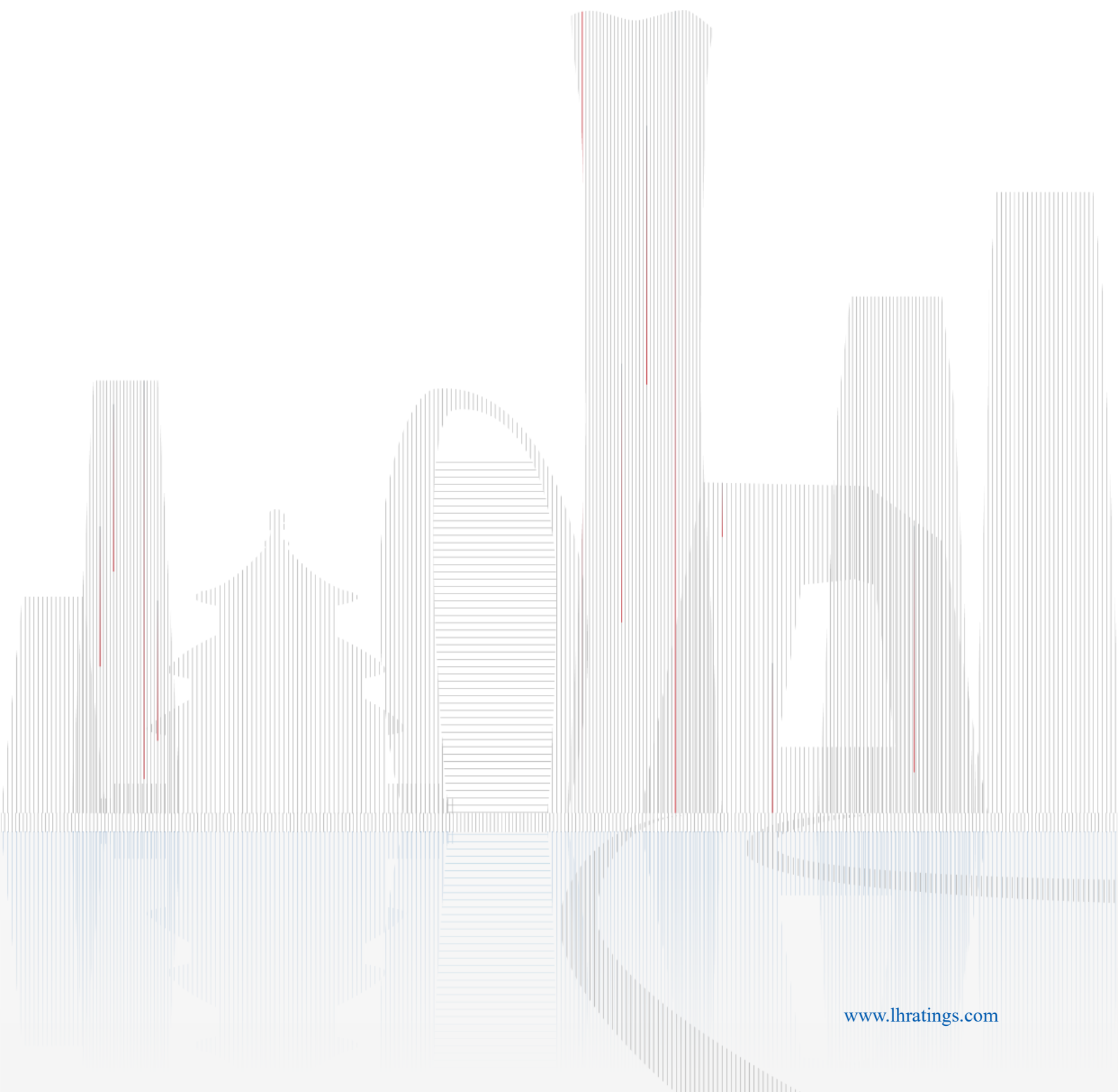


德州德达投资控股集团有限公司

2025 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〔2025〕4624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 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：

二〇二五年六月二十五日

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。

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

2025 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	2025/06/25
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。2024 年，德州市经济水平进一步提高，一般公共预算收入持续增长。公司业务结构较为多元，市场化运营程度较高，收入主要来自商品销售、工程施工和房地产业务收入，公用事业板块能持续为公司带来稳定的现金流。公司工程施工业务期末在手合同储备较为充足，业务可持续性较好。房地产、高速公路在建项目和自营项目未来投资压力大，其中房地产项目待售面积规模较大，去化情况有待观察；高速公路运营和自营项目投资回收周期较长。公司存在部分存量基建和建设用地指标统筹业务，基建项目处于结算尾期，回款情况良好；建设用地指标自 2023 年起拟由德州市政府分批回购，需关注德州市政府回购进度及公司收益情况。公司资产仍以应收类款项、存货、长期股权投资和无形资产为主，债务规模增长较快，整体债务负担适中。公司存在短期偿债压力，长期偿债能力指标尚可，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，经联合资信评估股份有限公司（以下简称“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：公司在资本金注入、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、高速公路运营、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。**2024 年，德州市地区生产总值和一般公共预算收入稳步增长，分别为 4047.73 亿元和 263.36 亿元。随着德州市实施的国家和省重大区域战略的深入推进，德州市有望进一步获得开放合作新机遇，整体看，公司外部发展环境良好。
- **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。**2024 年，公司收到德州市国资委注资本金 0.71 亿元，收到政府经营性补 277.68 万元，获得的供热配套费、项目及其他补贴 0.43 亿元。截至 2024 年底，公司账面政府债务置换资金余额为 7.29 亿元。此外，德州市财政局累计向公司拨付债务置换资金约 227 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 年底，公司在建房地产、高速公路和自营项目未来投资规模超 110 亿元，资金支出压力大；在建房地产项目（不考虑商务中心）剩余待售面积约 60 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 年底，公司全部债务规模增长至 299.04 亿元，现金短期债务比下降至 0.34 倍，2025 年存在短期偿付压力。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

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	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
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				+5
评级结果				AA ⁺

个体信用状况变动说明：由于公司财务风险评价结果弱化，公司指示评级结果由上次评级的 a⁺ 调整为 a⁻；个体调整情况无变动；故公司的个体信用等级由 a⁺ 变动为 a⁻。

外部支持变动说明：公司实际控制人具有很强的综合实力，在资本金注入、政府补助和政府债务置换等方面给予公司有实力的外部支持。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

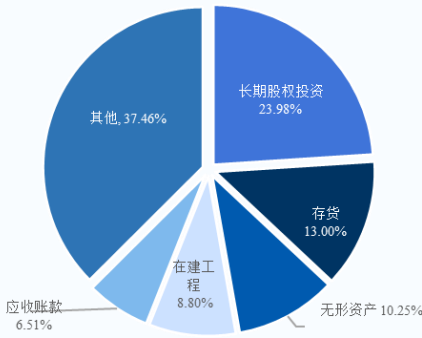
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	17.14	27.12	30.49	31.82
资产总额（亿元）	592.90	643.42	697.16	703.70
所有者权益（亿元）	269.46	266.71	275.25	275.71
短期债务（亿元）	56.14	56.26	89.48	83.65
长期债务（亿元）	150.72	197.66	209.56	230.35
全部债务（亿元）	206.86	253.92	299.04	314.00
营业总收入（亿元）	98.95	152.02	136.32	24.94
利润总额（亿元）	3.23	3.31	3.18	0.28
EBITDA（亿元）	7.33	13.00	12.70	--
经营性净现金流（亿元）	-20.35	-6.52	0.69	-7.71
营业利润率（%）	11.40	8.96	10.18	8.44
净资产收益率（%）	0.81	0.93	0.93	--
资产负债率（%）	54.55	58.55	60.52	60.82
全部债务资本化比率（%）	43.43	48.77	52.07	53.25
流动比率（%）	197.61	139.56	135.63	151.31
经营现金流动负债比（%）	-12.26	-3.72	0.35	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.48	0.34	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	1.68	1.50	1.31	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.22	19.53	23.54	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	421.46	442.17	466.91	467.94
所有者权益（亿元）	263.02	259.29	269.73	270.22
全部债务（亿元）	120.18	138.66	153.03	159.00
营业总收入（亿元）	6.10	10.21	8.98	0.03
利润总额（亿元）	-0.75	2.23	4.30	0.31
资产负债率（%）	37.59	41.36	42.23	42.25
全部债务资本化比率（%）	31.36	34.84	36.20	37.04
流动比率（%）	205.50	148.10	190.06	153.74
经营现金流动负债比（%）	-28.01	-12.41	-5.33	--

