

信用评级公告

联合〔2020〕3201号

联合资信评估有限公司通过对德州德达城市建设投资运营有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定德州德达城市建设投资运营有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，德州德达城市建设投资运营有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年八月十四日



德州德达城市建设投资运营有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺
本期中期票据信用等级: AA⁺
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 3.00 亿元
本期中期票据期限: 不超过 5 年
偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本
募集资金用途: 偿还到期贷款

评级时间: 2020 年 8 月 14 日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	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
外部支持				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

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

本期中期票据的发行对公司现有债务规模和结构影响较小, 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

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

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

优势

1. 外部环境良好。近年来, 德州市区域经济水平稳步提高, 2017—2019 年, 德州市地区生产总值同比分别增长 7.3%、6.7%和 6.1%, 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, 在负责区域内专营优势突出; 公司在资本注入、股权划转、政府补贴和债务置换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, 公司无需承担偿

分析师：姜泰钰 邱成 张博

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

还义务，实际债务负担较轻。

4. **盈利能力较好。**2017—2019年，公司总资本收益率分别为3.04%、1.60%和1.63%；同期净资产收益率分别为1.91%、1.44%和1.47%。整体看，公司盈利能力较好。

关注

1. **业务持续性有待观察。**近三年来，受到股权划转的影响，公司业务板块调整幅度较大，营业收入波动较大，部分业务的可持续性有待观察。
2. **存货对资金形成较大占用。**近三年，公司存货规模仍然较大，2017—2019年，存货占资产比重分别为49.12%、48.21%和51.01%，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	--
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

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/6/28	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
AA ⁺	稳定	2015/6/30	徐荣伟 焦 洁	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015 年)	阅读全文
AA	稳定	2010/1/12	黄 竞 刘新宇	企业主体评级方法(2009 年)	阅读全文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

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

德州德达城市建设投资运营有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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

公司经营范围：城市基础设施和社会公用事业建设、国有资产投资及运营管理；土地整治服务、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，合并范围子公司共计32家。

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。

二、本期中期票据概况

公司已注册总额为20.00亿元的中期票据，并已于2020年3月和2020年8月分别发行2020年度第一期中期票据7.00亿元和2020年度第二期中期票据8.00亿元，本期计划发行2021年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额3.00亿元，期限不超过5年，本期中期票据采用固定利率，每年付息一次，到期一次还本。本期中期票据募集资金拟全部用于偿还到期贷款。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年上半年, 突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象, 但是依然处于萎缩低迷中, 全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正, 超预期增长 3.2%, 但上半年同比依然下降 1.6%, 疫情的负面影响尚未消除, 经济增长还未恢复到正常水

平。当前全球疫情依然在蔓延扩散, 疫情对世界经济的冲击将继续发展演变, 外部风险挑战明显增多, 国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。

由于疫情对生产、流通、消费的限制, 经济活动受到严重冲击, 2020 年上半年中国经济出现负增长, GDP 累计同比增长-1.6%, 其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲, 对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017—2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季	2020 年上半
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计; 3. 增速及增幅均为累计同比增长数, GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率; 4. 城镇失业率统计中, 2017 年为城镇登记失业率, 2018 年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数

数据来源: 联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。

2020 年上半年, 社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%, 降幅较一季度 (-19.0%) 有所收窄, 但仍处于深度萎缩状态; 全国网络零售额达 5.15 万亿元, 同比增长 7.3%, 为支撑消费的重要力量; 全国固定资产投资 (不含农户) 累计同比增长-3.1%, 比上季度 (-16.1%) 明显收窄, 同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看, 制造业投资增速为-11.7%, 降幅比一季度 (-25.2%) 有所收窄, 处于历史同期最低水平; 基础设施建设 (不含电力) 投资增速为-2.7%, 较

上季度 (-19.7%) 降幅大幅收窄, 仍处下降状态; 房地产投资增速为 1.9%, 较一季度 (-7.7%) 转负为正, 成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%, 比上年低 13 个百分点; 国有投资增速为-5.8%, 比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月, 货物进出口总额 14.24 万亿元人民币, 同比增长-3.2%, 增速较一季度 (-6.5%) 收窄。其中, 出口额 7.71 万亿元, 累计同比增长-3.0%; 进口额 6.52 万亿元, 累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元, 较一季度 (993.0 亿元) 大幅增加, 较上年同期 (1.21 万亿元) 略有减少。2020

年上半年，中国对欧盟累计进出口额为1.99万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为2.09万亿元（同比增长5.6%），对美国累计进出口额为1.64万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为1.03万亿元（同比增长0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020年二季度，资本形成总额拉动GDP增长5个百分点，最终消费支出向下拉动GDP 2.3个百分点，货物和服务净出口拉动GDP增长0.5个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。

2020年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降36.7%、二季度增长4.8%；尤其是5、6月份，利润总额分别增长6.0%和11.5%，增速逐月加快。1—5月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较1—3月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。

2020年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度

（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。

2020年6月底，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年底增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期（分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入8.20万亿元，同比增长-11.3%；非税收入1.42万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降30.0%）、节能环保支出（下降15.4%）、交通运输支出（下

降 13.3%)、科学技术支出(下降 12.2%)、教育支出(下降 7.6%)。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元,较一季度缺口(0.93 万亿元)大幅扩大,在疫情冲击的特殊时期,财政收支形势比较严峻。

就业压力较大,形势逐月改善。

2020 年上半年,在疫情冲击下,服务业和制造业均呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%,较 3 月(5.9%)略有回落,但较上年同期(5.1%)仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转,但国内外环境复杂严峻,企业用工需求偏弱,失业率高位运行,总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务,财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施,重点支持帮助中小微企业复工复产,城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降,就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费,增加有效投资。

为应对经济下行压力,帮助企业渡过难关,财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施;实施规模性财政政策,大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元(较上年增加 1.6 万亿元,增幅 74.4%),并加快发行使用进度和使用范围,支持“两新一重”领域基建,增加有效投资,同时增加用作项目资本金的范围及比例,允许地方法人银行使用专项债补充资本金;发行抗疫特别国债 1 万亿元,增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元,赤字率 3.60%以上;同时建立特殊转移支付机制,新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行,加大对中小微企业金融支持。

