

信用评级公告

联合〔2024〕251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及其拟于2024年发行的企业债券的信用状况进行综合分析和评估，确定德州德达投资控股集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，德州德达投资控股集团有限公司2024年面向专业投资者公开发行企业债券（第一期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年三月二十一日

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

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

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

德州德达投资控股集团有限公司2024年面向专业投资者 公开发行企业债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

担保方主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 5.00 亿元（含）

本期债券期限：10 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

担保方式：本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于德州市康养中心项目建设及补充营运资金

评级时间：2024 年 3 月 21 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		4
		指示评级		
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 ⁺	

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

德州德达投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）是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。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了德州市经济稳步发展，公司在供暖供气领域区域专营优势突出，并在资本注入、股权划转、政府补助和政府债务置换等方面获得政府的有力支持。2022 年，公司因实施重大资产重组，资产规模和营业总收入大幅增长。同时，联合资信也关注到公司房地产项目未来销售情况有待观察，有息债务规模大幅增长且存在短期偿付压力、PPP 项目回款周期较长等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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

公司已申请注册总额度不超过 6.50 亿元的公司债券（以下简称“本次债券”），拟分期发行用于德州市康养中心项目（以下简称“募投项目”）建设和补充营运资金，本次拟发行德州德达投资控股集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行企业债券（第一期）（以下简称“本期债券”）。募投项目在本次债券存续期内的预期净收益能够覆盖项目建设使用债券资金的利息，但无法覆盖本息合计，考虑到募投项目收益测算对入住率的敏感性高，未来收益实现易受项目建设进度和运营情况影响，存在一定不确定性。

本期债券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，联合资信评定中合担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，增信措施有效增强了本期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 外部发展环境良好。2020—2022 年，德州市地区生产总值持续增长，2022 年为 3633.1 亿元，同比增长 4.4%；2022 年德州市一般公共预算收入 235.04 亿元，同比增

长 9.6%。

2. **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。
3. **持续获得有力的外部支持。**2017 年以来，德州市人民政府、德州市财政局和德州市人民政府国有资产监督管理委员会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。此外，2020—2022 年，公司累计收到政府补助 4.38 亿元，收到德州市各政府部门资本注入合计 23.41 亿元，累计收到德州市财政局拨付的债务置换资金约 227 亿元。
4. **增信措施增强了本期债券本息偿付的安全性。**中合担保为本期债券本息偿付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，增强了本期债券本息偿付的安全性。

关注

1. **房地产项目投资规模较大，去化压力有待关注。**截至 2023 年 3 月底，公司在建房地产项目已投资 52.37 亿元，剩余待售面积较大，未来销售情况有待观察。
2. **有息债务规模大幅增长，存在短期偿付压力。**受重大资产重组影响，2022 年底公司全部债务规模较上年底大幅增长 98.02%至 206.86 亿元，现金短期债务比为 0.31 倍，公司存在短期偿付压力。
3. **PPP 项目回款周期较长。**公司在手 PPP 项目大部分已完工，投资规模较大，回款周期较长。
4. **募投项目预期净收益对本次债券的本息合计覆盖不足，且未来收益实现具有一定不确定性。**本次债券存续期内，募投项目预期净收益对用于募投项目建设部分本息合计的覆盖倍数较低，考虑到募投项目收益测算对入住率的敏感性高，项目收益易受项目建设进度和运营情况影响，未来收益实现情况存在一定的不确定性。

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年	2022 年
GDP (亿元)	3633.1	4691.85	4205.34	2306.77
一般公共预算收入 (亿元)	235.04	223.71	289.57	185.31
资产总额 (亿元)	592.90	848.67	447.34	429.34
所有者权益 (亿元)	269.46	274.35	322.66	136.43
营业总收入 (亿元)	98.95	197.81	91.65	66.01
利润总额 (亿元)	3.23	4.90	5.41	2.17
资产负债率 (%)	54.55	67.67	27.87	68.22
全部债务资本化比率 (%)	43.43	19.91	17.45	61.58
全部债务/EBITDA (倍)	28.22	44.59	5.46	17.27
EBITDA 利息倍数(倍)	1.68	4.13	5.21	--

注: 公司 1 为青岛军民融合发展集团有限公司, 公司 2 为山东荷建国有资本投资有限公司, 公司 3 为日照城投集团有限公司
资料来源: 联合资信根据公开数据整理

分析师:

张婷婷 (登记编号: R0150220120047, 项目负责人)

吴 茵 (登记编号: R0150222080014)

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

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
现金类资产(亿元)	22.15	13.54	17.14	16.20
资产总额(亿元)	429.69	442.21	592.90	633.30
所有者权益(亿元)	225.88	236.14	269.46	270.02
短期债务(亿元)	15.95	26.43	56.14	57.71
长期债务(亿元)	81.35	78.04	150.72	187.75
全部债务(亿元)	97.30	104.47	206.86	245.46
营业总收入(亿元)	42.50	37.01	98.95	73.74
利润总额(亿元)	4.26	4.81	3.23	0.51
EBITDA(亿元)	6.91	8.02	7.33	--
经营性净现金流(亿元)	10.03	-16.05	-20.35	-5.98
现金收入比(%)	54.41	78.71	68.99	92.43
营业利润率(%)	10.86	13.47	11.40	8.15
净资产收益率(%)	1.49	1.59	0.81	--
资产负债率(%)	47.43	46.60	54.55	57.36
全部债务资本化比率(%)	30.11	30.67	43.43	47.62
流动比率(%)	248.43	254.82	197.61	210.27
速动比率(%)	49.69	54.13	45.68	54.09
经营现金流动负债比(%)	8.89	-13.73	-12.26	--
现金短期债务比(倍)	1.39	0.51	0.31	0.28
EBITDA 利息倍数(倍)	3.71	2.84	1.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.08	13.02	28.22	--

公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
资产总额(亿元)	367.65	365.66	421.46	433.28
所有者权益(亿元)	216.21	225.93	263.02	263.35
全部债务(亿元)	88.22	96.33	120.18	134.28
营业总收入(亿元)	27.78	22.45	6.10	0.50
利润总额(亿元)	3.42	4.42	-0.75	0.07
资产负债率(%)	41.19	38.21	37.59	39.22
全部债务资本化比率(%)	28.98	29.89	31.36	33.77
流动比率(%)	196.40	230.45	205.50	220.33
经营现金流动负债比(%)	2.76	-22.32	-28.01	--

注: 1. 公司 2023 年三季度财务报表未经审计; 2. 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; 3. 本报告将长期应付款 (合计) 中有息部分纳入长期债务计算

资料来源: 联合资信根据审计报告、财务报表和公司提供数据整理

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	2023/08/11	张婷婷 吴 茵	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208	--
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

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、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，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。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用征信股份有限公司（以下简称“联合征信”）为该公司提供了征信业务。由于联合资信与关联公司联合征信之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。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。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；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。

八、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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

德州德达投资控股集团有限公司2024年面向专业投资者 公开发行企业债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

德州德达投资控股集团有限公司（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（以下简称“德发公司”），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3.00亿元设立德发公司。2009年9月，德发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，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（2019年更名为“德州财金投资控股集团有限公司”，以下简称“财金公司”）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，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”）。同年，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”）。2020年和2022年，德州市国资委将持有公司的部分股权分别无偿划转至山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“财欣公司”）和德州天衢建设发展集团有限公司（以下简称“天衢建设”）。2023年12月，公司名称由德州德达城市建设投资运营有限公司更名为现名称。截至2023年底，公司注册资本和实收资本均为30.00亿元，其中，德州市国资委持股50.00%，天衢建设持股25.00%，财金公司持股16.67%，财欣公司持股8.33%。公司控股股东及实际控制人均为德州市国资委（详见附件1-1）。

公司是德州市重要的基础设施投资建设主体，主要从事德州市基础设施建设、土地一级开发、商品房开发、租赁、工程施工、供暖、供气等业务，业务结构较为多元。

截至2023年9月底，拥有合并范围内子公司75家（详见附件1-3）。截至2023年底，公司本部内设财务部、金融市场部、战略投资部、企业管理部等职能部门（详见附件1-2）。

截至2022年底，公司资产总额592.90亿元，所有者权益269.46亿元（少数股东权益4.91亿元）；2022年，公司实现营业总收入98.95亿元，利润总额3.23亿元。

截至2023年9月底，公司资产总额633.30亿元，所有者权益270.02亿元（少数股东权益4.78亿元）；2023年1—9月，公司实现营业总收入73.74亿元，利润总额0.51亿元。

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：李松叶。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司已申请注册总额度不超过6.50亿元的公司债券（证监许可〔2024〕353号）（以下简称“本次债券”），拟分期发行。本次计划面向专业投资者公开发行2024年企业债券（第一期）（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模不超过5.00亿元（含），债券期限10年，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。本期债券每年付息一次，到期一次还本。

本期债券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。

2. 本期债券募集资金用途

本次债券发行规模不超过6.50亿元，其中4.55亿元用于德州市康养中心项目（以下简称“募投项目”）建设，占总投资规模的比例为66.91%；1.95亿元用于补充营运资金。

本期债券募集资金中 3.50 亿元用于募投项目建设，1.50 亿元用于补充运营资金。

表 1 本期债券募集资金拟使用情况(单位: 万元、%)

资金用途	项目投资总额	拟使用募集资金	使用本期债券募集资金占投资总额比例
德州市康养中心项目	68000.00	35000.00	51.47
补充运营资金	--	15000.00	--
合计	68000.00	50000.00	--

