期票据，期限为 3 年。截至 2023 年末，公司前十大客户在保余额占比 30.86%，客户集中度较高。

图表 5 • 公司融资性担保业务客户集中度情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年
单一最大客户担保责任余额（亿元）	8.40	6.72	6.00
单一最大客户集中度（%）	11.49	9.08	8.21
前十大客户在保余额（亿元）	107.94	84.52	82.40
前十大客户占比（%）	25.50	25.20	30.86

注：上表中单一客户集中度计算为监管口径，系融资担保责任余额占净资产的比重；前十大客户占比系前十大客户在保余额占全部在保余额的比重

资料来源：公司提供，联合资信整理

从区域分布来看，公司担保业务主要分布在山东、湖南、江苏、湖北等地区。随着前期储备项目落地，公司山东区域担保余额占比显著增加，2023 年末占比 28.10%，主要分布在日照、潍坊、荣成、淄博等地，需关注相关城投企业风险。整体区域集中度较高。

图表 6 • 公司担保业务区域分布情况

2021 年末		2022 年末		2023 年末	
区域	占比 (%)	区域	占比 (%)	区域	占比 (%)
江苏	29.29	江苏	23.84	山东	28.10
湖南	22.77	湖南	20.09	湖南	15.18
山东	8.48	山东	18.24	江苏	12.79
湖北	7.34	湖北	8.98	湖北	8.51
福建	4.99	福建	4.06	浙江	5.37
其他	27.13	其他	24.78	其他	30.04
合计	100.00	合计	100.00	合计	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

从担保业务到期期限分布情况来看，截至 2023 年末，公司担保业务解保期主要分布在未来 3 年内，其中 1 年以内到期的规模占比 31.44%，短期内存在一定集中到期解保压力。

图表 7 • 2023 年末公司担保业务到期期限分布情况

到期年份	担保余额 (亿元)	占比 (%)
2024 年	83.94	31.44
2025 年	68.37	25.61
2026 年	53.53	20.05
2027 年及以后	61.18	22.91
合计	267.02	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

(2) 新金融业务

新金融业务处于起步发展阶段，依托于股东资源和支持，业务发展较快，保理业务资产质量较好。

公司自 2019 年起探索开展新金融业务，新金融业务重点围绕股东中国宝武上下游产业链开展供应链金融业务，除了担保业务外，公司还通过全资子公司中合明智保理为产业供应链中小企业提供保理服务。公司与中国宝武旗下上海欧冶金融信息服务股份有限公司、宝武财务公司及销售公司等各个板块开展合作。客户选择上，优先选取与中国宝武多年合作的上游供应商、下游经销商/加工制造类企业等。公司供应链金融业务借助中国宝武生态体系内供应链物流、资金流、信息流数据，基于供应链场景进行各环节的过程风控，并利用物联网、人工智能以及区块链等金融科技手段，已实现全流程线上化融资放款以及贷后监控，业务风险整体可控。

2021—2023 年，公司新金融业务快速发展，供应链产品体系逐步丰富完善。2022 年，公司新金融业务投放规模大幅增加，其中主要系控货类产品“订单宝”担保业务规模实现快速增长带动。2023 年，公司针对中国宝武上游供应商推出“池保理”“工业品订单贷”等数款标准化产品，保理业务投放规模大幅增加，带动新金融业务规模扩大。因新金融业务小额分散、周转快，期末存量规模有限。截至 2023 年末，公司新金融业务余额 17.40 亿元，其中保理业务余额 9.19 亿元，间融担保余额 5.09 亿元，非融担保余额 3.12 亿元。从资产质量来看，公司保理业务无逾期情况。

图表 8 • 新金融业务开展情况 (单位：亿元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年
新金融业务当期发生额	4.80	41.80	66.15
其中：保理业务发生额	2.85	0.61	24.55
新金融业务期末余额	3.84	7.89	17.40
其中：保理业务余额	2.00	0.29	9.19
期末保理业务逾期率 (%)	0.00	0.00	0.00