注重全面性政策和结构性政策相结合,实施三次降准,为市场注入了适度充裕的流动性;三次下调 LPR 报价利率,引导贷款利率下行;创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息(总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”),为小微企业信贷融资创造了良好环境,不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本,而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元,中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点,调整后,3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%,再贴现利率为 2%,进一步降低了中小微企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。为此,下半年财政政策要更加积极有为、注重实效,要保障重大项目建设资金,注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长,推动

综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。

投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

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，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、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

近年来，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。

2017—2019年，德州市地区生产总值同比分别增长7.3%、6.7%和6.1%，德州市区域经济发展水平稳步提高。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，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，德州市平台类企业主要有5家，除公司以外，其他的4家平台企业有财金公司，主要承担棚改项目、粮食项目、现代农业、水利等民生项目；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。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7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（以下简称“热力公司”）和德州市燃气发展有限公司（以下简称“燃气公司”）等7家企业划入公司（见表3），扩大了公司城市基础设施建设和国有资产运营职能。

3. 人员素质

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

截至2020年3月底，公司董事5人（其中董事长兼总经理1人），监事3人，公司高级管理人员共1名，为公司董事长兼总经理。

李松叶先生，汉族，1971年生。历任陵县宋家镇党委副书记，滋镇党委副书记、镇长，钱孙镇党委副书记、镇长，陵城镇党委副书记、镇

长，丁庄乡党委书记，陵县县委办公室主任，庆云县县委常委、县委办公室主任，庆云县县委常委、常务副县长，德州市交通运输投资发展集团副董事长、党委副书记。现任公司董事长、党委书记、总经理。

截至2020年3月底，公司本部在职员工共有54人。从文化程度来看，专科及以下学历4人，本科及以上学历50人。从年龄构成来看，30岁及以下的14人，30~50岁的39人，50岁以上1人。

4. 外部支持

近年来，德州市一般公共预算收入持续增长，财政自给能力较弱，债务负担较重。公司在资本注入、股权划转、政府补贴和政府债务置换等方面获得政府的有力支持。

(1) 德州市财政收入情况

2017—2019年，德州市地方综合财力分别为525.2亿元、698.7亿元和680.2亿元，年均复合增长13.80%。其中，一般公共预算收入分别为187.5亿元、202.5亿元和206.3亿元，税收收入占比分别为71.1%、76.8%和75.86%，一般公共预算收入质量尚可。同期，德州市政府性基金收

入分别为168.5亿元、306.8亿元和280.04亿元，主要为土地使用权出让收入，对综合财力的贡献大。2017—2019年，德州市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%）分别为52.0%、48.9%和41.30%，财政自给能力较弱。

地方政府债务方面，截至2019年底德州市地方政府债务限额757.5亿元，地方政府债务余额665.6亿元；政府债务率（地方政府债务余额/综合财力×100%）为97.85%。

(2) 政府支持情况

近年来，地方政府对公司在资本注入、股权划转、债务置换和政府补贴方面给予有力的支持。

资本注入方面，2017年，公司收到德州市国资办投资款3万元，2019年，公司收到德州市国资委货币注资0.50亿元，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，2017年以来，德州市人民政府、德州市财政局和德州市国资委陆续将部分国有企事业单位的产权划入公司，充实了公司资本公积。具体股权划转情况见下表。

表3 2017—2019年公司收到政府股权划入情况

机构	年份	文件	内容	账面价值
德州市国资办	2017年	《关于同意无偿划转德达公司、财金公司所持部分股权的批复》（德国资企资〔2017〕73号）	同意将财金公司持有德州市燃气总公司的全部产权无偿划转至公司	--
德州市国资办	2017年	《关于调整德州市东建置业有限公司、德州市兴城置业有限公司产权关系的通知》（德国资企资〔2017〕90号）	将德州市经济适用房开发中心持有东建置业有限公司的17.8%股权，兴城置业持有东建置业有限公司的22.2%股权，德州市房地产开发总公司持有东建置业有限公司的20%股权无偿划转至公司	2017年底资本公积减少0.53亿元
德州市财政局	2017年	《关于划转市经济发展投资服务中心持有德州银行股份有限公司的通知》（德财资〔2018〕3号）	将德州市经济发展投资服务中心持有的德州银行股份有限公司的2000万股股份划转至公司	2018年底增加可供出售金融资产0.29亿元
德州市国资办及德州市财政局	2018年7月	《关于划转德州市广川宾馆的通知》（德国资〔2018〕15号）	将市财政局持有的德州市广川宾馆建制划入公司	--
德州市人民政府	2018年7月	《德州市人民政府关于印发市属经营性国有资产统一监	同意将德州市泰达市政公用工程有限公司、德州市绿景园林建设有限公司、德州竭诚环卫工程有限公司、德州	2018年底资本公积净增加10.01亿元，2019

府	月	管工作方案的通知》(德政字〔2018〕31号)	中鲁土石方工程有限公司、德州凯兴工贸有限公司、德州市热力公司和德州市燃气发展有限公司划入公司	年改制评估增加资本公积 5.74 亿元。
德州市国资委	2019 年 6 月	《关于划转德达公司持有的德州中鲁土石方工程有限公司的通知》(德国资字〔2019〕53号)	同意将德州德达城市建设投资运营有限公司持有的德州中鲁土石方工程有限公司 100%股权划转至德州市城市管理局持有	因德州中鲁土石方工程有限公司资不抵债, 2019 年底资本公积增加 0.01 亿元

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

资料来源: 公司提供

债务置换方面, 截至 2020 年 3 月底, 德州市财政局累计拨付债务置换资金约 227 亿元, 用于偿还公司被认定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 2020 年 3 月底, 公司账面政府债务置换资金余额为 91.00 亿元。

政府补助方面, 2017—2019 年, 公司收到的政府补助分别为 4.23 亿元、4.67 亿元和 3.65 亿元, 其中 2017—2018 年政府补助规模较大, 主要是财政补贴的重大项目补助。2020 年 1—3 月, 公司收到政府补助为 0.05 亿元。

5. 企业信用记录

近年来, 公司债务履约情况良好, 联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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 8 月 13 日, 公司无未结清关注类或不良类贷款信息; 公司存在 5 笔关注类已结清信贷信息记录, 主要系 2011 年国开行受国发〔2010〕19 号文影响, 将政府融资平台在该行的所有存量贷款均调整至关注类贷款所致。总体来看, 公司过往债务履约情况良好。