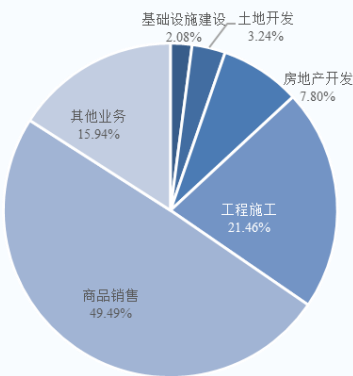
注：1.本报告将公司合并口径其他流动负债、其他应付款、应付账款有息部分计入短期债务核算，将长期应付款有息部分计入长期债务核算；2.公司本部债务未调整；3.公司财务数据取自当年审计报告期末数，2025 年一季度数据未经审计；4.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

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

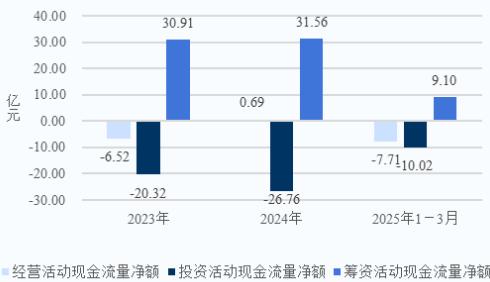
2024 年底公司资产构成



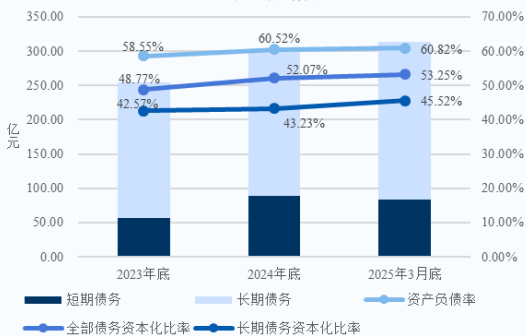
2024 年公司收入构成



公司现金流情况



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 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
20 德达城建 MTN002	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/25	张婷婷、吴茵	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208	阅读全文
21 德达城建 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定			城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	
24 德州德达债 01/24 德达 01	AAA/稳定	AA+/稳定			V4.0.202208	
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	阅读全文
					城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	
					V4.0.202208	
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	阅读全文
					城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	
					V3.0.201907	
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	阅读全文
					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：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：许狄龙 xudl@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

跟踪期内，公司注册资本及股权结构未发生变化。截至 2024 年底，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。

公司作为德州市重要的基础设施投资建设主体，承担德州市市政基础设施建设、国有资产运营职能，主要从事德州市工程施工、商品房开发、租赁、供暖、供气、高速运营、基础设施建设和土地一级开发等业务，业务结构较为多元。

截至 2024 年底，公司本部设财务部、金融市场部、战略投资部和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 2024 年底，公司资产总额 697.16 亿元，所有者权益 275.25 亿元（含少数股东权益 4.58 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 136.32 亿元，利润总额 3.18 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司资产总额 703.70 亿元，所有者权益 275.71 亿元（含少数股东权益 4.59 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 24.94 亿元，利润总额 0.28 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 2025 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。

图表 1 • 截至 2025 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 MTN002	8.00	2.60	2020/08/17	5（3+2）年
21 德达城建 MTN001	3.00	0.30	2021/01/08	5（3+2）年
24 德州德达债 01/24 德达 01	5.00	5.00	2024/04/08	10（5+5）年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司存续债券“20 德达城建 MTN002”和“21 德达城建 MTN001”发行金额合计 11.00 亿元，附投资者回售选择权。截至 2025 年 4 月底，“20 德达城建 MTN002”和“21 德达城建 MTN001”债券余额合计 2.90 亿元。上述债券募集资金已按照规定用途使用完毕。

公司存续债券“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。截至 2025 年 4 月底，“24 德州德达债 01/24 德达 01”募集资金已按规定用途使用完毕，其中 1.50 亿用于补充公司流动资金，3.50 亿用于德州市康养中心项目建设。

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025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。2024年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2025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，随着德州市实施的国家和省重大区域战略的深入推进，德州市有望进一步获得开放合作新机遇。2024年，德州市经济水平进一步提高，一般公共预算收入持续增长，但财政自给能力较弱。整体看，公司外部发展环境良好。

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。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。截至2024年底，德州市常住人口548.28万人，常住人口城镇化率为57.3%，比上年末提高0.96个百分点。

2015年，德州市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；2024年，德州市新开工京津冀过亿元项目154个，到位资金138亿元。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。2024年，德州市41个黄河流域重点项目完成投资81.90亿元，入选国家水网先导区、全国水预算管理试点市；黄河国际生态城获评国家级旅游度假区，“两河牵手”工程入选全国乡村旅游精品线路；齐河、禹城、临邑全域纳入济南都市圈范围，47项重点事项和重点项目纳入《济南都市圈发展规划》。

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”。

根据德州市国民经济和社会发展统计公报，2024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。2024年，德州市第一产业增加值为388.52亿元，增长3.4%；第二产业增加值为1754.35亿元，增长6.2%；第三产业增加值为1904.86亿元，增长5.4%，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	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	3805.27	4047.73
GDP 增速（%）	6.0	5.6
固定资产投资增速（%）	7.1	6.2
三产结构	9.9: 40.2: 49.9	9.6: 43.3: 47.1
人均 GDP（万元）	6.87	7.38

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

2024 年，德州市固定资产投资平稳增长，重点投资领域中，民间投资下降 3.8%，制造业投资增长 14.5%，基础设施投资增长 41.2%。2024 年，德州市房地产开发投资同比下降 17.0%，房屋施工面积、竣工面积和商品房销售面积分别下降 12.7%、49.6%和 8.9%。工业生产承压稳进，规模以上工业增加值同比增长 8.4%。

2024 年，德州市一般公共预算收入持续增长，在全省排名第 11 位；一般公共预算收入质量一般，财政自给能力较弱。同期末，政府性基金收入较上年明显下降，其中国有土地使用权出让收入 207.33 亿元，下降 28.4%。截至 2024 年底，德州市政府债务余额 1557.34 亿元，其中专项债务余额 1199.27 亿元，一般债务余额 358.07 亿元。

图表 3 • 德州市主要财政指标

项目	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	250.60	263.36
一般公共预算收入增速（%）	6.6	5.1
税收收入（亿元）	174.65	169.41
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	69.69	64.33
一般公共预算支出（亿元）	622.76	643.99
财政自给率（%）	40.24	40.90
政府性基金收入（亿元）	315.4	231.64
地方政府债务余额（亿元）	1337.32	1557.34

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

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 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、供热等业务；剩余 4 家具体情况详见下表。

公司承担德州市市政基础设施建设、国有资产运营职能，主要从事德州市工程建设施工、商品房开发、租赁、供暖、供气、高速运营、基础设施建设、土地一级开发等业务，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。总体看，各企业在业务领域或区域上有所划分，不存在明显的竞争关系。

图表 4 • 2024 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	885.22	353.07	89.01	3.27	60.12
公司	德州市国资委	主要从事德州市工程建设施工、商品房开发、租赁、供暖、供气、高速运营、基础设施建设、土地一级开发等业务	697.16	275.25	136.32	3.18	60.52
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	322.10	154.43	26.66	4.10	52.06
德州市交通运输投资发展集团有限公司	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	86.98	28.26	42.72	0.61	67.51

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 2025 年 4 月 27 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。

截至本报告出具日，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，公司总经理、董事会成员发生变动；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。