注：上表新金融业务统计包括担保业务

资料来源：公司提供，联合资信整理

(3) 投资业务

公司持续调整投资结构，投资资产余额有所波动，以债券投资为主。

2021—2023 年末，公司投资资产规模有所波动。公司除被动获得的抵债资产外，原则上不再主动新增股权及非标债权类投资业务。从投资结构来看，公司加大对高流动性资产和标准化债权产品的配置，权益类、非标类投资占比持续收缩，货币基金和债券投资合计占比持续增加。截至 2023 年末，公司投资资产期末投资总额 69.67 亿元，较上年末下降 6.27%，主要系股权类资产及委托贷款规模下降所致。投资资产中债券占比较高，2023 年末占比 70.30%，以利率债和 AAA 级央企债、国企债及城投债等信用债为主，投资策略以持有至到期为主。截至 2023 年末，公司委托贷款余额 0.70 亿元，较上年末降幅较大，主要系公司前期向海航资本发放的 7.00 亿元委托贷款出现风险后，随着风险处置化解，转为信托受益权所致（对应信托计划规模较上年末增加，会计科目由委托贷款重分类至交易性金融资产）。截至 2023 年末，公司投资资产已计提减值准备有所下降，为 5.23 亿元，期末投资资产账面价值 64.44 亿元。

公司对固收类投资资产进行五级分类管理，截至 2023 年末，公司固收类资产账面价值合计 45.32 亿元，其中次级类资产 1.87 亿元，主要系非标违约资产，其余均为正常类，需关注后续处置情况。

图表 9 • 公司投资资产构成情况

业务板块	2021 年末		2022 年末		2023 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
债券	37.23	53.60	37.47	50.41	48.97	70.30
货币基金	0.42	0.61	13.25	17.83	5.78	8.30
股权类	8.76	12.61	7.08	9.53	4.52	6.48
定期存款	4.45	6.41	1.46	1.96	3.58	5.14
资产管理计划	5.95	8.57	3.36	4.52	2.01	2.89
并购基金或股权基金	3.38	4.87	2.57	3.46	1.91	2.74
信托计划	0.29	0.42	0.29	0.39	1.61	2.31
委托贷款	7.09	10.21	7.71	10.37	0.70	1.01
银行理财产品	1.89	2.72	0.99	1.33	0.44	0.63
其他	0.00	0.00	0.15	0.20	0.14	0.21
期末投资总额	69.45	100.00	74.33	100.00	69.67	100.00
期末减值准备余额	11.99	17.27	10.71	14.40	5.23	7.50
期末投资账面净值	57.46	82.73	63.62	85.60	64.44	92.50

资料来源：公司提供，联合资信整理

3 未来发展

公司战略目标清晰，战略规划符合自身特点和发展需要；但仍需关注外部市场环境变化对公司战略转型实现带来的不确定影响，随着城投债担保业务逐渐解保，短期内公司担保业务规模增长承压。

2024—2026 年，是中合担保“3+3”发展战略的转型阶段，此阶段将继续坚持以服务中小企业为使命，以产业平台为依托，以数字金融为手段，以供应链金融业务核心，建立核心竞争力，形成特色经营模式。

2024 年是中合担保“3+3”战略转型阶段的首年，公司推动业务转型，以新金融业务增长弥补城投业务收缩的影响，并严格把控业务风险；突破业务发展瓶颈，形成安全可复制的转型业务模式；培育产品创新/数字化风控/线上化运营/柔性组织等新质生产力。公司 2024 年的经营总方针是“稳中求进、压强突破、育新质生产力”。稳中求进：一是稳妥推进城投债担保业务收缩策略；二是稳步推进新金融业务快速增长；三是投资业务继续聚焦债券投资，深入挖掘潜力获取稳定收益；四是文化引领，机制保障，促进构建前中后台协同发展基石。压强突破：创新实施柔性组织与刚性组织相结合的方式，全力以赴提升业务发展中的获客、运营、服务、平台对接、资金等能力。育新质生产力：逐步培育提升创新产品设计能力、数字化风控能力、线上化运营能力、柔性组织管理能力，形成公司核心竞争力。