截至2020年8月13日, 联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构较完善, 能满足公司日常的经营管理需要。公司内部管理制度较规范。

1. 法人治理结构

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

结构。

公司设股东会, 股东会由全体股东组成, 是公司的权力机构, 依法行使决定公司经营方针和投资计划; 选举和更换非由职工代表担任的董事、监事, 决定有关董事、监事的报酬事项等职权。公司设董事会, 董事会成员5名, 其中4名由股东会选举产生, 1名职工董事由职工大会选举产生。董事会设董事长1名, 由董事会选举产生。董事任期3年, 董事任期届满, 可连选连任。公司设监事会, 由3名职工监事组成, 由职工大会选举产生; 设监事会主席1名, 由全体监事过半数选举产生。监事的任期3年, 任期届满, 可连选连任。公司设经理, 由董事会聘任或解聘, 经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司职能部门设置和内部管理制度相对完善, 能够保障公司日常运营。

公司本部内设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, 职能部门各司其职, 能够满足公司日常经营需要。此外, 公司根据自身经营特点建立了工程管理、财务管理、融资管理、投资管理等制度。

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

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

投资管理方面，公司制定《投资管理制度》，规定了公司投资项目的受理和申报、投资项目论证、评估和审批、项目实施和投后跟踪管理的相关内容。投资业务部是公司投资业务的运营和管理部门，负责编制投资计划、项目可行性分析等工作。投资决策上，公司及下属子公司所有投资项目须由党支部会议进行审议，形成党支部决议；经过党支部会议通过后，由董事会成员对投资项目进行表决，形成董事会决议。此外，公司规定，除市政府重点项目以及已经通过其他程序报批的项目外，市属国有企业进行投资2000万元以上的长期股权投资项目或5000万元以上的固定资产投资项目须报德州市国资委审核后，报市政府批准。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入波动下降，其中基础设施建设业务占比较高；受股权划转等因素的影响，公司业务结构有所变化，部分业务可持续性有待观察；受毛利率较高的房地产开发业务收入波动影响，综合毛利率波动上升。

公司主要从事德州市基础设施建设、土地一级开发、商品房开发、租赁、工程施工、供暖、供气等业务，业务结构较为多元。受到股权划

转的影响，近年来公司业务结构有所变动，部分业务可持续性有待观察。2017年，根据德州市国有资产监督管理委员会颁布《关于同意无偿划转德达公司、财金公司所持部分股权的批复》，公司将持有德州市供水总公司的全部产权无偿划转至财金公司，同时公司获得财金公司持有的燃气公司的全部产权，2018年起公司新增供气业务，不再从事供水业务。此外，随着公司业务转型的持续推进，公司开始扩展养老大健康板块业务，目前此类业务均处于前期建设期，尚未形成收入，前期投入在会计处理上计入“在建工程”科目。

2017—2019年，公司营业收入波动下降，分别为50.00亿元、37.13亿元和43.58亿元，主要系基础设施建设收入波动下降，以及2018年未实现房地产销售收入所致。从营业收入构成看，近年来基础设施建设收入占比较高，土地开发和房地产销售收入波动较大，公用事业板块（供水、供热、供气）和工程施工业务对营业收入的贡献较小。

毛利率方面，2017—2019年，公司综合毛利率波动增长，分别为10.88%、8.24%和12.79%，主要系2019年公司供热业务及供气业务毛利率大幅提高以及房地产开发业务实现销售收入6.05亿元，毛利率为23.66%，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。

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，房地产开发业务销售收入很少，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4 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务名称	2017年			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	收入	占比	毛利率
基础设施建设	36.29	72.57	3.91	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	1.17	2.34	82.86	0.98	2.64	79.44	0.93	2.12	65.36	--	--	--
供热业务	2.68	5.36	-19.33	3.28	8.84	-23.33	3.62	8.32	0.91	2.06	21.53	1.70
供水业务	0.70	1.40	31.48	--	--	--	--	--	--	--	--	--
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	5.79	11.58	27.57	--	--	--	6.05	13.88	23.66	0.03	0.33	-5.67
工程施工	1.34	2.69	7.29	1.14	3.08	31.06	0.69	1.58	32.44	0.05	0.54	-4.58
其他	2.04	4.08	81.30	1.09	2.94	45.50	2.39	5.49	54.28	0.29	3.04	15.23
合计	50.00	100.00	10.88	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. 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债务置换予以保障。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。新划入的陵城区将增加公司可开展基础设施建设业务的范围，公司前期已经开始参与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，2017年，公司获得政府债务置换款74.56亿元，2018年和2019年，公司未发生债务置换。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，政府待置换债务余额为85.00亿元。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。

2017—2019年，公司基础设施建设收入分别为36.29亿元、24.80亿元和26.74亿元，毛利率分别为3.91%、5.00%和4.99%。近三年，公司基础设施建设毛利率略有增长。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。

回款方面，2017—2019年，公司基础设施建设业务的回款均与通过政府债务置换形成的其他应付款冲抵。

表5 2017—2019年公司主要已完工项目收入确认及回款情况表（单位：亿元）

项目名称	总投资额	回购期	2017年 确认收入	2018年 确认收入	2019年 确认收入	回款金额
袁桥社区安置房项目	21.92	2017年	22.99	--	--	--
东区南部安置房项目	13.82	2017年	14.50	--	--	--

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	--

注：上表中2017年收入总和大于表4中2017年的基础设施建设收入，主要系部分已结转项目收入确认规模偏高，于2017年进行调减所致
资料来源：公司提供

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39亿元，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46亿元，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 6 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2019年未取得相关收入，未来收入实现存在一定的不确定性。

土地整理业务

根据德政办发〔2008〕29号文件精神，公司具有德州市城市土地一级开发职能，公司所开发的土地位于德州市德城区、经济技术开发区、运河开发区区域，均属于中心城区范围，地理位置优越，具有良好的预期收益。

公司通过对土地进行前期开发整理，待土地熟化具备转让条件后移交给德州市土地储备中心，德州市政府根据地块所属区位、出让时间和土地性质，在公司开发整理成本的基础上

给予一定的项目收益，公司在收到项目收益后确认土地整理收入。

2017年，因德州市土地出让整体安排原因，公司未实现土地整理收入。2018年，德州市政府根据当年土地规划对公司已整理的太阳城家园地块支付2.69亿元土地整理成本和项目收益。不同地块的项目收益受历史出让价格影响差异较大，截至2019年底，公司主要已整理待移交的土地约为207.14万平方米，公司累计投入2.31亿元。2019年，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，公司暂时搁置土地整理业务。