资料来源: 公司提供

3. 本期债券募投项目概况

(1) 项目简介

募投项目总用地面积为 34967.00 平方米，总建筑面积为 81456.57 平方米，主要建设内容包括老年康养中心、健康卫生管理中心、轻医学中心、食堂、配套用房和停车位，建筑密度为 30%，容积率 1.662，绿地率 35%。募投项目施工周期预计 36 个月，即 2021 年底至 2024 年底。截至 2023 年 11 月底，募投项目处于配套工程施工及室外、附属装饰工程、室内及设备购进安装阶段，项目已累计投资 21134.70 万元，已完成总投资进度的 31.08%。

(2) 资金来源

募投项目总投资规模为 68000.00 万元，其中，建筑工程费 29448.33 万元、设备购置费 13923.37 万元、安装工程费 6281.26 万元、其他费用 8065.49 万元，基本预备费 1731.55 万元，建设期利息 8550.00 万元。募投项目所需全部资金采用以下方式筹措：公司自筹项目资本金 20500.00 万元，占投资总额的 30.15%；债券融资 65000.00 亿元，其中 45500.00 亿元用于募投项目，剩余部分以公司自有资金补足。募投项目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。

(3) 审批情况

募投项目审批情况如下表所示。

表 2 募投项目审批情况

发文机关	文件名称	文号
--	山东省建设项目备案证明	--

¹ 假设本次债券均于 2024 年发行，且债券期限均为 10 年

德州市国土资源局	不动产权证	鲁(2018)德州市不动产权第0025814号
德州市行政审批服务局	建设用地规划许可证	地字第 371400201800028号
德州市行政审批服务局	建设用地规划许可证附件(变更)	--
德州经济技术开发区行政审批部	建设工程规划许可证	建字第 371402202200028号、建字第 371402202200029号
德州市行政审批服务局	建筑工程施工许可证	371400202205260101 371400202206240101 371400202206080101
德州经济技术开发区经济发展部	节能审查意见	德经开经发改(2022)23号

资料来源: 公司提供

(4) 社会效益和经济效益

募投项目建设可以缓解德州市养老机构老年人用房需求，使德州市养老机构设施逐步完善、功能逐步齐全，对社会化养老模式的推广起到示范和带动作用。

此外，募投项目建成后公司将采用自持模式运营，根据可研报告，募投项目计算期为 20 年，其中建设期 3 年，从第 4 年进入运营期，税后内部收益率为 7.25%，投资回收期为 11.28 年(含建设期 3 年)。基于谨慎性原则，假设募投项目在第 4 年运营开始，在本次债券¹存续期内募投项目预计实现收入 65940.23 万元，实现净收益 39310.98 万元。

三、宏观经济和政策环境分析

2023 年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023 年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023 年，中国经济回升向好。初步核算，

全年 GDP 按不变价格计算,比上年增长 5.2%。分季度看,一季度同比增长 4.5%、二季度增长 6.3%、三季度增长 4.9%、四季度增长 5.2%。信用环境方面,2023 年社融规模与名义经济增长基本匹配,信贷结构不断优化,但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧,实体经济融资成本逐步下降。

2024 年是实施“十四五”规划的关键一年,有利条件强于不利因素,中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性,在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升,出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024 年,稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效,预计中央财政将采取积极措施应对周期因素,赤字率或将保持在 3.5% 左右。总体看,中国 2024 年全年经济增长预期将维持在 5% 左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察\(2023 年年报\)》](#)。

四、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后,城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后,国家出台了一系列政策,规范了地方政府和城投企业的融资行为,建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来,宏观经济下行压力加大,“稳增长”压力凸显。同时,监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控,城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年,在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下,城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体,将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低,评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧,仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见[《2023 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2. 区域经济环境

德州市重点打造装备制造、食品加工、化工和纺织四大产业。近年来,德州市经济水平不断提高,一般公共预算收入持续增长,但财政自给能力较弱;公司整体外部发展环境良好。

德州市位于山东省西北部,与河北省接壤,总面积 10356 平方公里。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”等城市名片。截至 2022 年底,德州市常住人口 557.49 万人,其中城镇人口 308.07 万人。常住人口城镇化率为 55.26%,比上年末提高 0.86 个百分点。

根据《德州市国民经济和社会发展统计公报》,2020—2022 年,德州市地区生产总值分别为 3078.99 亿元、3488.72 亿元、3633.1 亿元,分别同比增长 3.6%、8.3% 和 4.4%,德州市区域经济水平不断提高。2022 年,德州市第一产业增加值 370.4 亿元,比上年增长 2.5%;第二产业增加值 1509.2 亿元,比上年增长 4.3%;第三产业增加值 1753.5 亿元,比上年增长 4.8%。三次产业结构调整为 10.2: 41.5: 48.3。

2022 年,全年固定资产投资(不含农户)同比增长 18.5%。重点投资领域中,民间投资增长 13.1%,占固定资产投资的比重为 69.4%,比上年下降 3.2 个百分点;制造业投资增长 19.7%,占固定资产投资的比重为 29.2%,比上年提高 0.3 个百分点;高新技术产业投资增长 38.0%,高于工业投资增速 17.2 个百分点。2022 年,全市房地产开发投资完成 352.06 亿元,比上年增长 6.8%;商品房销售面积 682.93 万平方米,下降 7.3%;商品房销售额 446.77 亿元,下降 9.5%。

2020—2022 年,德州市一般公共预算收入分别为 208.55 亿元、234.09 亿元、235.04 亿元,税收收入占比分别为 73.9%、76.9% 和 68.8%,一般公共预算收入质量一般。同期,德州市一般公共预算支出分别为 481.20 亿元、492.44 亿元和 573.26 亿元,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 43.34%、47.54% 和

41.00%，财政自给能力较弱。2020—2022年，德州市政府性基金收入分别为294.35亿元、382.62亿元和243.63亿元。

根据德州市政府公开信息，2023年，德州市全市生产总值3805.27亿元，同比增长6.0%；一般公共预算收入250.60亿元，同比增长6.6%，一般公共预算支出622.76亿元，增长8.6%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年底，公司控股股东和实际控制人均为德州市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司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，如下表所示，上述5家企业的实际控制人均为德州市国资委。总体看，各企业在业务范围或区域上有所划分，不存在明显的竞争关系。

公司承担德州市市政基础设施建设、国有资产运营职能，主要从事德州市基础设施建设、土地一级开发、商品房开发、租赁、工程施工、供暖、供气等业务，业务结构较为多元，公司在供暖、供气等公共服务领域区域专营优势突出。

表3 德州市主要基建主体 2022 年主要财务数据（单位：亿元、%）

公司名称	实际控制人	主要职能	总资产	净资产	营业收入	资产负债率	全部债务资本化比率
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和储备粮职能	831.94	352.37	80.19	57.64	36.14
公司	德州市国资委	主要从事德州市基础设施建设、土地一级开发、商品房开发、租赁、工程施工、供暖、供气等业务	592.90	269.46	98.95	54.55	43.43
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	244.14	116.25	21.51	52.39	33.32
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、农村公路建设等交通项目投融资工作	--	--	--	--	--
德州天衢建设发展集团有限公司	德州市国资委	主要负责德州市中心城区的供水、污水污泥处置以及德州天衢新区内的基础设施建设、供气、供热	--	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开数据整理

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，员工整体文化素质高，能满足公司的经营发展需要。

截至2023年9月底，公司高级管理人员共4名，其中总经理1名、副总经理3名。

李松叶先生，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，庆云县委常委、县委办公室主任、常务副县长，德州市交通运输投资发展集团有限公司副董事长、党委

副书记；现任公司董事长、党委书记。

吕光坤先生，1970年生；历任德州市公路管理局党委办公室干事、办公室副主任，庆云公路局局长、党支部书记、办公室主任，德州市公路管理局公路勘察设计研究院院长，山东金鲁班集团有限公司（以下简称“金鲁班”）董事，德州市交通运输投资发展集团有限公司党委副书记；现任公司党委副书记、总经理。

截至2023年3月底，公司在职员工共3301人。从文化程度来看，专科及以下学历员工1812人，本科学历员工1389人，研究生及以上学历员工100人；从职称来看，初级职称625人，中级职称

642人，高级职称298人，剩余1736人无职称；从年龄构成来看，30岁以下员工348人，30~50岁员工2542人，50岁以上员工411人。

4. 企业信用记录

公司本部债务履约情况良好，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91371400793936334L），截至2024年1月2日，公司本部无未结清关注类或不良类贷款信息；公司本部存在5笔已结清关注类信贷信息记录，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。

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：91371400MA3QN1JPXJ），截至2024年1月11日，公司子公司德州德达地产集团有限公司本部不存在未结清和已结清关注类或不良类贷款信息。

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：91371402MA943B9C9R），截至2024年1月5日，公司子公司山东德达路桥集团有限公司本部不存在未结清和已结清关注类或不良类贷款信息。

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：91371400564074945D），截至2024年2月26日，公司子公司德州新农村建设发展有限公司本部不存在未结清和已结清关注类或不良类贷款信息。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至评级报告出具时点，联合资信未发现公司曾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为完善，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和管理工作的高效进行。

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。公司存续期间，山东财欣均授权德州市国资委代为行使股东表决权，公司股东会决议经德州市国资委签署即为有效决议，并应及时抄送山东财欣。山东财欣须根据德州市国资委的要求，采取一致行动，配合履行有关法定程序和手续。

公司设董事会，董事会成员11名，其中，由股东会选举产生3名，由股东委派1名，外部董事为6名，职工董事1名。外部董事人选由德州市国资委依法委派，职工董事通过职工代表大会选举产生。公司设董事长1名，由董事会选举产生。董事任期3年，任期届满，经委派或者选举可以连任，外部董事在同一企业连续任职一般不得超过2届。