公司总经理原由董事长吕光坤兼任，2024 年 11 月，公司聘任马忠峰为总经理。马忠峰先生，1971 年生；历任德州市公路局路政科副科长，陵县收费站党支部书记、主任，临邑公路局党支部书记、局长，乐陵公路局党支部书记、局长，滨德高速公路乐陵管理处党支部书记，山东金鲁班集团有限公司党委副书记、董事，公司党委副书记、董事等职务；现任公司党委副书记、董事、总经理。

2025 年 1 月，根据公司股东会出具的股东会决议，同意董事会成员由 11 人变更为 9 人，同意免去门学林董事职务及郑礼、刘洪涛、钟连营、刘振江外部董事职务，重新委派周云维、马建彤、王旻为公司外部董事。9 名董事中，外部董事为 5 人，职工董事 1 人，其他董事由股东会选举产生。

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）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，业务结构较为多元，市场化运营程度较高，收入主要来自商品销售、工程施工和房地产业务收入，公用事业板块能持续为公司带来稳定的现金流。2024 年，公司营业总收入有所下降，主要系商品销售、工程施工和房地产业务受行业政策、合同签约规模减少及交房减少影响所致，综合毛利率小幅上升。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入 24.94 亿元，相当于 2024 年全年的 18.30%，营业利润率 8.44%。

图表 5 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
基础设施建设	2.65	1.74	4.63	2.83	2.08	4.63
土地开发	5.56	3.66	4.63	4.41	3.24	4.63

租赁业务	0.98	0.64	65.10	0.11	0.08	87.24
供热业务	4.67	3.07	3.70	5.10	3.74	0.11
供气业务	3.13	2.06	12.42	2.55	1.87	33.77
房地产开发	15.34	10.09	17.94	10.63	7.80	15.99
工程施工	32.58	21.43	13.61	29.25	21.46	15.35
商品销售	75.70	49.80	1.00	67.46	49.49	1.00
高速公路通行费	2.43	1.60	32.65	2.41	1.77	35.61
PPP 项目运营	2.85	1.87	43.69	4.07	2.98	26.15
其他	6.14	4.04	54.16	7.49	5.50	58.37
合计	152.02	100.00	9.79	136.32	100.00	10.61

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）工程施工

公司为德州市最大的公路工程专业施工单位，具有较强竞争优势。2024 年，公司工程施工新签合同数量和金额同比均有所减少，期末在手合同储备较为充足，业务可持续性较好。在手 PPP 项目基本已完工并投入运营，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及山东德达路桥集团有限公司等路桥板块公司，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，在综合施工能力方面具有较强优势。

公司工程施工业务类型以路桥施工为主，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。

2024 年，公司新签合同数量和金额较上年均有所减少，当期确认收入下降至 29.25 亿元。截至 2024 年底，公司在手合同均已开工，未来三年计划总施工规模分别为 38 亿元、40 亿元和 42 亿元，未来三年施工规模较大。截至 2024 年底，公司前十大在建工程施工项目总合同金额 103.82 亿元，未完成合同额 61.45 亿元。

图表 6 • 2022—2024 年公司合同签订情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
新签合同数量（个）	118	159	94
新签合同金额（亿元）	89.79	58.22	29.89

资料来源：公司提供

图表 7 • 截至 2024 年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
高青至武城高速公路商河至平原段工程	45.01	21.03	1096
德韩高速德州（德城）至高唐段工程施工二标段项目经理部	9.53	5.14	822
南充至成都高速公路扩容工程	20.64	7.62	1096
珙县县城东环线建设工程	5.09	2.55	639
云南省曲靖市麒麟区沾源农村公路提升改建项目	0.96	0.51	609
德州市南出口黄庄立交桥至三十里铺大桥北段道路提升工程（不含综合性服务区）	5.98	2.36	517
云南马龙产业园区信义双链智能产业园标准厂房及配套基础设施项目设计、施工总承包(EPC)项目	7.12	0.41	1095
第八师 G576 线石河子一 149 团公路第三标段施工	4.57	0.73	731
第八师 G335 线 148 团-149 团-150 团公路工程	3.95	0.82	579
鲁北（乐陵）现代公铁物流园配套道路建设提升项目	0.97	1.20	305
合计	103.82	42.37	--

资料来源：公司提供

公司在手 PPP 项目 7 个，主要为公路工程，公司作为社会资本方投资并成立项目公司，持股比例均在 95%及以上，运营期 11~13 年，运营期内公司主要通过政府支付的补助和项目运营实现收益；运营期满后，公司将项目无偿移交给当地政府。2024 年，随着项目陆续建成投入运营，公司 PPP 项目运营收入快速增长至 4.07 亿元。截至 2024 年底，公司 PPP 项目总投资 54.18 亿元，已投资 41.54 亿元，目前项目基本已完工并具备通车条件，因部分项目未达到付款条件，导致已投资额小于总投资额。

图 8 • 截至 2024 年底公司 PPP 项目情况表（单位：亿元）

项目名称	总投资	计划建设工期	项目运营期	资本金总额	SPV 中公司持股比例	回报机制	已投资
乐陵市城市公共基础设施综合提升（道路）PPP 项目	3.51	907 天	13 年	1.11	95%	可行性缺口补助	3.57
S323 乐馆线平原夏津界至夏津德商路口段改建及夏津县城绿化提升改造工程 PPP 项目	5.17	731 天	13 年	0.40	99%	可行性缺口补助	2.54
澄城县市政道路建设、西河水域生态综合治理、公园新城及北城水岸 PPP 项目	5.97	1346 天	13 年	1.48	95%	可行性缺口补助	4.62
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	1176 天	11 年	1.64	99%	可行性缺口补助	5.57
通江县诺江镇环城南路建设工程 PPP 项目	7.52	1095 天	12 年	1.33	99%	可行性缺口补助	4.45
曲靖市麒麟区水石公路市政道路工程	17.28	1095 天	13 年	2.28	99%	可行性缺口补助	13.77
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	730 天	13 年	1.56	99.50%	可行性缺口补助	7.02
合计	54.18	--	--	9.80	--	--	41.54

资料来源：公司提供

（2）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，待售面积规模较大，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。

2024 年，受交房减少影响，公司房地产开发收入明显下降；同时，业务毛利率有所下降，主要系结转项目不同所致。截至 2024 年底，公司主要已完工在售房地产项目已投资 28.99 亿元，已完成销售额 26.50 亿元，已回款 26.41 亿元，除武城县的德达·诚园项目去化一般以外，其余项目去化情况较好。

图 9 • 截至 2024 年底公司主要已完工在售房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	所在区域	总投资金额	已投资金额	已完成销售额	已回款金额	已确认收入金额	销售进度
绿城德达玉园	商住	德城区	12.00	11.58	13.31	13.34	12.22	剩余储藏室和车位
东建德州花园三期	商住	经济技术开发区	2.23	2.23	1.94	1.94	1.78	剩余储藏室和车位
德达东建馨园	商住	德城区	8.00	7.68	7.12	7.07	6.46	剩余住宅、储藏室和车位
德达·诚园	商住	武城县	9.25	7.50	4.13	4.06	3.70	剩余住宅、储藏室和车位
合计	--	--	31.48	28.99	26.50	26.41	24.16	--

注：1.绿城德达玉园、德达东建馨园、德达·诚园项目的已投资金额低于总投资金额，主要原因系项目实施过程中优化管理和加强成本控制，叠加原材料价格下降所致；2.完工房地产项目已确认收入金额小于已回款金额，主要系存在少量已预售但尚未交房情况。

资料来源：公司提供

截至 2024 年底，公司在建房地产项目计划总投资 110.45 亿元，尚需投资 37.57 亿元，未来投资压力较大。总可销售面积（不考虑商务中心）116.91 万平方米，已售面积 57.73 万平方米，已回款 40.14 亿元，未来去化情况有待关注。