建设用地指标统筹业务

公司土地开发业务还包括建设用地指标统筹业务¹。山东省国土资源厅于2006年6月出台了《山东省城镇建设用地增加与农村建设用地

¹建设用地指标是国家为保护耕地面积，严守耕地红线，对新增

建设用地采取的控制手段，即对每个年度各地区建设用地面积设

减少相挂钩管理办法》(鲁国土资发〔2006〕111号),明确提出了建新地块的总面积不得大于拆旧地块的总面积,拆旧地块复垦为农用地的数量和质量应不低于建新占用的农用地的数量和质量的要求。2011年3月,经德州市人民政府授权公司将各县(市、区)每年取得的部分建设用地指标实行市级统筹管理,并对市级统筹指标实行有偿调剂。

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

2013年,公司分别向各县(市、区)统筹了29535.00亩建设用地指标,共支付35.39亿元补偿费用,计入“存货”或“在建工程”科目。2016年,平原县、禹城市等六县(市)根据当地建设需求共计申请调入1385.30亩建设用地指标,公司取得建设用地指标统筹收入2.08亿元。2018年,乐陵市人民政府申请调入建设用地指标921.00亩,经德州市国土资源局和德州市财政局同意,公司取得建设用地指标统筹收入2.05亿元。

截至2019年底,公司持有的建设用地指标共计约26190亩。未来,随着德州市各地区的建设发展,对于建设用地的指标仍有稳定的需求,公司将根据德州市政府的建设用地规划向各县(市、区)调剂相关建设用地指标,取得建设用地指标统筹收益。

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

(3) 供热业务

公司供热业务收入规模持续增长,在市区的市场份额较高,因管道设施铺设完成,运营期间无大规模成本投入,2019年毛利率由负转正,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。2017—2019年,3家供热主体采购量均持续增长,采购总量分别为478.31万吉焦、571.50万吉焦和628.82万吉焦,年均复合增长14.66%,其中热力公司采购量占比均在60%以上。

下游客户方面,公司供热客户以居民客户为主,2017—2019年居民客户供热面积占比分别为79.00%、79.29%和79.11%。公司供热价格由政府制定,近三年对居民客户和非居民客户的供热价格没有变化,分别为22元/平方米和30

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。

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7 公司供热价格和供热面积
(单位：元/平方米、万平方米)

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	价格	面积	价格	面积	价格	面积
居民用户	22	1949.14	22	2156.77	22	2161.37
非居民用户	30	518.26	30	563.43	30	570.65

资料来源：公司提供

2017—2019年以及2020年1—3月，公司实现供热板块收入分别为2.68亿元、3.28亿元、3.62亿元和2.06亿元。公司供热收入持续增长，主要系近年来市区商品房交房面积增加，集中供暖需求增长所致。同期，公司供热业务毛利率由负转正，主要系近年来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下降从而降低成本；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。2017—2019年，公司收到供热补贴0.34亿元、0.22亿元和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

公司于2018年开始经营供气业务，供气规模迅速扩张，业务收入大幅增长，毛利率快速提高。

公司于2018年将燃气公司纳入合并范围，开始经营天然气供应业务，经营主体为燃气公司及其子公司德州中燃城市燃气发展有限公司（以下简称“德州中燃”）。目前公司为德州市主城区（德城区、经济开发区、陵城区）范围内唯一的管道燃气运营主体，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股份有限公司管道销售分公司（以下简称“中国石油管道销售公司”）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燃气发展有限公司供气。

销售模式方面，居民用气按照政府公布的指导价格进行销售，工商业用户用气价格在指导价格基础上谈判确定后进行销售。结算模式方面，居民用气根据物价部门定价据实结算，工商业用户根据谈判确定的价格进行收费结算。燃气价格方面，2017年德州市物价局对德州市德城区、经济技术开发区和运河经济开发区三个中心城区（以下简称“城三区”）的居民用气价格由统一收取2.00元/立方米调整为阶梯价格计费，并于2018年再度上调了每个阶梯的天然气单价，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，由于山东省不断推进非居民用天然气价格市场化改革，德州市物价局于2017年和2018年两次调整了城三区的非居民用天然气价格，仍然沿用了分档定价的模式，整体上调了非居民用气价格，2019年，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，供气业务毛利率较上年大幅增长，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。2019年，公司收到供气补贴740万元。整体看，供气业务盈利水平较高。

(5) 房地产开发业务

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

公司房地产业务来自各具备房地产开发资质的子公司，其中德州市房屋建设综合开发集团总公司（以下简称“房开集团”）规模最大，具有一级开发资质、乙级设计资质、乙级监理资质、二级物业管理资质和二级施工资质。2018年下半年，公司以房开集团股权入股德州市城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“德州城建”），持有德州城建25.00%的股权，房开集团不再纳入公司合并范围。2017年，德州市国资委将德州市东建置业有限公司（以下简称“东建置业”）60%股权划转至公司，划转完毕后，公司合计持有东建置业100%股权。东建置业注册资本5000万元，具有三级房地产开发资质，已开发项目包括德州东建花园等。此外，2017年公司新设立全资子公司德州市绿景置业有限公司（以下简称“绿景置业”），2018年与山东东海房地产开发集团有限公司合资成立德州东达置业有限公司（以下简称“东达置业”），绿景置业和东达置业均具有房地产开发暂定资质。截至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。公司2017年实现房地产销售收入5.79亿元，全部来自房开集团的开发项目。由于房开集团的整体转出，以及东建置业和绿景置业的在建项目尚未达到收入确认条件，2018年公司未确认房地产销售收入。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建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·壹号院累计收到回款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6.24亿元。

表8 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) 工程施工业务

随着工程施工业务主体股权划转出去，公司未来工程施工板块将存在一定不确定性。

公司工程施工收入主要来自房开集团和子公司泰达市政，此外热力公司和燃气公司均可开展管道施工业务，但整体体量很小。由于房

开集团于2018年整体划出，目前公司的工程施工收入主要来自泰达市政。2017—2019年及2020年1—3月，公司工程施工收入分别为1.34亿元、1.14亿元、1.58亿元和0.05亿元。2016—2017年，公司工程施工业务确认收入主要来源为公司2014年承接的生金刘社区建设项目，该项目总投资9.90亿元，截至2018年底已经完工，已确认收入并实现回款11.30亿元。由于房开集团不再纳入合并范围，2018年公司的工程施工收入主要来自泰达市政。近三年，公司工程施工毛利率波动较大，主要系不同施工主体、不同项目毛利率存在差异所致。