公司设监事会，监事会成员3名，均为职工监事，由职工代表大会选举产生；监事会设监事长1名，由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届为3年，任期届满，可连选连任。监事可以列席董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或者建议。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，设总会计师1名，由德州市国资委委派。总经理对董事会负责，总经理、副总经理列席董事会会议。

2. 管理水平

截至2023年底，公司本部内设财务部、金融市场部、战略投资部、企业管理部等职能部门，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。工程项目前期应按照立项决策批准流程审批，对工程项目进行设计及

预算管理,按规定进行招投标。项目建设过程中,健全工程项目管理体系,负责好各单位各部门的综合协调与管理。项目竣工后,组织实施各项费用的结算及物资的盘点清理。

财务管理方面,公司制定《财务管理制度》,内容涉及资金运营管理、票据管理、会计核算管理、财务报告管理、税务管理等。公司对财务工作实行垂直管理,双重领导。公司对财务人员的行政管理有提议权,财务人员的业务管理原则上由各子公司管理,日常财务管理工作应围绕经营目标进行,但因公司整体工作需要,须服从公司的安排和指导。

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,本部项目由金融市场部提出融资方案,报分管领导审议;对于子公司融资管理上,要求子公司融资方案需报公司金融市场部和分管领导审议;经过审议后,公司将融资方案上报党委会和董事会审议,发行债券经董事会审议通过后按要求上报市国资委,形成股东会决议。

投资管理方面,公司制定《投资管理办法》,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。投资决策上,公司及下属子公司所有投资项目须由党委会会议进行审议,形成党委会会议纪要;经过党委会会议通过后,由董事会成员对投资项目进行表决,形成董事会决议。经董事会审议后,根据相关要求报市国资委批复。

七、重大事项

2022年9月,为整合德州市本级国有资产,德州市国资委发布《关于同意划转原金鲁班集团路桥板块相关企业股权的批复》(德国资字(2022)65号)文件,公司获得金鲁班所持有的18家路桥板块子公司(以下简称“路桥板块公司”)100%股权,并将其划转至全资子公司山东德达路桥集团有限公司。截至2021年底,路桥板块公司经审计总资产199.46亿元,净资产61.74亿元,分别占公司2021年经审计总资产、

净资产的45.11%、26.15%;2021年度营业收入为34.27亿元,净利润0.80亿元,其中营业收入规模超过公司2021年经审计的营业收入的50%。股权划转后,公司工程施工业务规模扩张明显,资产规模和营业总收入大幅上升,但债务负担亦明显上升。

2023年8月14日,公司发布《德州德达城市建设投资运营有限公司拟进行重大资产重组的公告》(以下简称“公告”)。公告称,基于德州市政府统筹规划,德州市国资委拟将财金公司39%的股权、禹城市国有资产运营管理集团有限公司30.5%的股权、山东荣盛控股集团有限公司30.5%的股权、平原县财金发展有限公司30.5%的股权划拨至公司,同时将收回公司名下61宗土地。拟划入的上述四家公司股权资产的2022年末净资产价值预计约为190亿元,上述股权资产划入后,公司对上述公司形成参股;根据公司2022年度审计报告,拟被收回的61宗土地资产账面价值为154.93亿元。本次拟收回的土地为政府早年间出让及划拨注入,公司后期未进行开发投入或抵押融资。截至2023年底,上述重组事项已完成。本次重大资产重组对公司业务结构无重大影响。

八、经营分析

1. 经营概况

2020-2022年,公司营业总收入波动增长,毛利率波动下降。2022年公司重大资产重组后工程施工业务规模明显扩张,实现商品销售收入规模较大,带动收入大幅增长。

2020-2022年,公司营业总收入波动增长,年均复合增长52.60%,主要系公司2022年重大资产重组后工程施工业务规模扩张以及商品销售收入、房地产开发收入大幅增长所致。从收入构成看,2022年,公司基础设施建设收入、房地产开发收入、工程施工收入、商品销售收入较上年均大幅增长;土地开发收入较上年大幅下降,主要系2022年该业务规模缩减所致;公用事业板块(供热、供气)和租赁业务收入较为稳定,对营业总收入形成一定补充。

2020—2022年，公司综合毛利率波动下降，2022年综合毛利率同比下降至11.81%。2021年，土地开发业务毛利率下降较为明显，主要系公司将较大规模的危房改造项目投入结转至土地开发业务成本所致；房地产开发毛利率波动较大，主要系结转项目不同所致；工程施工毛利率

波动较大，主要系不同项目毛利率存在差异所致。

2023年1—9月，公司实现营业总收入73.74亿元，相当于2022年营业总收入的74.52%，主要来自商品销售、工程施工和供热业务；综合毛利率为9.09%。

表4 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1—9 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	24.35	57.30	3.15	5.29	14.29	4.01	14.63	14.79	4.63	0.00	0.00	--
土地开发	2.44	5.75	13.33	16.28	43.98	4.76	1.37	1.39	4.63	0.00	0.00	--
租赁业务	0.91	2.14	65.33	0.96	2.58	65.57	0.94	0.95	61.13	0.55	0.74	62.97
供热业务	3.52	8.28	5.64	3.71	10.04	1.67	4.41	4.45	7.47	3.00	4.07	12.15
供气业务	2.67	6.28	25.33	2.35	6.35	20.86	2.56	2.59	19.73	2.67	3.62	12.40
房地产开发	4.66	10.97	28.05	3.27	8.83	43.68	17.32	17.51	17.32	0.29	0.40	9.90
工程施工	1.44	3.39	17.51	1.26	3.42	40.64	22.48	22.72	16.08	31.03	42.07	10.17
其他	2.50	5.88	39.75	3.89	10.51	38.10	5.32	5.37	52.21	5.87	7.96	34.15
商品销售	--	--	--	--	--	--	29.92	30.23	0.50	30.32	41.12	1.54
合计	42.50	100.00	12.04	37.01	100.00	15.10	98.95	100.00	11.81	73.74	100.00	9.09

注：尾差系四舍五入所致；其他业务包括押运服务、高速公路通行费、PPP项目运营、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；2020、2021年，公司商品销售收入占比小，计入其他收入
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

公司存量已完工待结算基础设施代建项目规模较大，收入确认受政府结算进度影响大；目前公司承接基础设施代建项目投资规模较小，未来持续性有待关注。

公司是经德州市政府授权的从事城市基础设施建设的法人，德州市中心城区城市基础设施建设基本由公司负责，已先后完成袁桥社区和东区南部安置房项目、东区北部社区、高铁新区基础设施建设、沙王社区项目以及廉租住房工程建设。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%~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2023年3月底，公司账面政府债务置换资金余额为24.81亿元。

2020—2022年，公司基础设施代建收入波动下降。2022年结算收入的项目主要为旧村改造、三八西路下穿京沪铁路建设、高铁东区污水处理厂、污泥处理厂项目，2022年因旧村改造项目回购收入规模较大带动，代建收入较2021年

上升明显，毛利率略有上升。

表 5 截至 2023 年 3 月底公司主要已完工项目收入确认情况表（单位：亿元）

项目名称	总投资额	回购期	2020 年 确认收入	2021 年 确认收入	2022 年 确认收入
沙王社区	16.14	2018—2021 年	--	3.38	--
高铁新区基础设施建设	46.46	2019—2020 年	24.35	--	--
廉租住房	2.24	2019-2021 年	--	0.22	--
东区南部社区棚户区改造项目	18.07	2017—2021 年	--	1.63	--
污泥处理厂	0.44	2022 年	--	--	0.46
高铁东区污水处理厂	0.71	2022 年	--	--	0.74
旧村改造	11.16	2022 年	--	--	11.72
三八西路下穿京沪铁路建设项目	1.10	2022 年	--	--	1.16
合计	96.32	--	24.35	5.23	14.08

注：2021 年、2022 基础设施代建业务收入分别为 5.29 亿元、14.63 亿元，主要项目确认收入分别为 5.23 亿元、14.08 亿元，其余 0.06 亿元、0.55 亿元分别来源于零星项目及征地补偿款
资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司已完工项目未来可确认代建收入规模约 24.81 亿元，存货中代建项目账面价值约 18.31 亿元，主要是未结转的东区南部社区棚户区改造项目、沙王社区、危房改造（土地指标）项目；在建工程中代建项目账面价值 6.50 亿元，主要系未结转的危房改造（土地指标）、德州市档案馆等项目投入。公司目前按照政府安排承接德州市零星的基础设施代建项目，投资规模较小，未来公司将根据德州市基础设施建设的执行需要，完成政府交办的基础设施建设业务，业务持续性有待关注。

（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指标统筹业务。2019 年以来，公司未开展土地整理业务；公司建设用地指标充足，但受市场环境和土地政策等因素影响，该业务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，公司具有德州市城市土地一级开发职能，所开发的土地位于德州市德城区、天衢新区区域，均属于中心城区范围，地理位置优越，具有良好的预期收益。

公司通过对土地进行前期开发整理，待土

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

2019年以来，政府未向公司下达土地整理任务，故公司未开展相关业务。截至2022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；2022年，公司未实现土地整理收入，2022年底已整理未出让土地面积36.93万平方米。

建设用地指标统筹业务

公司土地开发业务还包括建设用地指标统筹业务²。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

²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

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。

2020—2022 年，公司建设用地指标分别调剂 1627.73 亩、10805.38 亩、1080.55 亩给予市本级政府，公司取得建设用地指标统筹收入分别为 2.44 亿元、13.67 亿元、1.37 亿元。2023 年 1—3 月，公司未开展建设用地指标统筹业务。

截至 2022 年底，公司持有的建设用地指标共计约 12676.04 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。

（3）供热业务

公司供热业务在市区的市场份额较高，2020—2022 年供热业务收入逐年小幅上升，为公司带来持续稳定的现金流入。

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（以下简称“高新热力”）开展。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和德州恒源热力有限公司。