七、风险管理分析

1 风险管理体系

公司建立了较为完善的风险管理体系，能够满足当前业务发展的需要。

公司制定了《全面风险管理办法》，并搭建了全面风险管理的组织架构。董事会是公司风险管理的最高决策机构，董事会下设立风险控制委员会，协助董事会监督公司的经营。监事会负责监督公司完善风险管理体系及履行风险控制职责。高级管理层在董事会领导和风险控制委员会指导下，负责全面风险的组织和实施工作。经营层面，公司建立了风险管理三道防线，前台业务部门承担业务相关风险管理的直接责任；中、后台管理部门承担制定风险政策和流程，业务风险评估、日常监测和管理风险的责任；内部审计部承担业务部门和中、后台管理部门履职情况的审计责任。

2 风险控制措施

公司风险管理体系较完善，为开展业务打造了良好基础。

公司对开展担保业务和投资业务建立了较为规范的业务流程及较为完善的制度体系。公司高级管理层下设立业务评审委员会，评审委员由公司高管人员、中层干部及部分骨干员工构成，同时公司制定了《业务评审会工作规则》，对担保、投资以及新金融项目从会前准备到评审结束之间的各项工作流程进行了规定，对评审工作的操作流程进行严格控制，以确保公司业务决策流程的有效性和决策质量。总经理对评审会通过的项目有最终否决权。

公司将风险防范工作前置，由业务部门负责在保项目的保后管理，并由中台部门协助管理。公司保后管理采取现场检查及非现场检查相结合方式，要求现场检查至少每半年进行一次。在担保项目检查过程中，如出现重大问题，业务部门需及时发出预警信号，视情况提交风险处置方案。

公司把设定综合反担保措施作为风险控制的重要手段，采取了多种风险缓释措施：一是在融资结构上尽量设置分期发行或分期还款，逐步缩小风险敞口；二是公司反担保措施有土地房产抵押、高信用等级第三方企业保证反担保、股权质押、存单质押、保证金、连带责任保证等。

在担保业务组合风险管理方面，公司制定了包含集中度指标、担保放大倍数等指标在内的风险管理指标体系，对于业务总量、行业集中度、担保项目及被担保人集中度都有所规定。公司注重风险管理基础设施和信息系统建设，目前已制订较完善的、涵盖客户评级和担保项目评级的内部评级体系，公司 OA 系统和业务管理信息系统已上线使用。

3 担保业务代偿水平

随着前期业务风险充分暴露及风控收紧，2022 年以来公司担保业务无新增代偿，累计代偿率持续下降，但仍处较高水平，需持续关注公司代偿情况及代偿项目后续追偿情况。

随着前期风险充分暴露以及公司风控要求收紧，2022—2023 年，公司已无新增代偿，累计代偿率持续下降。截至 2023 年末，公司累计代偿金额 48.70 亿元，累计担保代偿率为 2.83%，仍处于较高水平。在代偿项目处置方面，公司主要通过法律诉讼等方式进行追偿，2022—2023 年，代偿回收额有所波动。截至 2023 年末，公司累计代偿回收率 35.30%。随着回收处置工作推进及减值计提，公司应收代偿款余额持续下降。截至 2023 年末，公司应收代偿款余额为 13.67 亿元，账面价值为 1.13 亿元。

图表 10 • 公司担保业务代偿与回收情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
当期担保代偿额	5.30	0.00	0.00
当期担保代偿率（%）	2.20	0.00	0.00
累计担保代偿额	48.70	48.70	48.70
累计担保代偿率（%）	3.60	3.14	2.83
当期代偿回收额	2.15	3.13	1.26
累计代偿回收率（%）	26.28	32.72	35.30

资料来源：公司提供，联合资信整理

八、财务分析

公司提供的 2021—2022 年度财务报告经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2023 年度财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年财务报告均被出具了无保留的审计意见。

2021—2023 年，公司合并范围变动较小，会计政策无重大变更。本报告 2021 年/2022 年度财务数据分别取自 2022 年/2023 年审计报告的上年对比数据。

整体看，公司财务数据可比性较强。

1 资本结构

2021—2023 年末，公司所有者权益变化不大，权益规模很大且稳定性较好；负债规模波动增加，杠杆水平有所波动，处于较低水平。

公司用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金等。2021—2023 年末，公司所有者权益变化不大。截至 2023 年末，公司所有者权益合计 73.12 亿元，其中实收资本占比 98.14%，所有者权益稳定性较好。利润分配方面，2021—2022 年公司未针对前一年度利润进行现金分红，2023 年公司分红 1.00 亿元，占上年度净利润的 64.34%，整体留存利润对资本补充效果有限。