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

(7) 租赁业务

公司将自有部分房产进行出租经营，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%。2017—2019年，公司租赁业务收入分别为1.17亿元、0.98亿元和0.93亿元，由于德州大剧场划出，2018年公司可出租面积和租金收入有所下降。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9 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	94400.00	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	36100.00	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	720.00	100	商户	2017—2019	商业	64.20
合计	--	131200.00	--	--	--	--	9456.60

资料来源：公司提供

(8) 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及以下平台用于棚改项目。未来棚改资金偿还义务由资金使用者承担，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、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，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债务置换予以保障。公司土地开发运营模式有所调整，未来收入存在一定的不确定性。公司房地产易受到房地产市场

波动性影响，未来收益存在一定不确定性。

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

此外，公司还将开辟养老大健康板块，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。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

1. 财务概况

公司提供的2017—2019年度合并及母公司财务报表经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2020年一季报未经审计。

近年来，公司合并范围有一定变化。2017

年，公司注销子公司1家，新划入子公司1家，新设立子公司3家；2018年，公司共划出10家子公司（包括德州市供水总公司及3家下属子公司、德州市房屋建设综合开发集团总公司及5家下属子公司），同时有20家子公司纳入合并范围，其中14家来自股权划转，1家来自对外收购，5家来自投资设立。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。

2. 资产质量

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大，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。

2017—2019年，公司资产总额持续下降，年均复合下降1.91%。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后抵消债务置换款，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，2019年底，公司流动资产占总资产比重略有增长至61.56%，公司资产以流动资产为主。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.91	4.52	7.13	1.66	12.40	2.93	17.28	4.09
预付款项	15.85	3.60	8.21	1.91	7.23	1.71	6.76	1.60
其他应收款	6.64	1.51	23.80	5.53	18.07	4.27	17.84	4.22
存货	216.22	49.12	207.61	48.21	216.05	51.01	217.26	51.41
流动资产	262.52	59.64	250.20	58.10	260.72	61.56	265.47	62.82
长期应收款	44.76	10.17	44.00	10.22	43.67	10.31	43.67	10.33
长期股权投资	21.01	4.77	30.63	7.11	33.08	7.81	33.08	7.83
固定资产	11.18	2.54	11.29	2.62	13.85	3.27	13.68	3.24

在建工程	83.03	18.86	75.36	17.50	52.41	12.37	47.00	11.12
非流动资产	177.67	40.36	180.45	41.90	162.83	38.44	157.11	37.18
资产总额	440.19	100.00	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年一季度整理

2017—2019年，公司流动资产波动下降，年均复合下降0.34%。截至2019年底，公司流动资产260.72亿元，较上年底增长4.21%，主要系货币资金和存货增长所致。

截至2019年底，公司货币资金为12.40亿元，较上年底增长74.00%，主要系公司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，为受限货币资金，占货币资金比重较小，其中定期存款300.00万元。

2017—2019年，公司应收账款规模持续增长，年均复合增长218.64%，截至2019年底为3.38亿元，主要系应收德州市机关事务管理局的租金累积两年尚未支付。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄在1年以内占比为85.27%，1至2年占比为5.22%，2年以上的占比为9.51%；公司累计计提坏账准备0.14亿元。从集中度看，应收账款前5名金额占比为75.67%，欠款方主要为政府机构，集中度较高。

2017—2019年，公司其他应收款呈波动增长趋势，年均复合增长64.94%。截至2018年底，公司其他应收款23.80亿元，较上年底增加17.16亿元，主要系对山东金鲁班集团有限公司（以下简称“金鲁班有限公司”）的借款大幅增长所致。截至2019年底，其他应收款为18.07亿元，较上年底下降24.06%，主要系保证金大幅下降；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，公司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；从欠款单位来看，前五名欠款方合计占比67.27%，集中度一般，对德州皇明集团的应收款坏账准备计提比例较高，主要系皇明集团为民营企业，对该公司的其他应收款账龄集中

于3~4年以及5年以上，按账龄法计提坏账准备的计提比例高。具体欠款单位如下表。

表 11 2019 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
金鲁班有限公司	11.55	--	42.95
山东德棉集团有限公司	3.16	1.36	11.74
山东省德州市皇明太阳能集团有限公司	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

2017—2019年，公司预付款项持续下降，年均复合下降32.46%，主要为预付代建项目工程款。截至2019年底，公司预付款项为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。

2017—2019年，公司存货规模略有下降。截至2018年底，公司存货207.61亿元，较上年底下降3.98%，主要系部分项目由于政府回购结转收入所致。截至2019年底，公司存货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，存货主要由土地（占74.06%）、库存商品（占11.59%）和开发成本（占14.16%）构成。其中土地系公司通过政府资产注入、招拍挂方式或从二级市场购入方式取得；库存商品主要系未结转的代建项目；开发成本主要系公司自营房地产开发成本。

2017—2019年，公司其他流动资产规模波动较大，截至2017年底和2019年底分别为3.56亿元和3.57亿元，主要由理财产品和待抵扣增值税进项税构成；截至2018年底为1.48亿元，主要为待抵扣增值税进项税1.39亿元。

2017—2019年，公司非流动资产波动下降，

年均复合下降4.27%。截至2019年底，公司非流动资产为162.83亿元，较上年底下降9.76%。

2017年，公司新增长期应收款，主要系公司将棚改贷款由其他应收款重分类至长期应收款所致。截至2019年底，公司长期应收款为43.67亿元，其中向各区县提供的棚改项目建设资金44.06亿元，应收国开基金款项4.46亿元，公司累计计提坏账准备4.85亿元。

2017—2019年，公司可供出售金融资产有所增长，年均复合增长14.31%。截至2018年底，公司可供出售金融资产5.59亿元，较上年底增长30.67%，主要系增加对北京中海双创二期基金投资中心（有限合伙）和德州银行的股权投资所致，截至2019年底，公司可供出售金融资产较上年底保持稳定。