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 2023 年 3 月底，公司总供热面积为 3291.08 万平方米，占德州市市区供热面积的 70.00%；换热站总数为 480 座，累计供热主管网总长度 557.00 公里，供热用户约 27 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，按当月供热实际热源费用的 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。2020—2022 年，供热业务实施主体采购总量分别为 613.69 万吉焦、612.38 万吉焦和 599.87 万吉焦，2022 年热力公司采购量占比为 57.16%。

下游客户方面，公司供热客户以居民客户为主，2020—2022 年，每年居民客户供热面积占比近 80%。公司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，分别为 22 元/平方米和 30 元/平方米。收费模式方面，对于非居民客户，公司以按月收费为主，也有部分客户于供暖季开始前一次性缴费；对于居民客户，主要在供暖季前一次性收取当季的采暖费。

表 6 公司供热价格和供热面积（单位：元/平方米、万平方米）

项目	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1-3 月	
	价格	面积	价格	面积	价格	面积	价格	面积
居民用户	22	2215.84	22	2572.92	22	2598.24	22	2598.24
非居民用户	30	589.64	30	684.66	30	692.84	30	692.84
合计	--	2805.48	--	3257.58	--	3291.08	--	3291.08

资料来源：公司提供

2020—2022 年，公司供热板块收入逐年小幅增长，毛利率波动增长，2021 年因公司管网维护投入较大，导致当年毛利率较低。2023 年 1—3 月，公司供热业务实现收入 2.94 亿元，占 2022 年供热业务收入的 66.73%，毛利率 28.83%。2021

—2023 年 3 月底，公司收到供热补贴分别为 1745.80 万元、612.40 万元和 274.00 万元，计入“其他收益”。供热板块能够为公司带来持续稳定的现金流入。

（4）供气业务

公司为德州市主城区范围内唯一的管道燃气运营主体，2020—2022 年供气业务收入小幅下降，毛利率水平虽逐年下降但仍较高。

公司原供气业务经营主体为德州昆仑燃气有限公司（以下简称“昆仑燃气”）和德州中燃城市燃气发展有限公司（以下简称“德州中燃”）。2022 年经股东协商一致，昆仑燃气不再纳入公司合并范围。昆仑燃气收入较小，对公司供气收入影响较小。

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 2023 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 1600 余公里，燃气管道覆盖率 97.60%。公司累计发展居民用户 32.87 万户，商业用户 3040 户，工业用户 91 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，采购价格在 1.93 元/立方米至 2.91 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，燃气收费标准易受政府政策影响。2020—2022 年，公司燃气价格先后发生变动，其中居民用户收费标准有所降低；非居民用户收费标准自 2022 年 11 月起有所提高。

表 7 2020—2022 年公司燃气价格变动情况

时点	政府文件	燃气价格
2020 年	《德州市发展和改革委员会关于阶段性降低德城区、经济技术开发区、运河经济开发区非居民用天然气销售价格支持企业复工复产的通知》（德发改价格〔2020〕75 号）	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 2.59 元/立方米至 3.30 元/立方米之间；非居民用气价格不实行阶梯价格，采取第一、二档阶梯气价的平均价格 2.81 元/立方米
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超过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超过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

资料来源：公司提供

2020—2022 年，因部分工商业用户停工停产，公司供气业务收入整体小幅下降；毛利率逐年下降，主要受燃气销售价格调整影响，但整体供气业务毛利率水平较高。2020—2023 年 3 月底，公司收到供气补贴分别为 287.88 万元、0.00 万元、537.00 万元、404.63 万元，计入“其他收益”。

（5）房地产开发

公司房地产开发业务在建项目尚需投资规模不大，资本支出压力尚可，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，具体业务实施由其子公司负责。

2022 年，公司实现房地产开发收入 17.32 亿元，主要来自东城壹号院（1 期）、德达·东建馨园及绿城德达·蘭园（1-4 期）的项目结转；此外，公司已完工在售房地产开发项目绿城德达·玉园项目，截至 2023 年 3 月底，已累计投资 10.18 亿元，实现回款 13.19 亿元，剩余待售面积小。

截至2023年3月底，公司房地产在建项目共计5个，总投资63.14亿元，已投资52.37亿元，尚需投资10.77亿元，未来资本支出压力尚可；同期，公司上述在建项目总可销售面积107.17万平

方米，已售面积54.39万平方米，已回款36.75亿元。截至2023年3月底，公司暂无其他在建地产项目或土地储备计划。

表 8 截至 2023 年 3 月底公司在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	所在区域	总投资额	已投资	建设进度	总可售面积	已售面积	已回款
东城·壹号院（1期）	陵城区	15.50	15.32	在建	20.35	12.79	9.46
德达·东建馨园	德城区	7.53	7.20	在建	13.50	9.90	6.30
德达·壹号院（东区）	夏津县	15.35	12.94	在建	25.22	13.88	8.18
绿城德达·兰园（1-4期）	经济开发区	18.00	11.55	在建	29.80	14.67	11.15
德达·诚园	武城县	6.76	5.36	在建	18.30	3.15	1.66
合计	--	63.14	52.37	--	107.17	54.39	36.75

资料来源：公司提供

（6）工程施工

2022年完成重大资产重组后，公司工程施工业务规模明显扩张，未来尚需投资规模较大，在手PPP项目大部分已完工，回款周期较长。

公司工程施工业务实施主体主要包括山东德实建筑工程有限公司、山东德达路桥集团有限公司及其下属 18 家路桥板块公司，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。

公司工程施工业务以路桥施工为主，业务模式主要包括传统总包模式以及 PPP 模式，公司通过招投标获取项目。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。

2022 年，公司工程施工业务新签合同 118 个，新签合同总额 89.79 亿元。截至 2023 年 3 月底，公司在手合同均已全部开工，2023—2025 年计划总施工规模分别为 50 亿元、55 亿元、60 亿元。

表 9 2020—2022 年公司合同签订情况

（单位：个、亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
新签合同数量	1	2	118
新签合同金额	2.23	2.13	89.79

资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司前十大在建工程施工项目总合同金额 49.45 亿元，已完成合同额 27.97 亿元，未完成合同额 21.48 亿元。此外，公司在建项目中包括 6 个 PPP 项目，公司作为社会资本方投资并成立项目公司，公司持股 80%~99%，建设期 2~3 年，运营期 10~13 年，项目总投资 52.91 亿元（其中资本金 13.43 亿元），实际已投资 42.91 亿元，目前大部分工程均已完工，因部分完工项目审计手续未完成，导致已投资额未全部确认，公司实际尚需投资 10.00 亿元，投资压力不大。2022 年，公司已完工 PPP 项目实现 PPP 运营收入 0.37 亿元（重大资产重组后的并表收入），PPP 项目回款周期较长。PPP 项目的建设和运营对公司资金、管理能力等方面提出较高要求。

表 10 截至 2023 年 3 月底公司在建前十大工程施工项目情况表（单位：亿元、天）

项目名称	合同金额	合同完成额	建设期
G204 拓宽改造工程（洋河崖-姜家洼子）	8.18	7.63	700
珙县县城东环线建设工程 EPC 勘察设计与施工总承包	5.45	0.20	660
杭州湾上虞经济技术开发区拓展扩容区一期道路配套工程（康阳大道、经七东路）	3.45	3.02	540
德州市公路工程有限公司南充至成都高速公路扩容工程 LJ7 标	20.64	5.44	1080
S240 盐济线乐陵市市中尹西吴南至乐陵商河界段大中修工程施工	1.20	1.17	180

湖南省官新高速公路第十二合同段第一工区	3.26	3.7	1095
红十五线（新世纪大道—观十五线）提升工程	1.26	1.2	480
庐山路（广利河至南二路段）及两侧湿地生态修复工程施工第一标段	3.95	3.96	507
湖南省官新高速公路第十二合同段第二工区	0.27	0.22	1095
2021 年安屯街道路新建及 104 团、三坪农场配套市政道路（一期）建设项目 EPC 工程总承包	1.79	1.43	90
合计	49.45	27.97	--

资料来源：公司提供

表 11 截至 2023 年 3 月底公司 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	资本金占总投资规模比	SPV 中公司持股比例	回报机制	已投资
曲靖市麒麟区水石公路市政道路工程	17.28	2018.05-2020.05	13	5.28	30.56	80.00	可行性缺口补助	11.56
澄城县市政道路建设、澄城县西河水域生态治理、澄城县公园新城及北城水岸 PPP 项目	5.97	2018.01-2020.12	10	1.49	25.00	95.00	政府付费	4.54
夏津县基础设施建设及城区道路改造工程 PPP 项目	12.49	2019.10-2021.10	13	2.50	20.00	80.00	可行性缺口补助	5.65
乐陵市城市公共基础设施综合提升（道路）PPP 建设项目	3.51	2018.07-2020.07	13	1.10	31.67	95.00	政府付费	3.49
通江县诺江镇环城南路建设工程 PPP 项目	8.52	2018.05-2020.05	12	2.56	30.00	95.00	可行性缺口补助	4.05
S323 乐馆线平原夏津界至夏津德商路口段改建及夏津县城乡绿化提升改造工程 PPP 项目	5.14	2022.05-2024.05	13	0.5	10.00	99.00	可行性缺口补助	1.98
合计	52.91	--	--	13.43	--	--	--	31.27

注：1.除夏津县基础设施建设及城区道路改造工程 PPP 项目、S323 乐馆线平原夏津界至夏津德商路口段改建及夏津县城乡绿化提升改造工程 PPP 项目（该项目实际开工时间为 2023 年）未完工外，其他 PPP 项目均已完工，因审计手续未完成，故已投资额未达到总投资规模；2.夏津县基础设施建设及城区道路改造工程 PPP 项目未完工，主要受征地拆迁、前期准备等因素影响，实际建设工期有所延后
资料来源：公司提供