2021—2023 年末，公司负债规模先减后增、波动增长，年均复合增长 11.60%。截至 2023 年末，公司负债总额较上年末增长 56.94%，主要系短期借款及卖出回购金融资产增加所致。公司负债主要由准备金、短期借款和卖出回购金融资产构成，2023 年末分别占比 29.78%、9.54%和 45.15%。卖出回购金融资产主要系卖出回购的债券，因债券利率下行，公司增加债券投资杠杆以提高收益水平，2023 年末卖出回购金融资产为 5.86 亿元，较上年末增长 191.34%。2021—2023 年末，公司全部债务规模先减后增、波动增长，公司全部债务均为短期债务，由短期借款和卖出回购金融资产构成；公司实际资产负债率波动增长。截至 2023 年末，公司实际资产负债率较上年末增加，但杠杆水平仍较低。

图表 11 • 公司负债结构

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
担保合同准备金	3.45	33.17	4.09	49.49	3.86	29.78
其中：未到期责任准备金	/	/	1.37	16.60	1.24	9.53
担保赔偿准备金	/	/	2.72	32.90	2.63	20.26
全部债务	3.34	32.07	2.01	24.32	7.09	54.69
其中：短期债务	3.34	32.07	2.01	24.32	7.09	54.69
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他类负债	3.62	34.76	2.16	26.19	2.01	15.53
负债总额	10.42	100.00	8.27	100.00	12.97	100.00
实际资产负债率（%）	8.33		5.08		10.58	

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2 资产质量

2021—2023 年末，公司资产总额波动增加，资产构成以货币资金、投资资产、保理资产等为主，整体资产质量及流动性较好，I 级、II 级和 III 级资产结构满足监管要求。

2021—2023 年末，公司资产总额波动增加，年均复合增长 1.51%。截至 2023 年末，公司资产总额较上年末增长 4.69%，主要系投资资产及应收保理款增加所致，资产构成以货币资金、应收保理款、投资资产及递延所得税资产为主，整体资产质量较好。

公司资产中投资资产占比较高，2023 年末占比 74.85%，投资资产主要由交易性金融资产、债权投资、买入返售金融资产等构成，具体构成见“投资业务”分析。随着保理规模扩大，2023 年末公司应收保理款较上年末大幅增加。随着投资规模及保理业务规模增加，公司闲置资金减少，2023 年末货币资金为 0.74 亿元。公司递延所得税资产规模较大，主要系因前期资产计提大额减值产生。公司其他类资产主要系应收代偿款等，2021—2023 年末随着代偿款持续回收及减值计提，公司应收代偿款持续下降。

受限资产方面，截至 2023 年末，公司受限资产合计 8.52 亿元，占资产总额的比重为 9.90%，包括因卖出回购质押的债券 6.57 亿元及因借款质押的定期存款 1.96 亿元，受限资产占比一般。

截至 2023 年末，公司 I 级资产、II 级资产和 III 级资产之和、III 级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为 70.45%、70.45% 和 16.71%，均满足监管要求。

图表 12 • 公司资产结构（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年
资产总额	83.55	82.24	86.09
其中：货币资金	5.85	4.83	0.74
应收保理款	1.98	0.29	9.14
投资资产	57.46	63.62	64.44
递延所得税资产	9.23	9.35	9.69
其他类资产	9.02	4.14	2.08

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业收入持续下降，受减值计提规模减少的影响，利润总额波动下降，盈利能力处行业尚可水平。

公司营业收入实现情况详见“经营分析”。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	5.91	4.59	4.26
营业成本	4.03	3.53	2.58
其中：提取担保合同准备金净额（转回以“-”填列）	-2.51	-0.74	-0.09
业务及管理费	1.11	1.59	1.42
信用减值损失	5.34	2.56	1.07
利润总额	1.87	1.06	1.68
总资产收益率（%）	1.89	1.27	1.85
净资产收益率（%）	2.16	1.43	2.11

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2021—2023 年，公司营业成本持续下降，主要系随着公司前期风险逐步处置化解，提取的信用减值损失减少所致。公司营业成本主要由业务及管理费和信用减值损失构成。受担保业务规模下降影响，担保合同准备金持续冲回。