2017—2019年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长25.48%。截至2019年底，公司长期股权投资为33.08亿元，较上年底增长7.99%，主要系公司确认投资收益以及其他权益变动增长所致。2017—2019年，公司确认投资收益分别为1.30亿元、0.81亿元和0.84亿元，投资收益主要来自金鲁班有限公司。

2017—2019年，公司投资性房地产规模略有下降，全部为房屋及建筑物，截至2019年底账面价值为6.19亿元，累计计提折旧1.88亿元。

2017—2019年，公司固定资产有所增长，截至2019年底账面价值13.85亿元，较上年底增长22.67%，主要系机器设备改制及重分类所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占39.80%）和机器设备（占56.97%）构成。截至2019年底，公司固定资产累计折旧8.88亿元。

2017—2019年，公司在建工程持续下降，截至2019年底为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。公司在建工程主要为市政工程（占94.41%），供暖工程、供气工程和应用技术研究院规模较小。市政工程包括高铁新区基础设施建设项目、危房改造项目和应用技术研究院等项目。

2017—2019年，公司无形资产波动增长，年均复合增长10.30%。截至2018年底，公司无形资产3.53亿元，较上年底变化不大，主要由土地使用权（占99.59%）构成，累计摊销0.47亿元。截至2019年底，公司无形资产4.51亿元，较上年底增长27.76%，主要系土地使用权改制评估导致的资产增值。

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%，规模和结构较上年底无明显变化。公司资产中流动资产265.47亿元，占资产总额的62.82%，其中货币资金增长39.33%至17.28亿元，主要系取得借款规模较大所致；非流动资产157.11亿元，规模较上年底略有下降，各资产科目均无明显变化。

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。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益规模和结构保持平稳增长，资本公积和未分配利润占比高，所有者权益稳定性较好。

2017—2019年，公司所有者权益平稳增长，年均复合增长4.56%。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高，所有者权益稳定性较好。

表 12 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	20.50	10.58	20.50	10.19	21.00	9.91	21.43	10.14
资本公积	132.52	68.37	135.81	67.49	143.12	67.53	143.12	67.71

盈余公积	4.30	2.22	4.69	2.33	4.92	2.32	4.92	2.31
未分配利润	33.05	17.05	35.38	17.58	38.34	18.09	38.70	18.21
少数股东权益	3.48	1.80	4.87	2.42	4.55	2.15	4.44	2.09
所有者权益合计	193.84	100.00	201.24	100.00	211.93	100.00	212.57	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2020 年半年报整理

2017—2019 年，公司实收资本保持相对稳定。截至 2019 年底，公司实收资本为 21.00 亿元，较上年底增长 0.5 亿元，主要系 2019 年 9 月 26 日收到德州市国资委货币注资 0.50 亿元。

2017—2019 年，公司资本公积持续增长，年均复合增长 3.92%。截至 2018 年底，公司资本公积 135.81 亿元，较上年底增长 2.48%。2018 年，根据德州市人民政府德政字〔2018〕31 号文件要求调整市属经营性国有资产，调整后公司资本公积累计增加 10.01 亿元；根据德州市政府要求无偿划转德州大剧院资产至德州城投，减少资本公积 6.72 亿元。截至 2019 年底，公司资本公积 143.12 亿元，较上年底增长 5.39%。2019 年，德州市广川宾馆有限责任公司、热力公司、燃气公司改制评估增加资本公积 5.74 亿元；根据德国资字〔2019〕53 号文件要求无偿划转德州中鲁土石方工程有限公司股权增加其他资本公积 0.01 亿元。对长期股权投资权益法

核算单位权益法调整增加其他资本公积 1.61 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司所有者权益为 212.57 亿元，较上年底下降 0.26%，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。

近年来，随着公司偿还负债以及项目完工结转抵消债务置换款，负债规模持续下降；负债结构以流动负债为主。考虑到公司负债主要由政府债务置换款和棚改项目统贷还款构成，公司实际债务负担较轻。

2017—2019 年，公司负债总额持续下降，年均复合下降 7.31%。截至 2019 年底，公司负债总额 211.62 亿元，较上年底下降 7.75%，其中流动负债占 65.99%。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.07	2.06	7.07	3.08	6.27	2.96	8.07	3.82
预收款项	5.09	2.07	3.58	1.56	5.53	2.61	6.09	2.88
其他应付款	148.65	60.34	129.96	56.65	103.98	49.14	96.88	45.87
一年内到期的非流动负债	3.08	1.25	9.21	4.01	17.69	8.36	17.32	8.20
流动负债	166.09	67.42	155.82	67.92	139.65	65.99	134.14	63.51
长期借款	70.68	28.69	66.09	28.81	64.88	30.66	61.94	29.33
专项应付款	4.43	1.80	1.91	0.83	0.74	0.35	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	4.94	2.01	5.36	2.34	6.36	3.01	7.26	3.44
非流动负债	80.25	32.58	73.59	32.08	71.98	34.01	77.06	36.49
负债总额	246.35	100.00	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 年一季度整理

2017—2019 年，公司流动负债持续下降，年均复合下降 8.31%。截至 2019 年底，公司流动负债 139.65 亿元，较上年底下降 10.38%，主

要系其他应付款大幅下降所致。

2017—2019 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 11.20%。截至 2019 年底，公司

短期借款 6.27 亿元，较上年底下降 11.31%，其中抵押借款 3.18 亿元，保证借款 3.09 亿元。

2017—2019 年，公司应付账款持续下降，年均复合下降 12.33%。截至 2019 年底，公司应付账款 2.71 亿元，较上年底略有下降 1.40%，主要为应付货款和工程款，账龄在 1 年以内的占 78.38%。

2017—2019 年，公司预收款项波动增长，分别为 5.09 亿元、3.58 亿元和 5.53 亿元。截至 2019 年底，公司预收款项中预收绿城德达玉园项目和东建置业公司楼盘项目的房款合计 2.12 亿元，其余主要为预收采暖费和工程款。

2017—2019 年，公司其他应付款持续下降，主要为收到的政府债务置换款，用以冲抵政府代建项目回款。截至 2019 年底，公司其他应付款 103.98 亿元，较上年底下降 19.99%，主要系结转部分债务置换资金所致。其中，应付德州市财政局的款项合计为 92.95 亿元，土地整治挖潜指标押金 1.35 亿元，二者合计占 2019 年底其他应付款的 96.58%，其余主要为押金和往来款。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 17.69 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