（7）高速公路运营业务

2022 年，公司新增高速公路运营业务，业务结构进一步多元化，但在建高速公路项目未来投资压力较大。

2022 年，公司新增高速公路运营业务，业务实施主体主要为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。2022 年，两段高速公路车流量为 714.78 万辆，实现收入 0.57 亿元（重大资产重组后的并表收入）。

此外，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、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，已投资 12.93 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，已投资

10.96 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 2023 年 3 月底，上述两段高速公路预计总投资 145.97 亿元，已投资 23.89 亿元，未来尚需投资 122.08 亿元，未来投资压力较大。

表 12 截至 2023 年 3 月底公司在建高速公路情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	资金来源	建设期	已投资	投资计划	
					2023 年 4—12 月	2024 年
高青至武城高速商河至平原段公路工程	77.98	政府专项债、银行贷款及自筹	2022-2025 年	12.93	11.57	17.00
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	10.96	4.88	17.50
合计	145.97	--	--	23.89	16.45	34.50

资料来源：公司提供

（8）租赁业务

公司将自有部分房产进行出租经营，毛利率水平较高且收入相对稳定。

公司将部分自有房产进行出租经营。公司主要出租物业为德州市行政中心综合楼、德州市政务中心综合楼、德州市东建置业-德州花园

沿街商铺，截至 2023 年 3 月底，公司出租物业出租率为 100%。

2020—2022 年，公司租赁业务收入较为稳定，2022 年实现租赁收入 0.94 亿元；公司租赁业务毛利率保持较高水平，租赁业务成本主要为运营维护费用。

表 13 截至 2023 年 3 月底公司主要租赁资产情况

出租物业名称	所在区域	出租面积（平方米）	出租率（%）	承租人	租赁期限（年）	租赁用途	租金（万元/年）
行政中心综合楼	德州市经济技术开发区	94384.00	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	36067.00	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	2023	商业	77.70
东建置业-德州花园沿街商铺	德州市经济技术开发区	8450.84	100	商户	2023	商业	129.41
合计	--	139621.84	--	--	--	--	9599.51

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

（9）商品销售业务

2022 年，公司销售产品从原有的建材材料拓展至大宗商品等，收入规模大幅上升，但毛利率水平低。

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 2022 年新投资设立的子公司山

东德达国际贸易有限公司开展，销售产品从原有的建材材料拓展为煤炭、铝矾土、石英砂、手机出口、石油焦、煅后焦等。

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代理采购，通过购销差价赚取利润。采购环节，为控制风险节约成本，

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，确定相应的采购价格、供货时间，并提前支付一定比例或全部货款。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，价格差价即构成公司的毛利润；结算时，公司获得订单后，一般预收部分款项，通过铁路运输、公路运输和海上运输相结合的方式，将商品运至客户。

2022 年，公司前五大供应商主要为民营企业，前五大供应商占比 39.64%，集中度较低。前五大销售客户主要为国有企业，前五大客户占比 32.07%，集中度较低。

表 14 2022 年度公司销售业务前五大供应商情况
(单位: 亿元、%)

公司名称	采购金额	占比	采购商品种类
广州顺利金属贸易有限公司	3.15	10.58	铝锭
新疆棉花产业(集团)麦盖提棉业有限责任公司	3.02	10.14	棉花
四川广安承平港务有限公司重庆分公司	2.01	6.75	棉花
广州朴道国际贸易有限公司	1.91	6.40	铝锭
内蒙古蒙泰国际贸易有限公司	1.72	5.77	铝锭
合计	11.80	39.64	—

资料来源: 公司提供

表 15 2022 年度公司销售业务前五大客户情况
(单位: 亿元、%)

公司名称	销售金额	占比	销售商品种类
厦门禾屿贸易有限公司	4.48	14.99	铝锭
德州鹏通工程材料有限公司	2.16	7.23	煤炭
洛阳万基华实商贸有限公司	1.55	5.17	建材、煅后焦
山东高速德建集团有限公司	0.92	3.08	建材
上海敦程国际贸易有限公司	0.48	1.6	铝锭
合计	9.59	32.07	—

资料来源: 公司提供

2022 年，公司拓展大宗商品销售，商品销售收入大幅增长；毛利率方面，由于大宗商品价格较为公开透明，2022 年商品销售毛利率为 0.50%，毛利率水平低。

(10) 棚改资金统贷统还业务

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

公司统贷统还资金流程为山东省财金发展有限公司从国家开发银行贷款，公司作为资金中介，将从上级政府单位获取的统贷统还资金下放至县级及以下平台用于棚改项目。未来棚改资金还本付息纳入各区县财政预算，公司及各级使用主体不承担偿还责任。公司统贷统还债务主要由 2014 年、2015 年全市棚改项目产生，现德州市棚改项目主要由财金公司负责。截至 2023 年 3 月底，公司统贷统还棚改资金余额 40.85 亿元，均为向各区县提供的棚改资金组成，规模仍较大。

(11) 自营项目

公司已建成自营项目尚处于初步推广和招租阶段，尚未实现收入，投资回收周期长且未来收益实现具有一定不确定性。

公司已完工自营项目主要包括养老示范城建设项目和应用技术研究院。截至 2023 年 3 月底，养老示范城建设项目已投资 4.66 亿元，资金来源主要为政府专项债，该项目已于 2022 年底建成并投入运营，目前处于市场初步推广阶段，未来计划通过养老床位、护理、体检、餐费等收入进行资金平衡。应用技术研究院已建设完工，累计投资 4.67 亿元，资金主要来源于项目收益票据，应用技术研究院尚在招租过程中，未实现运营收入。公司自营项目未来收入实现情况具有一定不确定性，且投资回收周期长。

截至 2023 年 3 月底，公司在建自营项目主要为募投项目德州市康养中心，无拟建自营项目。

3. 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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020—2022 年度财务报告，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2023 年三季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，截至 2023 年 9 月底，公司合并范围内子公司共 75 家。2021 年，公司合并范围新增 11 家子公司，其中通过无偿划转获得 4 家子公司，通过债务重组和增资分别新增子公司 1 家，并投资新设 5 家子公司；此外，5 家子公司不再纳入合并范围，其中注销 2 家子公司，无偿划出 3 家子公司；2022 年，公司合并

范围新增 36 家、减少子公司 1 家，其中通过投资新设新增 2 家，注资控股新增 1 家，股权划转或购买新增 33 家（其中 4 家 PPP 项目公司，公司于 2022 年 9 月在购买协议中明确其控制权，由于当地政策影响，股权变更暂时无法实现，由金鲁班代持股份，公司对上述 4 家 PPP 项目公司控制不存在实质障碍）。2023 年 1—9 月，公司通过投资设立增加 5 家子公司，通过股权划转减少 2 家子公司，出售减少 1 家子公司。公司 2022 年重大资产重组并入子公司规模较大，对公司财务数据可比性具有一定影响。

2. 资产质量

2022 年，重大资产重组带动公司资产规模大幅增长，资产结构较为均衡；资产中以土地和房地产开发成本为主的存货、在建工程、高速公路收费权占比较大，存货变现受当地土地及房地产市场行情影响较大，其他应收款部分借款存在回收风险，公司整体资产质量一般。

2020—2022 年底，公司资产规模持续增长，2022 年底较上年底增长 34.08%，主要体现为在建工程、无形资产的大幅增长；2022 年底公司资产结构较为均衡。

表 16 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	280.26	65.22	297.81	67.35	327.96	55.32	353.84	55.87
货币资金	22.15	5.15	13.51	3.06	16.67	2.81	15.86	2.50
应收账款	5.38	1.25	6.15	1.39	20.68	3.49	28.04	4.43
其他应收款	19.36	4.51	34.57	7.82	19.52	3.29	21.00	3.32
存货	224.21	52.18	234.54	53.04	252.15	42.53	262.82	41.50
非流动资产	149.42	34.78	144.40	32.65	264.93	44.68	279.46	44.13
长期应收款	41.48	9.65	41.08	9.29	40.02	6.75	39.45	6.23
长期股权投资	42.19	9.82	43.24	9.78	31.46	5.31	36.96	5.84
在建工程（合计）	31.45	7.32	23.07	5.22	65.62	11.07	76.63	12.10
无形资产	4.45	1.04	4.23	0.96	81.78	13.79	80.81	12.76
资产总额	429.69	100.00	442.21	100.00	592.90	100.00	633.30	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

（1）流动资产

2020—2022 年底，公司货币资金波动下降，年均复合下降 13.24%。截至 2022 年底，公司货币资金以银行存款为主（占 90.40%），使用权受

限的货币资金 1.60 亿元，受限规模小。

2020—2022 年底，公司应收账款持续增长，2022 年底较上年底增长 236.47%，主要系重大资产重组后，划入的路桥板块应收工程施工款的

增加。截至2022年底，应收账款累计计提坏账准备2.05亿元，计提比例9.00%，账龄2年以上的占比24.76%，部分款项账龄较长。公司应收账款期末余额前五名合计7.80亿元，主要为应收德州市机关事务管理局、德州市公路事业发展中心、洛阳万基华实商贸有限公司、齐河县交通运输局及德州市财政局的款项，占期末应收账款的37.72%，集中度较低。