受上述因素影响，2021—2023 年，公司利润总额及主要盈利指标均波动下降。2023 年，公司利润总额同比增长 58.25%，总资产收益率和净资产收益率同比亦有所增长，整体盈利能力处行业内尚可水平。

4 资本充足率及代偿能力

截至 2023 年末，公司净资本规模较大，资本充足性很好，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度很好，代偿能力极强。

公司面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

2021—2023 年末，公司净资本波动增长。截至 2023 年末，公司净资本为 49.11 元，较上年末下降 7.44%，净资本/净资产比率及净资本担保倍数较上年末小幅下降，仍处于较好水平。

联合资信根据公司的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信估算，经联合资信估算，

2021—2023 年末，公司净资本覆盖率持续上升。截至 2023 年末，公司净资本覆盖率为 227.33%，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度很好。

图表 14 • 公司资本充足性和代偿能力

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
净资产（亿元）	73.13	73.97	73.12
净资本（亿元）	45.46	53.06	49.11
净资本担保倍数（倍）	9.31	6.32	5.44
净资本/净资产比率（%）	62.16	71.73	67.16
净资本覆盖率（%）	131.86	192.84	227.33
代偿准备金率（%）	145.10	0.00	0.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

5 其他事项

公司间接融资渠道较为通畅，信用记录良好。

截至 2024 年 3 月末，公司获得主要合作银行授信额度合计 40.48 亿元，未使用额度 27.35 亿元；公司融资渠道较为通畅。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2024 年 5 月 8 日查询日，公司无已结清和未结清关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，截至 2024 年 6 月 23 日查询日，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 6 月 23 日查询日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

公司或有负债风险较小。

截至 2024 年 3 月末，除正常担保业务外，公司不存在其他对外担保情况。

截至 2024 年 3 月末，公司且不存在作为被告的重大未决诉讼或仲裁情况。

九、ESG 分析

公司环境风险很小，社会责任履行情况较好，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现尚可，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司所属行业为金融行业，面临的环境风险很小。

社会责任方面，公司依法纳税，2015 年以来均为 A 级纳税人，截至 2023 年末，公司共有员工 116 人。中合担保设立是落实国务院《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，缓解中小企业融资难，发展多层次中小企业金融服务的重要举措，在普惠金融方面，公司积极响应政府政策，积极配合国家战略，提供包括金融产品增信、小微客户和供应链创新金融服务等综合金融服务。

公司未设有专门的 ESG 管治部门或组织。公司治理结构和内控制度较完善，且推行董事会的多元化建设，截至 2023 年末，公司董事会中独立董事占比 1/5，女性董事占比 1/5。

十、外部支持

公司股权结构多元，股东在业务协同、综合授信及管理等方面能给予公司较大支持。

公司股东中既包括政府全资拥有的政策性银行、大型国有企业、民营中小企业，也包括国际知名金融集团和企业，多元化的股权设置有助于中合担保建立现代化的公司治理机制，并打下市场化运营的基础。

2020 年以来，股东中国宝武向公司派驻总经理，并兼任公司董事，并自 2021 年 1 月起代行董事长职权，且中国宝武在业务方面与公司有较多协作，特别是新金融业务方面，中国宝武在产业资源协同、金融资源支持、先进经验输出、综合授信、数据共享等多方面给予了

中合担保大力支持。中国宝武供应链上下游向中合担保全面开放，双方已经在多个环节开展深入业务交流与协同，共同探索创新业务发展机会；其体系内金融机构与中合担保广泛开展业务探讨与协同合作，支持公司帮助解决供应链上的中小企业金融服务需求；向公司输出其在供应链管理、供应链金融服务等各方面的先进管理经验；中国宝武多家子公司向公司共享信息数据，深度开展合作，支持公司业务发展。同时，宝武财务公司给予公司 10.00 亿元新金融综合业务授信额度。

其他股东中国进出口银行、海宁宏达、西门子（中国）有限公司等在同业合作交流、风险防范处置、合规文化建设、产业链及供应链资源协同、业务拓展渠道等方面也持续向公司提供支持。