图表 10 • 截至 2024 年底公司在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目类型	所在区域	计划总投资额	已投资	总可售面积	已售面积	去化率	已回款
东城·壹号院（一期）	商住	陵城区	12.91	16.87	16.87	15.26	90.46%	12.21
东城·壹号院（二期）	商住	陵城区	10.72		13.00	3.35	25.77%	
德达·壹号院（东区）	商住	夏津县	17.00	15.16	27.49	17.15	62.39%	10.33
绿城德达·蘭园（1-5 期）	商住	经济技术开发区	25.62	17.74	33.66	20.53	60.99%	16.34
德达·东方樾	商住	庆云县	8.00	3.16	9.12	0.82	8.99%	0.50
臻月兰庭	商住	经济技术开发区	22.00	10.54	16.77	0.62	3.70%	0.76
商务中心	商业	经济技术开发区	14.20	9.41	--	--	--	--
合计	--	--	110.45	72.88	116.91	57.73	--	40.14

注：商务中心为商业房地产，未进行预售，未来拟对外进行租售，具体方案尚未确定，租售面积尚无法确定
 资料来源：公司提供

（3）租赁业务

公司将自有部分房产进行出租经营，2024 年公司将部分租赁收入计入其他业务收入导致租赁收入下降明显，实际整体收入相对稳定且毛利率水平较高。

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，其中德州市行政中心综合楼和德州市政务中心综合楼出租给政府部门，公司收取固定租金；东建置业-德州花园沿街商铺为商业出租。截至 2024 年底，公司主要租赁物业出租率为 100%。

2024 年，公司将出租给政府部门的行政中心综合楼和政务中心综合楼产生的租赁收入（约 7400 万，暂未收到回款）计入其他业务收入，将商业出租产生的租赁收入计入主营业务收入，导致公司当期租赁业务收入下降明显。同期，公司租赁业务毛利率大幅上升，主要系 2024 年公司对投资性房地产由成本计量改为公允价值计量，导致无折旧成本所致。

图表 11 • 截至 2024 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	100.00	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	100.00	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	100.00	商户	2024—2026 年	商超
合计	--	134364.22	--	--	--	--

资料来源：公司提供

（4）供热业务

公司供热业务在市区的市场份额较高，能为公司带来持续稳定的现金流入。2024 年，公司供热业务收入保持增长，毛利率受热源价格上涨影响有所下降。

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 年底，公司总供热面积为 3394.92 万平方米，占德州市市区供热面积的 70%以上；换热站总数为 525 座，累计供热主管网总长度为 1263 公里，供热用户约 31.70 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。自 2023 年 11 月起，根据德州市发改委发布的要求，公司热源采购价由 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。2024 年，公司供热业务实施主体采购总量为 669.20 万吉焦，采购

总价为 2.63 亿元。

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 12 • 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	
	价格	面积	价格	面积	价格	面积
居民用户	22	2598.24	22	2662.94	22	2743.20
非居民用户	30	692.84	30	641.98	30	651.72
合计	--	3291.08	--	3304.92	--	3394.92

资料来源：公司提供

2024 年，公司供热业务收入保持增长，毛利率有所下降，主要系热源采购价调整所致。同期，公司未收到供热补贴。

（5）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，2024 年供气业务收入受非居民用户燃气收费价格调低及市场需求下降影响有所下降，业务毛利率受采购价在区间内浮动影响有所上升。

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”）。

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 年底，公司在德州市主城区范围内累计铺设各类天然气管线 1689.54 公里，燃气管道覆盖率约 98.5%，累计发展居民用户 29.75 万户，商业用户 2993 户，工业用户 63 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。2024 年，公司采购价区间未发生变化，仍在 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，公司燃气收费标准易受政府政策影响。2024 年，居民用户收费标准保持不变；非居民用户收费标准有所下降。

图表 13 • 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 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〔2023〕21 号）	“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，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

2024 年 4 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〕307 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 3.8 元/立方米，下浮不限，燃气经营企业可与用户在不超过最高销售价格范围内协商确定。
2024 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〔2025〕22 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 4.16 元/立方米，下浮不限，燃气经营企业可与用户在不超过最高销售价格范围内协商确定。

资料来源：公司提供

2024 年，受非居民用户燃气收费价格调低及市场需求下降影响，公司供气业务收入有所下降；毛利率有所上升，主要系采购价在采购价格区间内浮动所致。2024 年，公司未收到供气补贴。

（6）高速公路运营业务

2024 年，公司运营的高速公路车流量和通行费收入较上年均小幅下降，在建高速公路项目未来投资压力较大。高速公路运营投资回收周期较长。

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。2024 年，上述两段高速公路车流量和通行费收入合计数较上年均小幅下降。

图表 14 • 公司在运营高速公路车流量情况

项目名称	2022 年		2023 年		2024 年	
	车流量（万辆）	收入（亿元）	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	499.00	1.93
德上高速	193.00	0.35	265.00	0.38	356.00	0.48
合计	714.78	2.29	918.38	2.43	855.00	2.41

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资料整理

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 德鄂高速德州（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；德鄂高速德州（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 2025 年 3 月底，上述两段高速公路已投资 68.14 亿元，未来尚需投资 77.83 亿元，公司未来投资压力较大。

图表 15 • 截至 2025 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
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	38.16
德鄂高速德州（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	29.98
合计	145.97	--	--	68.14

资料来源：公司提供

（7）基础设施建设

公司暂无在建和拟建基础设施建设项目，已完工项目回款情况良好，剩余款项计划 2025 年完成回款。未来，公司将根据德州市政府安排承接基础设施建设任务。

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，公司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住房工程建设。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 年底，公司账面政府债务置换资金余额为 7.29 亿元，未来随着项目结算陆续完成置换。

2024 年，公司基础设施建设收入小幅增长，业务毛利率保持稳定。截至 2024 年底，公司主要已完工项目已投资金额 156.87 亿元，拟回款金额 167.30 亿元，已回款 164.94 亿元，剩余款项计划 2025 年回款，已完工项目回款情况良好。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项目。

图表 16 • 截至 2024 年底公司主要已完工项目情况表（单位：亿元）

项目名称	建设期间 (年)	回款期间 (年)	总投资额	已投资额	拟回款金 额	已回款 金额	待回购 金额	未来三年回购计划		
								2025 年	2026 年	2027 年
道路项目等	2015-2016	2016	15.78	15.78	17.87	17.87	--	--	--	--
基础设施等	2012-2016	2016	4.68	4.68	5.31	5.31	--	--	--	--
防汛工程等	2010-2013	2016	4.12	4.12	4.67	4.67	--	--	--	--
项目东区南部社区棚户区改造项目	2013-2015	2017-2021	18.07	18.07	19.24	18.98	0.27	0.27	--	--
袁桥社区	2012-2015	2017	21.92	21.92	23.01	23.01	--	--	--	--
沙王社区	2013-2015	2018-2021	17.47	17.47	18.34	16.95	1.39	1.39	--	--
项目东区北部社区项目棚户区改造项目	2012-2015	2018	12.05	12.05	12.65	12.65	--	--	--	--
高铁新区基础设施建设	2012-2014	2019-2020	46.46	46.46	48.76	48.76	--	--	--	--
旧村改造	2011-2015	2022	11.16	11.16	11.83	11.83	--	--	--	--
廉租住房	2011-2016	2021	2.24	2.24	2.56	2.56	--	--	--	--
区污水处理厂	2012-2015	2022	1.14	1.14	1.20	1.20	--	--	--	--
德州市档案馆	2011-2013	2020	0.68	0.68	0.71	--	0.71	0.71	--	--
三八西路下穿京沪铁路	2014-2018	2022	1.10	1.10	1.15	1.15	--	--	--	--
合计			156.87	156.87	167.30	164.94	2.37	2.37	--	--

资料来源：公司提供

（8）土地开发

2019 年以来，公司未开展土地整理业务，已整理未出让土地规模不大，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。2021 年，公司实现土地整理收入 2.60 亿元，2022 年起，公司未实现土地整理收入。截至 2024 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，剩余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。2023 年和 2024 年，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 年底，公司剩余持有的建设用地指标共计约 5835 亩。