2017—2019 年，公司非流动负债持续下降，年均复合下降 5.30%，主要系长期借款和政府投入的专项应付款持续下降所致。

2017—2019 年，公司长期借款持续下降，截至 2019 年底为 64.88 亿元，其中统借统还的棚改贷款 56.39 亿元，抵押借款 1.43 亿元和保证借款 7.06 亿元。

2017—2019 年，公司专项应付款持续下降，截至 2019 年底，公司专项应付款为 0.74 亿元，较上年底减少 1.17 亿元，主要系结转政府拨付的管网专项配套费。

2017—2019 年，公司递延收益持续增长，年均复合增长 13.48%。截至 2019 年底，公司递延收益为 6.36 亿元，较上年底增长 18.73%。公司递延收益为因供热配套形成的开口费以及

项目补贴。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 211.20 亿元，较上年底减少 0.42 亿元，保持相对稳定；其中流动负债占 63.51%，占比较上年底有所下降，主要系公司在建工程结转抵消其他应付款中的债务置换款所致。

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务持续增长，分别为 78.88 亿元、82.42 亿元和 88.83 亿元，其中长期债务分别占比 89.60%、80.19% 和 73.03%。近三年，公司资产负债率和长期债务资本化比率持续下降，全部债务资本化比率略有增长，截至 2019 年底，上述指标分别为 49.96%、23.44% 和 29.54%。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 94.34 亿元，较上年底增长 6.20%，其中长期债务占比 73.08%。公司资产负债率较 2019 年底略有上升，为 49.98%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较 2019 年底有所上升，分别为 30.86% 和 24.59%。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。

从集中偿债压力来看，公司 2020—2022 年到期债务规模（不含棚改贷款）分别为 22.77 亿元、5.17 亿元和 10.64 亿元，公司 2020 年面临一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入波动下降，期间费用控制能力尚可，整体盈利能力较好。

2017—2019 年，公司营业收入波动下降，年均复合下降 6.64%。2019 年，公司实现营业收入 43.58 亿元，同比增长 17.37%，主要系 2019 年房地产开发业务产生收入所致。2017—2019 年，公司营业成本波动下降，年均复合下降 7.65%。同期，公司营业利润率波动上升，分别为 9.82%、7.67% 和 11.77%。

从期间费用来看，2017—2019 年，公司期间费用波动下降，以财务费用为主。2019 年，公

司期间费用3.26亿元,同比增长12.57%,主要系管理费用快速增长所致。2019年,公司销售费用为0.51亿元,同比增长81.18%,主要系销售人员工资增长所致;管理费用为1.40亿元,同比增长34.93%,主要系职工薪酬增长所致;财务费用1.58亿元,同比下降14.32%,主要系债务置换后利息支出减少所致。近三年期间费用率分别为11.78%、7.82%和7.48%,公司期间费用控制能力尚可。

非经营性损益方面,2017—2019年,公司资产减值损失波动下降,分别为0.23亿元、1.49亿元和-0.76亿元,主要为当年计提的坏账损失以及坏账准备的转回。2017—2019年,公司投资收益分别为1.33亿元、0.87亿元和0.88亿元,主要来源于长期股权投资。2017—2019年,公司获得其他收益0.48亿元、0.26亿元和0.31亿元,主要为供暖、供气和供水补贴。2017—2019年,公司营业外收入分别为3.78亿元、4.48亿元和0.30亿元,其中政府补助分别为3.75亿元、4.41亿元和0.24亿元,其中2017—2018年政府补助规模较大,主要是财政补贴重大项目补助,2019年该项目补贴列入递延收益,故营业外收入大幅下降。

2017—2019年,公司利润总额分别为4.22亿元、4.05亿元和3.94亿元,政府补助占利润总额比重为100.05%、115.44%和7.61%,利润总额对政府补贴的依赖程度大幅下降。

2017—2019年,公司总资本收益率分别为3.04%、1.60%和1.63%;同期净资产收益率分别为1.91%、1.44%和1.47%。整体看,公司盈利能力较好。

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。

5. 现金流分析

近年来,公司经营性净现金流波动较大,实际收入实现质量较好;随着在建项目的逐步

完工,公司投资活动产生的现金流量净额有所下降;受融资规模扩大影响,筹资活动现金流由净流出转变为净流入。

2017—2019年,公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为20.35亿元、12.61亿元和18.11亿元;同期,公司现金收入比分别为40.70%、33.95%和41.56%。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较好。收到其他与经营活动有关的现金主要为收到的政府补助和往来款。同期,公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金,分别为10.59亿元、18.08亿元和14.72亿元。2017—2019年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为10.27亿元、2.37亿元和6.27亿元。

2017—2019年,公司投资活动现金流入分别为1.47亿元、16.41亿元和23.93亿元,其中2019年收到其他与投资活动有关的现金12.67亿元,主要系理财产品收回的现金。同期,公司投资活动现金流出分别为4.43亿元、19.76亿元和29.82亿元,其中2019年公司支付其他与投资活动有关的现金14.26亿元,主要为购买理财产品支付的现金。同期,投资活动产生的现金流量净额分别为-2.96亿元、-3.36亿元和-5.89亿元。

2017—2019年,筹资活动现金流入波动下降,分别为94.06亿元、13.23亿元和25.29亿元。2018年筹资活动现金流入同比大幅下降85.93%,主要系2018年公司不再收到置换政府债务资金计入收到其他与筹资活动有关的现金所致。2017—2019年,公司筹资活动现金流出持续下降,分别为99.85亿元、25.04亿元和20.38亿元。2017年,筹资活动现金流出99.85亿元,同比增长184.11%,主要系归还银行借款和提前兑付两期企业债券所致。公司支付其他与筹资活动有关的现金规模较大,主要为往来款。2017—2019年,公司筹资活动现金净额分别为-5.79亿元、-11.82亿元和4.92亿元。

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,现阶段公司对外部融资的依赖性强。

6. 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呈下降趋势;公司长期偿债能力较好;考虑到公司间接融资渠道较为畅通,且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。