2020—2022年底，公司其他应收款波动增长，2022年底较上年底下降43.53%，主要系重大资产重组后部分款项内部抵消所致。其他应收款中往来款占90.40%。从账龄情况看，2年以上的其他应收款占其他应收款期末余额的49.45%；按账龄法计提坏账准备的其他应收款原值为10.73亿元，累计计提坏账8.96亿元，账龄偏长，坏账计提比例较高；与政府单位及国有企业的往来款为17.03亿元，未计提坏账准备。公司其他应收款期末余额前五名合计19.29亿元，占其他应收款期末余额的67.69%，集中度较高，其中应收山东德棉集团有限公司（以下简称“山东德棉集团”）借款3.16亿元，账龄较长（3~4年及5年以上）；山东德棉集团系德州市经济委员会下属的国有独资企业，公司已对山东德棉集团的其他应收款通过法院强制执行程序进行追索，但截至报告出具日仍未执行，公司累计计提坏账准备2.70亿元。应收民营企业皇明洁能控股有限公司借款账面余额为1.60亿元，账龄在5年以上，公司已累计计提坏账准备1.60亿元。上述借款存在回收风险。

表 17 截至 2022 年底公司前五名其他应收款情况
(单位：亿元、%)

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占比
金鲁班	借款	12.88	3 年以内（不含 3 年）	45.21
山东德棉集团	借款	3.16	3-4 年，5 年以上	11.08
皇明洁能控股有限公司	借款	1.60	5 年以上	5.62
德州中心医院	借款	0.95	2 年以上（含 2 年）	3.35
陵县土地开发整理中心	借款	0.69	5 年以上	2.43
合 计	--	19.29	--	67.69

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020—2022年底，公司存货持续增长，年均复合增长6.05%，主要系公司在建房地产及基础设施代建项目投入增长所致。截至2022年底，公司存货主要由土地（占62.35%）和开发成本（占21.71%）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的商住用地；开发成本主要系公司自营房地产开发成本。截至2022年底，存货中受限资产0.25亿元，受限规模小。

（2）非流动资产

2020—2022年底，公司长期应收款持续下降，年均复合下降1.78%。截至2022年底，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40.85亿元和应收国开基金款项3.61亿元构成，公司累计计提坏账准备4.45亿元。

2020—2022年底，公司长期股权投资波动下降，2022年底较上年底下降27.24%，主要系金鲁班（公司联营企业）资产重组后剥离其路桥板块导致公司权益法下确认的其他权益减少所致。

2020—2022年底，公司在建工程（合计）波动上升，2022年因重大资产重组影响较上年底增长184.49%。截至2022年底，公司在建工程主要为高青至武城高速商河至平原段项目（占19.08%）、曲靖市麒麟区水石公路市政道路工程（占17.64%）、德郛高速德州（德城）至高唐段（占11.97%）、危房改造（占8.09%）和应用技术研究院（占7.53%）等。

2020—2022年底，公司无形资产大幅增长，2022年底较上年底增加77.56亿元，主要系重大资产重组后，增加德商高速和德上高速东延线的收费权所致。截至2022年底，公司无形资产主要为土地使用权（占7.96%）、公路收费权（占86.65%）和特许经营权（占5.31%）等。

截至2023年9月底，公司资产总额较上年底增长6.81%，资产结构较上年底基本保持稳定。

截至 2023 年 9 月底，公司资产受限情况如下表所示，总体看，公司资产受限比例低。

表 18 截至 2023 年 9 月底公司资产受限情况
(单位: 亿元、%)

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
存货	2.63	0.42	借款抵押
货币资金	1.95	0.31	银行承兑、保函、借款质押等保证金
固定资产、无形资产	1.15	0.18	借款抵押
合计	5.73	0.90	--

资料来源: 公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益规模持续增长, 实收资本和资本公积占比较高, 所有者权益稳定性较好。

2020—2022 年底, 公司所有者权益持续增长, 年均复合增长 9.22%。截至 2022 年底, 公司所有者权益 269.46 亿元, 其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 11.13%、68.37% 和 16.69%, 所有者权益稳定性较好。

2020—2022 年底, 公司实收资本未发生变

化, 实收资本主要由股东各类资本投入构成。

2020—2022 年底, 公司资本公积持续增长, 年均复合增长 12.54%。截至 2022 年底, 公司资本公积 184.23 亿元, 较上年底增长 20.59%, 主要系公司受让 18 家路桥板块公司, 增加资本公积 30.39 亿元所致。公司资本公积主要为政府无偿划拨的股权、土地等资产以及拨入资金等。

截至 2023 年 9 月底, 公司所有者权益 270.02 亿元, 规模和结构较上年底均保持稳定。

(2) 负债

受重大资产重组影响, 公司债务规模大幅增长, 整体债务负担适中, 公司存在短期偿付压力。

2020—2021 年底, 公司负债规模基本保持稳定; 2022 年, 随着路桥板块子公司的并入, 公司负债总额较上年底增长 56.95%, 主要体现在有息债务及应付账款的增加, 负债结构相对均衡。

表 19 公司负债主要构成 (单位: 亿元、%)

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	112.81	55.35	116.87	56.71	165.97	51.31	168.28	46.32
短期借款	6.87	3.37	11.48	5.57	28.26	8.74	31.31	8.62
应付账款	5.63	2.76	6.31	3.06	31.60	9.77	33.21	9.14
其他应付款 (合计)	77.33	37.95	55.40	26.88	43.69	13.51	43.33	11.93
一年内到期的非流动负债	9.08	4.45	14.95	7.26	27.51	8.51	23.51	6.47
预收款项	12.98	6.37	0.05	0.02	0.06	0.02	0.07	0.02
合同负债	0.00	0.00	25.91	12.58	28.72	8.88	31.72	8.73
非流动负债	90.99	44.65	89.20	43.29	157.47	48.69	195.00	53.68
长期借款	59.65	29.27	46.34	22.49	104.92	32.44	120.02	33.04
应付债券	17.00	8.34	27.00	13.10	37.00	11.44	54.00	14.86
长期应付款 (合计)	7.02	3.45	8.54	4.14	12.57	3.89	17.96	4.94
负债总额	203.80	100.00	206.07	100.00	323.43	100.00	363.28	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

2020—2022 年底, 公司短期借款持续增长, 2022 年底较上年底增长 146.21%。短期借款主要为保证借款, 占 97.31%, 借款年利率分布于 3.85%~4.95%。

2020—2022 年底, 公司应付账款持续增长, 2022 年底较上年底增长 400.39%, 主要系并入的路桥板块应付账款规模较大所致。

2020—2022 年底, 公司其他应付款 (合计)

持续下降, 2022 年底较上年底下降 21.14%, 主要系土地指标调拨冲抵其他应付款所致。公司其他应付款账龄主要在 1 年以上, 占比 89.12%, 其中应付德州市财政局的款项合计为 24.81 亿元, 均为公司收到的政府债务置换款, 占 2022 年底其他应付款的 56.79%, 其余主要为往来款。

2020—2022 年底, 公司一年内到期的非流动负债逐年增长, 2022 年底较上年底增长

83.98%，主要系发行短期融资券所致。截至2022年底，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款8.10亿元、一年内到期的长期应付款0.53亿元和一年内到期的应付债券18.88亿元。

2021年，根据新会计准则，公司预收款项中的预收售房款调整至合同负债，导致预收款项大幅下降，合同负债大幅增加至25.91亿元。2022年，合同负债小幅增长。

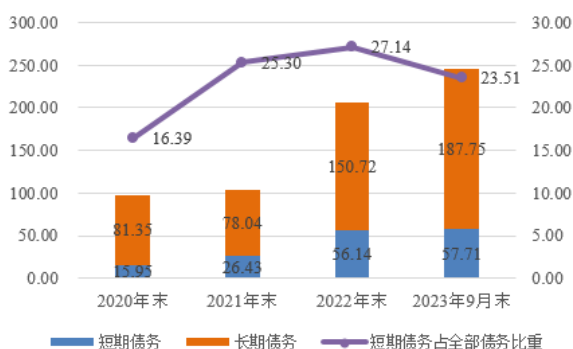
2020—2022年底，公司长期借款波动增长，2022年底较上年底增长126.43%。截至2022年底，含一年内到期部分在内的长期借款主要包括质押借款30.22亿元、保证借款37.39亿元和信用借款41.68亿元；公司长期借款年利率分布于3.75%~7.00%之间。

2020—2022年底，公司应付债券持续增长，2022年底较上年底增长37.04%，主要系公司新发私募公司债“22德达01”“22德达02”所致。截至2022年底，含一年内到期部分在内的应付债券包括中期票据20.55亿元、私募债20.28亿元、短期融资券7.88亿元、项目收益票据5.06亿元和债权融资计划2.10亿元。公司应付债券年利率分布于2.60%~5.80%之间。

表 20 截至 2023 年底公司存续债券情况
(单位: 亿元、年、%)

债券简称	发行日期	期限	发行时 票面利率	债券 余额
21 德达城投 PPN001(项目 收益)	2021/9/3	3+3+3+3+3	4.05	5.00
23 德达 02	2023/8/25	3+2	3.80	4.00

图 1 公司债务结构 (单位: 亿元、%)