（9）商品销售业务

公司贸易品种丰富，商品销售收入为公司最主要收入来源。2024 年，公司部分贸易产品规模受行业政策影响有所收缩，导致公司商品销售收入有所下降，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。销售产品逐步从原有的建材材料拓展至煤炭、铝矾土、石英砂、手机出口、石油焦、煅后焦、农产品、成品油和化工品等。

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。2024 年，公司前五大供应商和前五大销售客户集中度一般。2024 年，受行业政策趋严影响，公司锌锭、铝锭等大宗商品贸易减少，以农产品销售为主，受此影响，公司商品销售收入有所下降，业务毛利率保持稳定。

图表 17 • 2024 年贸易业务前五大供应商（单位：万元）

前五大供应商	采购金额（含税）	占比	货物品类
中民时代（北京）贸易有限公司	75348.43	12.68%	白糖
深圳市广鑫汉科技有限公司	68782.95	11.58%	锌锭
中晟新材料有限公司	23891.41	4.02%	PTA、锌锭
锡林郭勒盟羊牧业股份有限公司	22211.30	3.74%	牛羊肉
浙江沐番供应链管理有限公司	21108.70	3.55%	电解铜
合计	211342.79	35.57%	--

资料来源：公司提供

图表 18 • 2024 年贸易业务前五大销售客户（单位：万元）

前五大客户	销售金额（含税）	占比	货物品类
北京晟茂供应链管理有限公司	153969.54	26.09%	牛羊肉、鸡蛋、棉花
山东金煜农业发展有限公司	37265.29	6.31%	白糖
信阳市共富供应链管理有限公司	30759.99	5.21%	铝锭
浙江玉飞悦贸易有限公司	28336.06	4.80%	PTA
青岛国泰润鑫供应链管理有限公司	25618.35	4.34%	白糖
合计	275949.23	46.75%	--

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

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

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 年底，公司统贷统还棚改资金余额下降至 31.93 亿元，均为向各区县提供的棚改资金组成，规模较大。

（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；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 年底，养老示范城建设项目已投资 6.07 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、餐费等实现收益；应用技术研究院累计投资 7.12 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 19 • 截至 2024 年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	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	4.57	2.23	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。

（四）财务方面

公司提供了 2024 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。

截至 2024 年底，公司合并范围内一级子公司 18 家。合并范围变化方面，2024 年，公司新设 1 家子公司（一级子公司），注销 1 家子公司。整体看，公司财务数据可比性较强。

2024 年，公司投资性房地产后续计量模式由成本计量模式变更为公允价值计量模式，从 2024 年 1 月 1 日（期初）开始适用，按评估机构出具的相关投资性房地产公允价值评估结果作为投资性房地产的公允价值。本次会计政策变更对公司 2023 年 12 月 31 日资产负债表的影响主要如下。整体看，本次会计政策变更对公司财务数据可比性影响不大。

图表 20 • 公司投资性房地产后续计量模式变化影响的主要科目情况（单位：亿元）

合并资产负债表			
项目	追溯调整前	追溯调整后	影响金额
投资性房地产	8.64	14.11	5.47
递延所得税负债	0.73	2.10	1.37
未分配利润	46.74	50.43	3.69
盈余公积	5.32	5.73	0.41
母公司资产负债表			
项目	追溯调整前	追溯调整后	影响金额
投资性房地产	5.37	10.83	5.46
递延所得税负债	0.67	2.03	1.36
未分配利润	44.07	47.76	3.68
盈余公积	5.32	5.73	0.41

资料来源：根据公司审计报告整理

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

2024 年底，公司资产规模保持增长，资产结构仍主要以应收类款项、存货、长期股权投资和无形资产为主。其中，存货中房地产开发成本占比较大，变现易受房地产市场行情影响；应收类款项整体账龄较长，部分款项存在回收风险；高速公路等自营类项目投资回收周期较长，公司整体资产质量一般。

图表 21 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	244.71	38.03	267.90	38.43	268.96	38.22
货币资金	22.82	3.55	29.95	4.30	27.38	3.89
应收账款	36.09	5.61	45.41	6.51	45.26	6.43
其他应收款	19.47	3.03	22.84	3.28	22.85	3.25
存货	105.76	16.44	90.66	13.00	89.46	12.71
合同资产	31.83	4.95	39.62	5.68	39.84	5.66
非流动资产	398.72	61.97	429.25	61.57	434.74	61.78
其他非流动金融资产	3.45	0.54	13.53	1.94	13.13	1.87
长期应收款	38.76	6.02	35.09	5.03	35.02	4.98
长期股权投资	166.53	25.88	167.15	23.98	167.08	23.74
投资性房地产	8.64	1.34	26.23	3.76	28.17	4.00
在建工程	48.09	7.47	61.33	8.80	65.92	9.37
无形资产	78.22	12.16	71.43	10.25	71.01	10.09
资产总额	643.42	100.00	697.16	100.00	703.70	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

截至 2024 年底，公司货币资金以银行存款为主（占 82.24%），其中受限货币资金 5.32 亿元，受限比例 17.76%，受限比例不高。公司应收账款主要为应收的相关业务款项，2024 年底前五名应收款项占应收账款余额合计的 18.18%，主要为应收工程施工款，集中度很低；账龄在 1 年以内的占 68.76%，剩余大部分在 1~2 年，账龄相对较短；坏账准备期末余额为 1.96 亿元，坏账准备计提比例低。公司其他应收款主要为借款和往来款，累计计提坏账准备 10.22 亿元，计提比例 30.91%，计提比例较高；账龄在 3 年以内的占 36.92%，剩下约 37%在 5 年以上，整体账龄较长；集中度方面，公司前五名应收款占其他应收款合计的 64.85%，集中度较高，其中应收山东德棉集团有限公司（德州市经济和信息化委员会下属的国有独资企业，以下简称“山东德棉集团”）借款 3.16 亿元、民营企业皇明洁能控股有限公司借款 1.60 亿元和德州中心医院往来款 0.95 亿元账龄均在 5 年以上，公司已全额计提坏账准备，对山东德棉集团的应收款项公司已通过法院强制执行程序进行追索，但仍未执行，公司上述款项存在收回风险。受工程施工业务规模下降影响，2024 年底公司存货有所下降，期末主要由开发成本 57.12 亿元、合同履约成本 14.84 亿元和库存商品 11.80 亿元构成，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，库存商品主要为贸易产品及部分房地产成本。随着 PPP 项目陆续建成，公司合同资产进一步增长。

图表 22 • 2024 年底应收账款前五名明细（单位：亿元）

项目	账面余额	占比（%）
德州市公路事业发展中心	2.49	5.26
四川成南高速公路有限责任公司	1.90	4.01
青岛市黄岛区交通运输局	1.64	3.47
东营市东营区住房和城乡建设局	1.32	2.79
禹城市交融创业投资集团有限公司	1.25	2.64
合计	8.61	18.18

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 23 • 2024 年底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	12.73	38.5
山东德棉集团	3.16	9.55
德州市诚德企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	3.00	9.07
皇明洁能控股有限公司	1.60	4.84
德州中心医院	0.95	2.89
合计	21.44	64.85

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年底，公司其他非流动金融资产明显增长，主要系对山东省普惠齐鲁投资有限公司²新增股权投资 10.00 亿元所致。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 31.93 亿元和应收国开基金款项³3.16 亿元构成，长期应收款期末坏账准备余额为 3.90 亿元。公司长期股权投资主要由对财金公司（公司持股 39%）股权投资 93.72 亿元和禹城市国有资产运营集团有限公司（公司持股 30.5%，以下简称“禹城国资”）股权投资 39.27 亿元构成，上述两家公司为 2023 年德州市国资委无偿划入。2024 年，公司权益法下确认的投资收益为 0.81 亿元，其中来自财金公司和禹城国资的投资收益分别为 0.93 亿元和 0.13 亿元。公司投资性房地产全部为房产，受后续计量模式变化及养老示范城由固定资产转入影响，2024 年底公司投资性房地产较快增长。随着高速公路的持续投入，2024 年底公司在建工程有所增长，期末主要由公路工程 52.90 亿元、健康服务工程 5.09 亿元构成。公司无形资产有所下降，主要系将德州市陵城区城乡道路基础设施提升及配套工程 PPP 项目调整至合同资产所致，期末主要由土地使用权 2.74 亿元和公路收费权 68.39 亿元构成，摊销余额为 5.74 亿元。