2017—2019 年,公司流动比率分别为 158.06%、160.57%和 186.70%;速动比率分别为 27.88%、27.33%和 31.99%;经营现金流动负债比分别为 6.18%、1.52%和 4.49%。截至 2020 年 3 月底,流动比率和速动比率较 2019 年底分别上升至 197.90%和 35.94%,流动资产对流动负债的保障能力较强。2017—2019 年,公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别为 2.43 倍、0.44 倍和 0.52 倍;截至 2020 年 3 月底,公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数上升至 0.68 倍。总体看,公司短期偿债能力较弱。

2017—2019 年,公司 EBITDA 有所波动,分别为 10.89 亿元、7.11 亿元和 7.70 亿元;EBITDA 利息倍数分别为 2.38 倍、4.33 倍和 4.33 倍,全部债务/EBITDA 分别为 7.24 倍、11.59 倍和 11.54 倍。公司长期偿债能力较好。

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。被担保企业包括山东省德州华创置业有限责任公司(实际担保金额 1.19 亿元)、金鲁班有限公司(实际担保金额 6.20 亿元)和德州市公路工程总公司(实际担保金额 0.5 亿元)。被担保方主要为德州市内的国有

企业,目前经营正常。截至 2020 年 3 月底,公司无重大未决诉讼。总体看,公司或有负债风险较低。

考虑到公司间接融资渠道较为畅通,且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。

7. 母公司分析

母公司作为基础设施建设和土地开发业务的主要实体,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%,母公司盈利能力较好。

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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据的发行对公司现有债务水平有影响较小，债务负担略有加重。

本期中期票据拟发行规模为 3.00 亿元，相当于 2019 年底公司长期债务的 4.62%，相当于全部债务的 3.38%，对公司现有债务总额影响较小。

截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.96%、29.54% 和 23.44%；以公司 2019 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 50.32%、30.23% 和 24.26%，公司债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还到期贷款，公司实际债务负担指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强，EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 10.89 亿元、7.11 亿元和 7.70 亿元，为本期中期票据发行规模的 3.63 倍、2.37 倍和 2.57 倍，保障能力较强。同期，公司经营活动现金流入量分别为 23.86 亿元、22.85 亿元和 25.14 亿元，分别为本期中期票据发行规模的 7.95 倍、7.62 倍和 8.38 倍，保障能力强。2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为 10.27 亿元、2.37 亿元和 6.27 亿元，分别为本期中期票据发规模的 3.42 倍、0.79 倍和 2.09 倍。

从集中兑付情况看，若本期中期票据于 2021 年发行，期限按 5 年计算，则到期时间为 2026 年。当年公司仅有本期中期票据 3.00 亿元到期，公司集中偿付压力较小。

本期中期票据的发行对公司有息债务规模

和结构影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

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

十、结论

公司作为德州市市政基础设施投资建设重要主体，主要从事市政基础设施建设、土地开发等工作。近年来，德州市区域经济和财政实力不断增强，为公司创造较好的外部环境。公司在资本注入、股权划转、政府补贴和政府债务置换等方面持续获得政府的有力支持。公司负债主要由收到政府债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构成，公司仅承担小部分偿还义务，实际债务负担较轻。

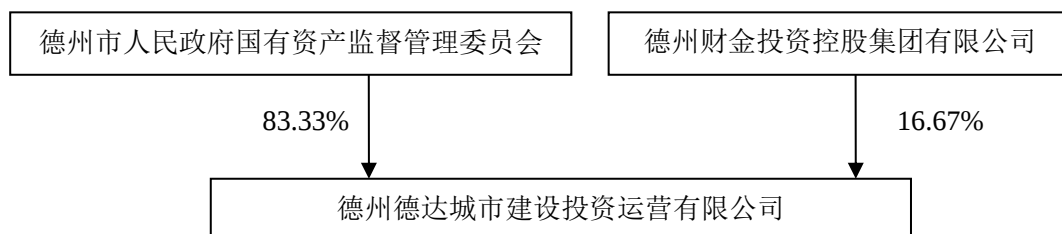
公司基础设施建设项目大部分已完工，在建、拟建项目较少；土地整理业务暂时搁置，房地产受股权划转影响较大，目前房地产业务开始确认收入，毛利率较高。整体看，公司业务结构尚不稳定，部分业务可持续性有待观察。公司资产以流动资产为主，其中存货占比较高，对资金形成一定占用，整体资产质量尚可。2017—2018 年，公司利润总额对政府补贴依赖程度大，2019 年公司利润总额对政府补贴依赖程度大幅下降，整体盈利能力较好。随着公司代建项目的陆续回购及房地产等经营性项目持续开展，未来公司整体收入有望保持一定规模，但受到政府债务置换资金冲抵的影响，基础设施建设业务可产生的现金流入较为有限。考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体信用风险很低。

本期中期票据的发行对公司有息债务规模和结构影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，

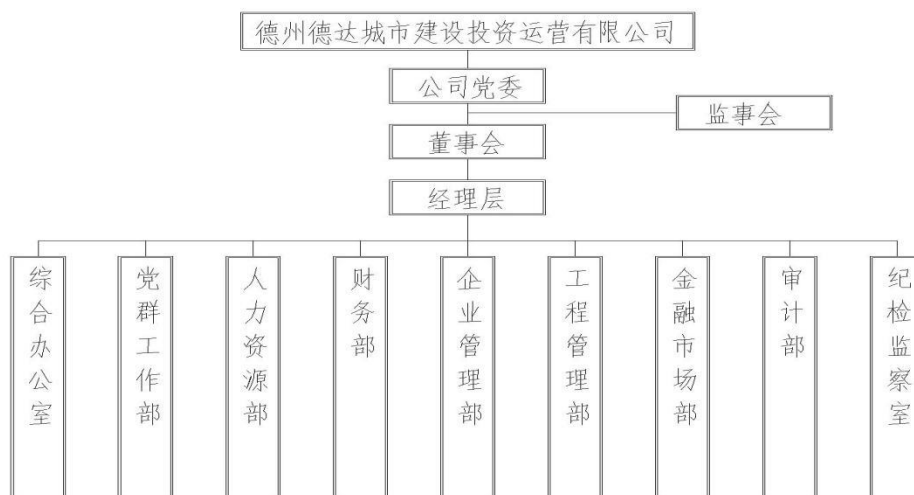
公司主体偿债风险很低，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 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

联合资信评估有限公司关于 德州德达城市建设投资运营有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

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