资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

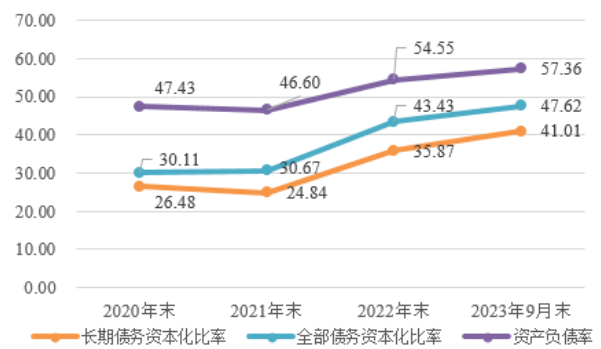
23 德达 03	2023/8/25	2+2+1	3.28	2.00
23 德达城建 MTN003B	2023/7/25	3+2	4.30	2.50
23 德达城建 MTN003A	2023/7/25	2+2+1	3.85	2.90
23 德达城建 MTN001	2023/6/20	3+2	4.74	5.00
23 德达 01	2023/3/16	3+2	4.62	6.00
22 德达 02	2022/6/17	3+2	3.59	10.00
22 德达 01	2022/1/6	3+2	3.89	10.00
23 德达城建 MTN002	2023/6/30	1+1+1	3.27	3.00
21 德达城建 MTN002	2021/3/3	3+2	4.57	2.00
21 德达城建 MTN001	2021/1/6	3+2	4.39	3.00
20 德达城建 MTN002	2020/8/13	3+2	3.96	2.60
20 德达城建 MTN001	2020/3/24	5	4.20	7.00
23 德达城建 MTN004	2023/12/18	2+2+1	3.27	4.92
合计	--	--	--	69.92

资料来源: 联合资信根据Wind整理

2020—2022年底，公司长期应付款（合计）持续增长，2022年底较上年底增长47.21%，主要系合并新增国高德上线京台高速至G105段公路工程2.51亿元专项应付款和1.50亿元专项应付款所致；截至2022年底，公司长期应付款0.09亿元，均为融资租赁款；专项应付款除上述两项外，还包括3.77亿元管网专项配套费和4.70亿元养老示范城专项资金（来源于政府专项债）。本报告将有息部分纳入长期债务计算；长期应付款（合计）年利率分布于0.00%~3.78%之间。

截至2023年9月底，公司负债总额较上年底增长12.32%，主要系银行贷款及债券融资规模扩大所致。

图 2 公司债务杠杆水平 (单位: %)



资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

有息债务方面，2020—2022 年底，公司全部债务持续增长，2022 年较上年底大幅增长 98.02% 至 206.86 亿元；全部债务中，银行借款占比 68.30%，应付债券占比 27.01%，融资租赁占比 0.04%。截至 2023 年 9 月底，公司全部债务较上年底增长 18.66%，其中短期债务占全部债务的 23.51%。债务指标方面，2020—2023 年 9 月底，公司资产负债率和长期债务资本化比率波动上升，全部债务资本化比率持续上升。考虑到长期债务中包含统借统还的棚改贷款 40.85 亿元，其本息的偿还已纳入地方财政预算，因此公司实际债务负担低于上述测算值。整体看，2022 年公司重大资产重组导致其债务规模及债务负担明显上升，公司整体债务负担适中。

综合考虑截至2023年9月底公司的货币资金规模，公司存在短期偿债压力。

表 21 公司有息债务分布情况（单位：亿元）

项目	1 年以内	1-2 年	2-3 年
偿还金额	57.71	41.36	31.27

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020—2022 年，公司营业总收入波动上升，但利润总额波动下降，盈利能力指标表现有所下滑。

2020—2022 年，公司营业总收入波动上升，年均复合增长 52.60%。同期，公司营业成本波动上升，年均复合增长 52.79%，营业利润率波动上升。

表 22 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
营业总收入	42.50	37.01	98.95	73.74
营业成本	37.38	31.42	87.27	67.04
期间费用	3.53	4.72	7.12	5.36
投资收益	1.06	1.15	-0.14	0.11
其他收益	0.70	0.18	0.25	0.14
利润总额	4.26	4.81	3.23	0.51
营业利润率	10.86	13.47	11.40	8.15
总资本收益率	1.44	1.63	1.01	--
净资产收益率	1.49	1.59	0.81	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020—2022 年，公司期间费用持续增长，随

着债务规模增长，公司财务费用增长较快，2022 年，公司期间费用以财务费用（占 37.29%）和管理费用（占 36.91%）为主。2020—2022 年，公司期间费用率波动下降，分别为 8.32%、12.75%、7.19%。

2020—2022 年，公司投资收益和其他收益波动下降。2022 年，公司投资收益为负，主要为对联营企业金鲁班、德州市交通运输投资发展集团有限公司的投资损失；其他收益较上年增长 40.36%，主要为政府补助和增值税抵减有所增加。2020—2022 年，公司利润总额波动下降。

盈利指标方面，2020—2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率均波动下降，盈利能力指标表现有所下滑。

2023 年 1—9 月，公司实现营业总收入 73.74 亿元，相当于 2022 年营业总收入的 74.52%；利润总额 0.51 亿元，营业利润率有所下降。

5. 现金流

2021 年以来，公司经营活动现金净流出规模逐渐扩大，考虑到部分回款用政府债务置换形成的其他应付款冲抵，实际收入实现质量较好；公司投资活动现金流量净额持续为负；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，2020—2022 年，公司经营活动现金流入和流出均持续增长。其中，2022 年分别同比增长 50.28% 和 45.77%，主要系重大资产重组后工程施工业务规模扩张，业务经营收支大幅增长所致；2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 134.35% 至 68.26 亿元；公司购买商品、提供劳务收到的现金 68.82 亿元，同比增长 138.79%。2020—2022 年，公司现金收入比波动上升，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。

投资活动方面，2020—2022 年，公司投资活动现金流入及流出均波动下降。其中，2022 年公司投资活动流入同比增长 643.13%，主要系新增

合并增加其他与投资活动有关的现金 9.20 亿元所致；投资活动流出同比增长 94.97%，主要系公路项目投入所致。2020—2022 年，公司投资活动现金流量净额持续为负。

筹资活动方面，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入与流出规模均持续增长。其中，2022 年公司筹资活动现金流入同比增长 77.08%，主要系公司吸收投资以及银行借款规模扩大所致；筹资活动现金流出同比增长 68.42%，主要用于偿还债务本息。2020—2022 年筹资活动现金流量净额持续增长。

表 23 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	28.91	67.33	101.18	82.55
经营活动现金流出小计	18.88	83.37	121.53	88.53
经营现金流量净额	10.03	-16.05	-20.35	-5.98
投资活动现金流入小计	20.63	1.27	9.46	0.18
投资活动现金流出小计	27.34	8.15	15.89	22.59
投资活动现金流量净额	-6.71	-6.87	-6.42	-22.42
筹资活动现金流入小计	31.44	44.43	78.67	74.82
筹资活动现金流出小计	25.24	29.89	50.34	47.58
筹资活动现金流量净额	6.20	14.54	28.33	27.24
现金收入比	54.41	78.71	68.99	92.43

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2023 年 1—9 月，公司经营活动现金净流出 5.98 亿元，现金收入比为 92.43%，收入实现质量有所改善；投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-22.42 亿元和 27.24 亿元，公司经营活动和投资活动所需资金主要依赖外部融资。

6. 偿债指标

公司长短期偿债能力指标表现较弱，间接融资渠道畅通，或有负债风险不大。

表 24 公司偿债指标（单位：%、倍、亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
短期偿债能力指标				
流动比率	248.43	254.82	197.61	210.27
速动比率	49.69	54.13	45.68	54.09
现金短期债务比	1.39	0.51	0.31	0.28
长期偿债能力指标				

EBITDA	6.91	8.02	7.33	--
全部债务/EBITDA	14.08	13.02	28.22	--
EBITDA 利息倍数	3.71	2.84	1.68	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从短期偿债能力指标看，2020—2022 年底，公司流动比率和速动比率均波动下降，现金短期债务比持续下降。2023 年 9 月底，流动比率和速动比率均有所提升，现金短期债务比进一步下降，现金类资产对短期债务覆盖程度较低，公司短期偿债能力指标表现较弱。

从长期偿债能力指标看，2022 年，受重大资产重组影响，公司 EBITDA 对全部债务本息的覆盖程度明显降低，长期偿债能力指标表现较弱。

对外担保方面，截至 2023 年 9 月底，公司对外担保余额合计 48953.33 万元，相当于 2023 年 9 月底所有者权益的 1.81%，担保比率低。公司被担保企业主要为德州市内的国有企业，被担保的民营企业禹城路通工程有限公司于 2023 年 7 月被纳入被执行人名单，执行标的 42.53 万元，2023 年 9 月被采取限制消费措施，考虑公司对禹城路通工程有限公司担保余额较小，总体看，公司或有负债风险不大。

表 25 2023 年 9 月底公司对外担保明细

（单位：万元）

序号	被担保方	企业性质	担保余额
1	山东黄河国际生态城投资有限公司	国企	12713.66
2	齐河城乡建设集团有限公司	国企	3400.00
3	禹城市众益城乡建设投资有限公司	国企	30000.00
4	德州哈特瑞姆医院管理有限公司	民企	2650.00
5	禹城路通工程有限公司	民企	189.67
合计	--	---	48953.33

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至 2023 年 9 月底，公司获得银行授信总额 428.35 亿元，未使用额度 130.79 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2023 年 9 月底，公司存在的重大诉讼、仲裁情况如下：

表 26 公司存在的重大诉讼、仲裁情况

原告	被告	案号	案由	判决结果	进展
德州德达投资控股集团有限公司	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
德州德达投资控股集团有限公司	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

7. 公司本部财务分析

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，整体债务负担较轻，但面临较大的短期偿债压力。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 421.46 亿元，较上年底增长 15.26%。资产构成以其他应收款、存货、长期应收款和长期股权投资为主。截至 2022 年底，公司本部货币资金 2.24 亿元。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益 263.02 亿元，较上年底增长 16.42%。公司本部实收资本和资本公积分别占 11.41%和 70.42%。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 158.44 亿元，较上年底增长 13.40%。截至 2022 年底，公司本部全部债务 120.18 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 37.59%和 31.36%，公司本部整体债务负担适中。现金短期债务比 0.06 倍，面临较大的短期偿债压力。