十一、评级结论

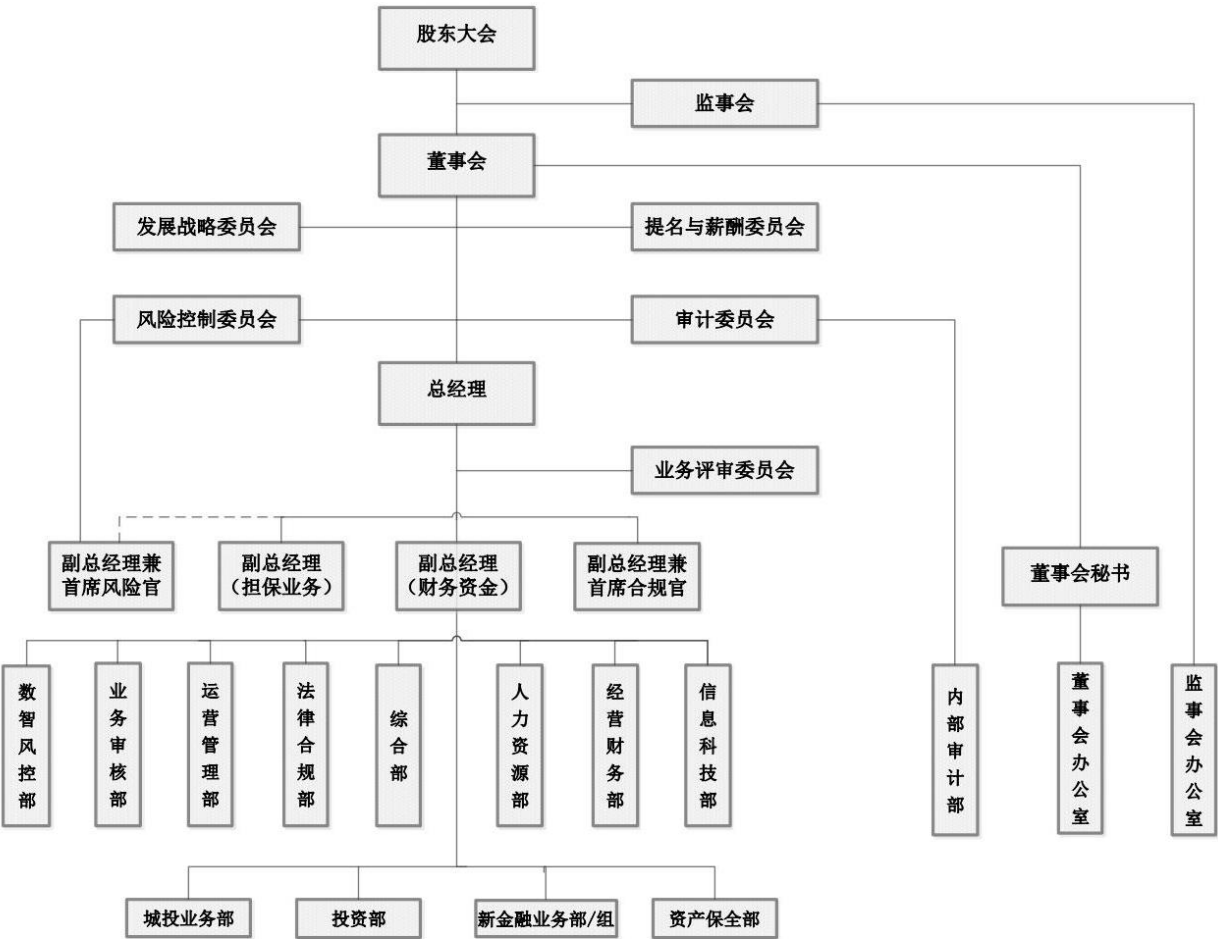
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）

股东名称	股份数额（万元）	持股比例（%）
海航科技股份有限公司	191040	26.62
宏达控股集团有限公司	127600	17.78
海航资本集团有限公司	120000	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	105000	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	68000	9.47
中国进出口银行	50000	6.97
西门子（中国）有限公司	35000	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	21000	2.93
合计	717640	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
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%
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额×100%
担保合同准备金	未到期责任准备金+担保赔偿准备金
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额×100%
费用收入比	业务及管理费/营业总收入×100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
净资本	经调整的资产—经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资性担保责任余额/ (净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金) /资产总额×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值×100%
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和×100%

附件 3-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 3-2 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。