截至 2024 年底，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 24 • 截至 2024 年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	5.32	0.76%	银行承兑、保函、借款质押等保证金
存货	11.36	1.63%	借款抵押
固定资产	0.58	0.08%	借款抵押
无形资产	0.36	0.05%	借款抵押
合计	17.62	2.53%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）资本结构

2024 年底，公司所有者权益规模保持增长，结构稳定性较好。随着项目的持续投入，公司融资规模扩大，债务规模增长较快，融资渠道较合理；公司整体债务负担适中，2025 年债务到期规模相对集中。

所有者权益

2024 年底，公司所有者权益较上年底保持增长，权益结构变化不大，结构稳定性较好。2024 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；资本公积变动不大，主要由政府无偿划拨的股权及拨入资金等构成。

图表 25 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	30.00	11.25	30.00	10.90	30.00	10.88
资本公积	176.70	66.25	177.78	64.59	178.10	64.60
未分配利润	46.74	17.53	51.42	18.68	51.55	18.70
归属于母公司所有者权益合计	262.01	98.24	270.67	98.34	271.12	98.33
少数股东权益	4.70	1.76	4.58	1.66	4.59	1.67
所有者权益合计	266.71	100.00	275.25	100.00	275.71	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表整理

负债

2024 年底，受发行债券和银行借款增加影响，公司负债规模较上年底有所增长，负债结构变化不大。经营性负债仍主要表现为应付施工单位工程款形成的应付账款、往来款和应付德州市财政局债券置换资金形成的其他应付款及预收贸易货款、路桥工程款形成的合同负债。

² 山东省普惠齐鲁投资有限公司成立于 2024 年 11 月，注册资本 400 亿元，第一大股东为山东省财金资产管理有限公司（持股 22.25%），经营范围主要为投资、资产管理服务、企业管理咨询等。

³ 2015-2016 年，德州市向国开发展基金有限公司（国家开发银行全资子公司）申请国家专项建设基金，专项用于市级重点项目建设，公司作为市级承接主体，将申请的国开基金拨付至各区/县实际用款单位，并由公司将各区/县国开基金按时收回。

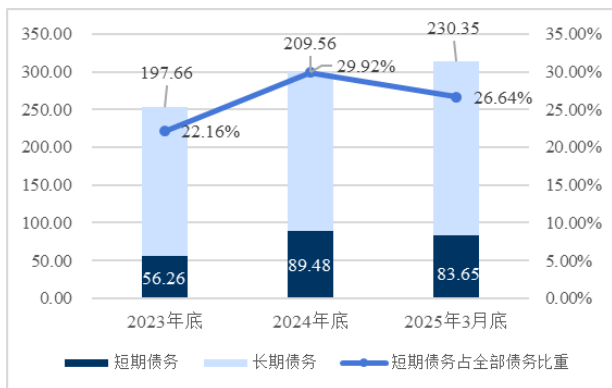
图表 26 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	175.35	46.55	197.53	46.82	177.75	41.53
短期借款	28.02	7.44	26.95	6.39	33.83	7.91
应付账款	39.61	10.52	36.11	8.56	35.68	8.34
其他应付款	35.28	9.37	35.99	8.53	29.44	6.88
一年内到期的非流动负债	24.45	6.49	54.81	12.99	37.64	8.80
合同负债	33.26	8.83	28.30	6.71	26.04	6.08
非流动负债	201.37	53.45	224.38	53.18	250.23	58.47
长期借款	120.77	32.06	137.27	32.54	149.76	34.99
应付债券	58.92	15.64	55.00	13.04	63.15	14.76
长期应付款	18.04	4.79	26.37	6.25	31.60	7.38
负债总额	376.72	100.00	421.91	100.00	427.99	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表整理

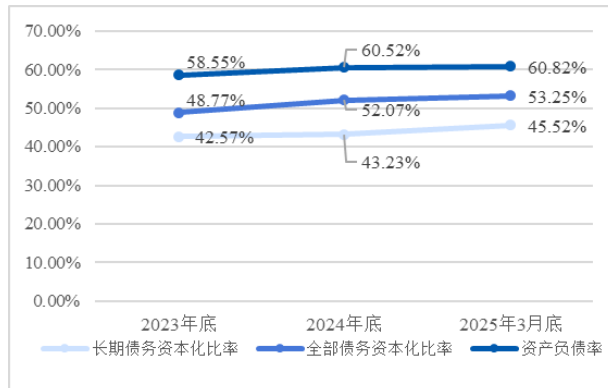
有息债务方面，公司长期应付款主要包括融资租赁款、抗疫资金、高速公路和养老示范城等项目获得的政府专项债资金，本报告将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算。截至 2024 年底，公司全部债务增长至 299.04 亿元，其中长期债务占 70.08%。融资渠道方面，银行借款约占 58%、债券融资约占 33%、政府专项债（付息部分）和融资租赁合计约占 6%，剩余主要为票据，融资渠道较丰富。融资成本方面，2024 年，公司综合融资成本 3.97%，其中银行借款利率主要在 3.20%~6.86%之间、债券利率主要在 2.18%~5.80%之间、政府专项债利率主要在 2.04%~3.38%之间，融资租赁利率主要在 6.00%~7%左右。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资金，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，公司债务负担适中。从债务期限分布看，公司 2025 年债务到期规模相对集中。

图表 27 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 28 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 29 • 截至 2024 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年及以后	合计
偿还金额 (亿元)	89.48	19.06	10.37	180.13	299.04
占有息债务的比例	29.92%	6.37%	3.47%	60.24%	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

2024 年，公司营业总收入有所下降，盈利能力指标基本稳定，非经常性损益规模较小，公司利润主要来自经营所得。

2024 年，公司营业总收入和营业成本较上年均有所下降；营业利润率较上年上升 1.22 个百分点。公司非经常性损益规模较小，其中其他收益主要为政府补助，投资收益主要为股权投资收益。从盈利指标来看，2024 年，公司总资本收益率和净资产收益

率较上年同期变化不大。

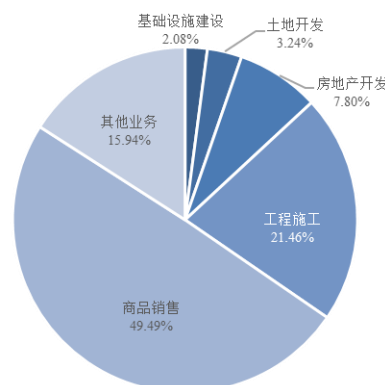
2025 年 1—3 月，公司营业总收入相当于 2024 年全年的 18.30%，营业利润率有所下降。

图表 30 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
营业总收入	152.02	136.32	24.94
营业成本	137.13	121.86	22.58
期间费用	11.56	12.24	1.77
投资收益	1.93	0.80	-0.05
其他收益	0.24	0.05	0.01
利润总额	3.31	3.18	0.28
营业利润率（%）	8.96	10.18	8.44
总资本收益率（%）	1.53	1.50	--
净资产收益率（%）	0.93	0.93	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表整理

图表 31 • 2024 年公司营业总收入构成



（4）现金流

2024 年，公司经营活动现金流量净额由负转正，现金收入比有所上升，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，2024 年，公司经营活动现金仍主要体现为业务收支的流入和流出，现金流入主要为工程施工、商品销售等业务的回款，现金流出主要为贸易业务采购、工程施工等成本；当期现金流入流出规模均有所下降，主要系与经营活动有关的往来款收支大幅下降所致。2024 年，公司经营活动现金流量净额由负转正，现金收入比有所上升，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。

2024 年，公司投资活动力度有所加大。现金流入规模增长主要系公司收回购买的国债 18.41 亿元所致，现金流出规模增长主要系公路项目和自营项目的持续投入及购买国债 18.41 亿元和对外股权投资约 10 亿元所致。同期，公司投资活动现金净流出规模有所扩大。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，2024 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，投资活动所需资金对外部筹资依赖较大。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流表现为净流出，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 32 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	153.49	140.74	19.61
经营活动现金流出小计	160.01	140.05	27.32
经营活动现金流量净额	-6.52	0.69	-7.71
投资活动现金流入小计	4.44	19.39	0.08
投资活动现金流出小计	24.75	46.16	10.10
投资活动现金流量净额	-20.32	-26.76	-10.02
筹资活动前现金流量净额	-26.84	-26.07	-17.73
筹资活动现金流入小计	100.20	126.45	40.21
筹资活动现金流出小计	69.29	94.88	31.10
筹资活动现金流量净额	30.91	31.56	9.10
现金收入比（%）	82.20	97.28	78.13

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表整理

2 偿债指标变化

公司存在短期偿债压力，长期偿债能力指标尚可，间接融资渠道畅通，存在一定或有负债风险。

图表 33 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	139.56	135.63	151.31
	速动比率（%）	79.24	89.73	100.98
	现金短期债务比（倍）	0.48	0.34	0.38
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	13.00	12.70	--
	全部债务/EBITDA（倍）	19.53	23.54	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.50	1.31	--

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

截至 2025 年 3 月底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所上升，现金类资产对短期债务保障程度较低，公司存在短期偿债压力。

从长期偿债能力看，2024 年，公司 EBITDA 对全部债务和利息的保障倍数有所下降，长期偿债能力指标表现尚可。

截至 2024 年底，公司对外担保余额 7.96 亿元，担保比率 2.89%，担保比率低；担保对象主要为德州市内的国有企业，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为被执行人，被执行金额约 1 亿元；齐河城乡建设集团有限公司为失信被执行人，并存在非标违约和票据逾期（截至 2025 年 4 月底逾期余额为 0.84 亿元）等情况。截至本报告出具日，公司对齐河城乡建设集团有限公司担保期限已到期，齐河城乡建设集团有限公司已还款。

图表 34 • 2024 年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）	担保期间
山东黄河国际生态城投资有限公司	国企	保证担保	7894.03	2023/03/31-2026/03/31
齐河城乡建设集团有限公司	国企	保证担保	3400.00	2023/03/10-2025/03/10
齐河智慧交通管理运营有限公司	国企	保证担保	38257.00	2024/11/05-2027/11/05
禹城市众益城乡建设投资有限公司	国企	保证担保	30000.00	2023/08/15-2026/08/14
合计	--	--	79551.03	--

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 年底，公司共获得银行授信总额 327.20 亿元，尚未使用额度 161.70 亿元，公司间接融资渠道畅通。

未决诉讼方面，截至 2025 年 4 月底，公司存在的重大诉讼情况如下：

图表 35 • 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，存在短期偿债压力。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 466.91 亿元，以其他应收款和长期股权投资为主；所有者权益 269.73 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 197.18 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 153.03 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 42.23%和 36.20%，整体债务负担较轻。2024 年，公司本部营业总收入为 8.98 亿元，利润总额为 4.30 亿元，投资收益 3.02 亿元；2025 年 1—3 月，公司本部营业总收入为 0.03 亿元，利润总额为 0.31 亿元，投资收益 3.02 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.33 倍。

（五）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 表现一般，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，截至本报告出具日，不存在污染与废物排放等相关监管处罚。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%。

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。过去一年，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，在资本金注入、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，2024 年，德州市经济水平不断提高，一般公共预算收入持续增长。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，在资本金注入、政府补助等方面获得政府的有力支持，提升了公司资本实力和整体竞争力。

2024 年，公司收到德州市国资委注资本金 0.71 亿元，计入“资本公积”。收到政府经营性补贴 277.68 万元，计入“其他收益”；获得的供热配套费、项目及其他补贴 0.43 亿元，计入“递延收益”。

此外，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 年底，公司账面政府债务置换资金余额为 7.29 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 2025 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 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。

中合担保成立于 2012 年 7 月，截至 2025 年 3 月末，注册资本及实收资本均为 71.764 亿元；股权较分散，第一大股东海航科技股份有限公司持股 26.62%，中合担保无控股股东及实际控制人，股权结构见图表 36。2023 年 2 月，中合担保股东海宁宏达股权投资管理有限公司将所持中合担保 9.47%质押给 JPMorgan China Investment Company Limited。截至 2025 年 3 月末，前述被质押的股权仍未解质押，中合担保股权无其他被质押情况。

图表 36 • 截至 2025 年 3 月末中合担保股东持股情况

股东名称	股份数额（亿元）	持股比例（%）
海航科技股份有限公司	19.10	26.62
宏达控股集团有限公司	12.76	17.78
海航资本集团有限公司	12.00	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	10.50	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	6.80	9.47
中国进出口银行	5.00	6.97
西门子（中国）有限公司	3.50	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.10	2.93
合计	71.76	100.00

资料来源：联合资信根据中合担保提供整理

中合担保主营业务为担保业务、保理业务、投资业务等。

中合担保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 2025 年 3 月末，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。中合担保担保业务在全国范围内展业，近年来持续进行业务转型，担保业务规模持续下降，截至 2024 年末在保余额为 185.02 亿元，担保业务规模仍较大，行业竞争力很强。中合担保自 2019 年起重点围绕股东中国宝武上下游产业链探索发展供应链金融业务，依托股东中国宝武的产业资源及大力支持，2022 年以来供应链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；中合担保保理业务规模快速扩大，截至 2024 年末，保理业务余额 16.20 亿元，进一步丰富了业务结构。截至 2024 年末，中合担保累计代偿金额 48.71 亿元，累计担保代偿率为 2.64%，处于较高水平。同期末，累计代偿回收率 35.38%，应收代偿款余额为 13.00 亿元，已计提减值准备 12.66 亿元，账面价值仅 0.34 亿元。

截至 2024 年末，中合担保资产总额 91.34 亿元，较上年末增长 6.14%，资产构成以应收保理款、投资资产及递延所得税资产为主，整体资产质量较好。所有者权益 75.41 亿元，其中实收资本占比 95.16%，所有者权益稳定性较好。全部债务 11.84 亿元，均为短期债务，期限偏短。实际资产负债率 14.49%，较上年末增加，但杠杆水平仍较低。2024 年，中合担保实现营业收入 5.02 亿元，主要由担保业务形成的已赚保费和投资业务产生的投资收益构成；实现利润总额 3.86 亿元，同比大幅增长；总资产收益率和净资产收益率分别为 3.59%和 4.29%，盈利能力较强。

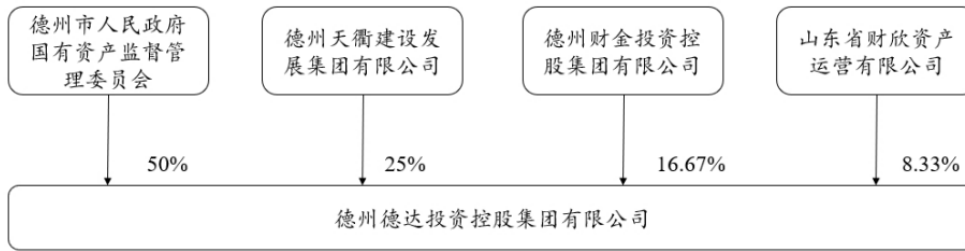
截至 2024 年末，中合担保Ⅰ级资产、Ⅰ级资产和Ⅱ级资产之和、Ⅲ级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为 72.45%、72.45%和 16.11%，均满足监管要求。

基于对中合担保经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，经联合资信评定，中合担保个体信用等级为 aa⁺，考虑到中合担保股东背景多元，股东在业务协同、综合授信及管理等方面能给予其较大支持，外部支持提升 1 个子级，中合担保主体长期信用等级为 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

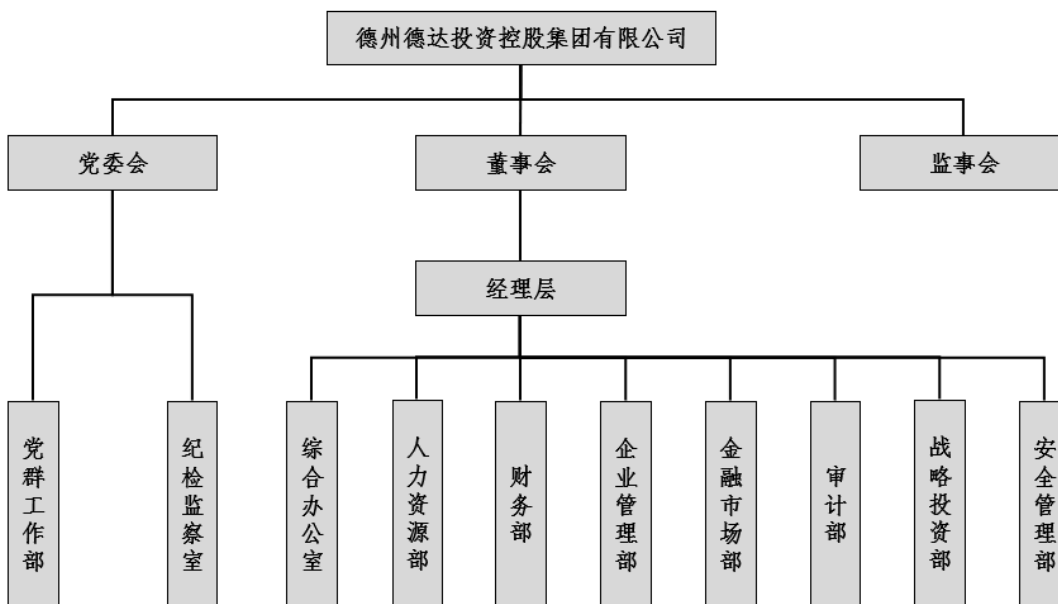
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 德达城建 MTN002”和“21 德达城建 MTN001”的信用等级为 AA⁺，维持“24 德州德达债 01/24 德达 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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 年底）

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	获得方式
德州德发城市资产管理有限公司	房地产业	100.00	投资设立
德州市医养健康集团有限公司	专业技术服务业	100.00	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	96.28	投资设立
德州德融酒店管理有限公司	住宿、餐饮	100.00	投资设立
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
德州德单高速公路建设有限公司	商务服务业	100.00	股权划转
高德公路建设（德州）有限公司	商务服务业	100.00	股权划转
德州德达地产集团有限公司	房地产业	100.00	投资设立
德州市能源发展有限公司	商务服务业	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
德州市金盾保安服务有限责任公司	安保服务	100.00	投资设立
德州德达安防科技集团有限公司	安全咨询、安全设备	100.00	投资设立
山东德达路桥集团有限公司	土木工程建筑业	100.00	投资设立
山东德达国际贸易有限公司	批发业	100.00	投资设立
山东德达高速公路投资发展集团有限公司	高速公路投资、建设、收费、运营	100.00	投资设立
高武公路（德州）有限公司	高速公路投资、建设、收费、运营	100.00	投资设立
德州德达检验检测集团有限公司	检验检测	100.00	投资设立
德州德达共享服务有限公司	金融服务	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（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.14	27.12	30.49	31.82
应收账款（亿元）	20.68	36.09	45.41	45.26
其他应收款（亿元）	19.52	19.47	22.84	22.85
存货（亿元）	252.15	105.76	90.66	89.46
长期股权投资（亿元）	31.46	166.53	167.15	167.08
固定资产（亿元）	24.34	22.97	19.50	19.07
在建工程（亿元）	65.62	48.09	61.33	65.92
资产总额（亿元）	592.90	643.42	697.16	703.70
实收资本（亿元）	30.00	30.00	30.00	30.00
少数股东权益（亿元）	4.91	4.70	4.58	4.59
所有者权益（亿元）	269.46	266.71	275.25	275.71
短期债务（亿元）	56.14	56.26	89.48	83.65
长期债务（亿元）	150.72	197.66	209.56	230.35
全部债务（亿元）	206.86	253.92	299.04	314.00
营业总收入（亿元）	98.95	152.02	136.32	24.94
营业成本（亿元）	87.27	137.13	121.86	22.58
其他收益（亿元）	0.25	0.24	0.05	0.01
利润总额（亿元）	3.23	3.31	3.18	0.28
EBITDA（亿元）	7.33	13.00	12.70	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	68.26	124.96	132.62	19.49
经营活动现金流入小计（亿元）	101.18	153.49	140.74	19.61
经营活动现金流量净额（亿元）	-20.35	-6.52	0.69	-7.71
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.42	-20.32	-26.76	-10.02
筹资活动现金流量净额（亿元）	28.33	30.91	31.56	9.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.24	4.94	3.16	--
存货周转次数（次）	0.36	0.77	1.24	--
总资产周转次数（次）	0.19	0.25	0.20	--
现金收入比（%）	68.99	82.20	97.28	78.13
营业利润率（%）	11.40	8.96	10.18	8.44
总资本收益率（%）	1.01	1.53	1.50	--
净资产收益率（%）	0.81	0.93	0.93	--
长期债务资本化比率（%）	35.87	42.57	43.23	45.52
全部债务资本化比率（%）	43.43	48.77	52.07	53.25
资产负债率（%）	54.55	58.55	60.52	60.82
流动比率（%）	197.61	139.56	135.63	151.31
速动比率（%）	45.68	79.24	89.73	100.98
经营现金流动负债比（%）	-12.26	-3.72	0.35	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.48	0.34	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	1.68	1.50	1.31	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.22	19.53	23.54	--

注：1. 本报告将公司其他流动负债、其他应付款、应付账款有息部分计入短期债务核算，将长期应付款有息部分计入长期债务核算；2. 公司财务数据取自当年审计报告期末数，2025 年一季度数据未经审计

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	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.24	9.25	16.88	16.50
应收账款（亿元）	4.70	6.73	2.67	2.64
其他应收款（亿元）	70.47	81.09	98.92	99.91
存货（亿元）	71.69	17.44	10.17	10.17
长期股权投资（亿元）	208.98	256.50	262.76	263.19
固定资产（亿元）	0.06	0.06	0.03	0.03
在建工程（亿元）	6.50	0.68	0.68	0.68
资产总额（亿元）	421.46	442.17	466.91	467.94
实收资本（亿元）	30.00	30.00	30.00	30.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	263.02	259.29	269.73	270.22
短期债务（亿元）	36.12	36.30	28.17	50.44
长期债务（亿元）	84.06	102.35	124.86	108.56
全部债务（亿元）	120.18	138.66	153.03	159.00
营业总收入（亿元）	6.10	10.21	8.98	0.03
营业成本（亿元）	4.42	8.05	6.93	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-0.75	2.23	4.30	0.31
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.03	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	147.90	116.32	157.07	36.94
经营活动现金流量净额（亿元）	-20.83	-9.91	-3.71	-10.77
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.62	-4.96	-2.82	-0.43
筹资活动现金流量净额（亿元）	20.05	21.88	14.16	2.79
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.44	1.79	1.91	--
存货周转次数（次）	0.06	0.18	0.50	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	0.00	0.30	0.00	0.00
营业利润率（%）	26.95	20.71	22.62	-67.77
总资本收益率（%）	0.22	0.84	1.01	--
净资产收益率（%）	-0.23	0.89	1.58	--
长期债务资本化比率（%）	24.22	28.30	31.64	28.66
全部债务资本化比率（%）	31.36	34.84	36.20	37.04
资产负债率（%）	37.59	41.36	42.23	42.25
流动比率（%）	205.50	148.10	190.06	153.74
速动比率（%）	109.12	126.26	175.46	141.98
经营现金流动负债比（%）	-28.01	-12.41	-5.33	--
现金短期债务比（倍）	0.06	0.25	0.60	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部债务未做调整；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. 公司财务数据取自当年审计报告期末数，2025 年一季度数据未经审计

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 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%
营业总收入年复合增长率	(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