2022 年，公司本部营业总收入为 6.10 亿元，主要来自土地开发和基础设施代建收入，本部收入规模较小；利润总额-0.75 亿元，同期，公司本部实现投资收益 0.10 亿元。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金净流出 20.83 亿元，投资活动现金净流出 3.62 亿元，筹资活动现金净流入 20.05 亿元。

截至 2023 年 9 月底，公司本部资产总额 433.28 亿元，所有者权益 263.35 亿元；公司本部

全部债务 134.28 亿元，债务规模有所增长，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 39.22%和 33.77%，现金短期债务比为 0.08 倍，短期偿债压力仍较大；2023 年 1—9 月，公司本部营业总收入 0.50 亿元，利润总额 0.07 亿元。

十、外部支持

1. 支持能力

2020—2022 年，德州市经济水平不断提高，一般公共预算收入持续增长。截至 2022 年底，德州市政府债务余额为 1128.39 亿元。德州市政府支持能力很强。

2. 支持可能性

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。德州市国资委为公司实际控制人。近年来，公司在资本注入、股权划转、政府补助和政府债务置换等方面获得政府的有力支持。

(1) 资本注入

2019 年，公司收到德州市国资委货币注资 0.50 亿元。2020 年收到德州市国资委资本投入 2.89 亿元。2021 年收到德州市财政局专项资金 9.32 亿元，用于公司化解市本级政府隐性债务本息；收到危房改造资金，增加资本公积 1.90 亿元。2022 年，公司收到德州市相关政府部门对相关高速公路路段支付的耕地开垦费合计 9.30 亿元；对于以前年度收到德州市财政局专项用于化解市级政府隐性债务的款项，经股东会决定，公司转为资本公积 4.02 亿元。

(2) 股权划拨

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 27 近年来公司收到政府资产划入情况

机构	年份	文件	内容	账面价值
德州市国资办	2017 年	《关于同意无偿划转德达公司、财金公司所持部分股权的批复》（德国资企〔2017〕73 号）	同意将财金公司持有德州市燃气总公司的全部产权无偿划转至公司	--

德州市 国资办	2017 年	《关于调整德州市东建置业有限公司、德州市兴城置业有限公司产权关系的通知》（德国国资〔2017〕90号）	将德州市经济适用房开发中心持有德州市东建置业有限公司的 17.8% 股权，德州市兴城置业有限公司持有德州市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德州市东建置业有限公司的 20% 股权无偿划转至公司	因德州市东建置业有限公司划入时资不抵债，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管工作方案的通知》（德政字〔2018〕31 号）	同意将德州市泰达市政公用工程有限公司、德州市绿景园林建设有限公司、德州竭诚环卫工程有限公司、德州中鲁土石方工程有限公司、德州凯兴工贸有限公司、德州市热力公司和德州市燃气发展有限公司划入公司	2018 年底资本公积净增加 10.01 亿元，2019 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）	同意将德州德达投资控股集团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
德州市 国资委	2020 年 8 月	《关于调整金鲁班集团股权比例的通知》（德国资字〔2020〕93 号）	将德州市国资委持有金鲁班的部分股权划转至公司，划转完成后，金鲁班注册资本 30 亿元，公司持股 40%	2020 年资本公积增加 8.20 亿元
德州市 国资委	2021 年 2 月	《关于无偿划转山东金鲁班洁能有限公司部分股权和土地的批复》（德国资字〔2020〕126 号）	将金鲁班持有山东金鲁班洁能有限公司 60% 股权和 33334 平方米土地无偿划转至公司下属子公司德州市能源发展有限公司（于 2021 年 2 月更名为“德州德达清洁能源有限公司”）	2021 年一季度增加资本公积 0.67 亿元
德州市 国资委	2022 年 9 月	《关于同意划转原金鲁班集团路桥板块相关企业股权的批复》（德国资字〔2022〕65 号）	将金鲁班持有的 17 家目标公司 100% 的股权及 1 家目标公司（德州德上高速公路建设运营有限公司）99% 的股权，划转至公司全资子公司山东德达路桥有限责任公司	2022 年增加资本公积 30.39 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

（3）政府补助

2020—2022 年，公司分别收到政府补助 3.08 亿元、1.09 亿元和 0.21 亿元，计入“营业外收入”或“其他收益”。截至 2022 年底，公司获得的供热配套费、项目补贴及其他补贴期末余额为 2.97 亿元，计入“递延收益”。

（4）债务置换

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 2023 年 3 月底，公司账面政府债务置换资金余额为 24.81 亿元。

整体看，公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持，且公司在资本注入、股权划转、政府补助和政府债务置换等方面获得有力的政府支持，政府支持可能性非常大。

十一、本期债券偿还能力分析

本期债券发行对公司现有债务规模及结构影响较小，公司经营现金流量和 EBITDA 对发行后长期债务的覆盖程度较低；募投项目在本次债券存续期内预期收益对用于项目建设债券本息合计的覆盖不足，考虑到募投项目收益测算对入住率的敏感性高，未来收益实现存在不确定

性。中合担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,其担保增强了本期债券本息偿付的安全性。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模不超过 5.00 亿元(含),按债券发行规模上限测算,相当于 2023 年 9 月底公司全部债务的 2.04%、长期债务的 2.66%,本期债券的发行对公司现有债务水平影响较小。

以 2023 年 9 月底财务数据为基础,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 57.36%、47.62%和 41.01%上升至 57.70%、48.12%和 41.65%,公司负债水平有所上升,债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券发行后,公司 2022 年经营活动现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务覆盖程度较低。

表 28 本期债券偿还能力测算

项目	2023 年 9 月底
发行后长期债务*(亿元)	192.75
经营活动现金流入量/发行后长期债务(倍)	0.52
经营活动现金流量净额/发行后长期债务(倍)	-0.11
发行后长期债务/EBITDA(倍)	26.30

注:发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额,经营活动现金流和 EBITDA 采用 2022 年底数据

资料来源:联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

3. 本次债券募投项目偿债能力分析

本次债券拟发行规模不超过 6.50 亿元,其中 4.55 亿元用于募投项目建设。

项目主要收入来源为养老床位收入、护理收入、体检收入、餐费和停车费收入等,计算期前 3 年为建设期,第 4~20 年为运营期,债券存续期为计算期的第 3~12 年。基于谨慎性原则,假设募投项目在第 4 年开始运营,项目收入按 30%运营负荷每年递增 10%,第 11 年至第 20 年按 100%运营负荷;经营成本按 85%生产负荷,第 5 年按 95%生产负荷,第 6 年至第 20 年按 100%生产负荷计算,在本次债券存续期内³募投项目的净收益对本次债券用于项目建设部分本金及利息覆盖能力测算见下表。

表 29 募投项目净收益对本次债券用于项目建设部分本金及利息覆盖情况(单位:万元、倍)

项目	债券存续期										合计
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年	第 10 年	
营业收入	--	3254.18	4308.78	5363.37	6405.05	7446.74	8488.42	9530.11	10571.79	10571.79	65940.23
床位收入	--	582.91	777.22	971.52	1165.82	1360.13	1554.43	1748.74	1943.04	1943.04	12046.85
护理费收入	--	1981.44	2641.92	3302.40	3962.88	4623.36	5283.84	5944.32	6604.80	6604.80	40949.76
体检费收入	--	100.80	134.40	168.00	201.60	235.20	268.80	302.40	336.00	336.00	2083.20
餐费收入	--	459.90	613.20	766.50	919.80	1073.10	1226.40	1379.70	1533.00	1533.00	9504.60
停车费收入	--	129.13	142.04	154.95	154.95	154.95	154.95	154.95	154.95	154.95	1355.82
经营成本	--	2609.39	2873.39	3007.91	3007.91	3007.91	3007.91	3007.91	3007.91	3007.91	26538.15
税金及附加	--	8.68	9.55	10.41	10.41	10.41	10.41	10.41	10.41	10.41	91.10
项目净收益	--	636.11	1425.84	2345.05	3386.73	4428.42	5470.10	6511.79	7553.47	7553.47	39310.98
本金	--	--	--	--	--	--	--	--	--	45500	45500
利息	2730	2730	2730	2730	2730	2730	2730	2730	2730	2730	27300
项目净收益对本金覆盖倍数	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.17	0.86
项目净收益对利息覆盖倍数	--	0.23	0.52	0.86	1.24	1.62	2.00	2.39	2.77	2.77	1.44

³ 假设本次债券均于 2024 年发行,且债券期限均为 10 年

项目净收益 对本息覆盖 倍数	--	0.23	0.52	0.86	1.24	1.62	2.00	2.39	2.77	0.16	0.54
----------------------	----	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

注：利息按年利率 6%进行估算

资料来源：联合资信根据可研报告及公司提供资料整理

本次债券存续期内，按假设的运营负荷，募投项目累计可实现营业收入 65940.23 万元，扣除营业成本及税金后，项目净收益为 39310.98 万元，对本次债券用于募投项目建设部分利息（27300.00 万元）覆盖倍数为 1.44 倍，能够覆盖项目建设使用债券资金的利息，但无法覆盖本息合计，缺口部分需要依赖公司自身经营性收入补足。

考虑到募投项目收益测算对入住率的敏感性高，同时募投项目收益易受项目建设进度和运营情况影响，未来项目收益实现情况存在一定的不确定性，对本次债券偿付的保障能力可能产生一定影响。

4. 偿债资金监管

公司将在监管银行开立募集资金监管账户，监管银行负责对募集资金的用途进行监管，保证募集资金监管账户内资金按约定用途和程序使用，发现有关方面违规操作的，应及时采取相关措施并向债券受托管理人及有关监管部门报告。

截至本评级报告出具时点，本期债券尚未确定最终监管银行，需关注后续募集资金监管及偿债资金监管协议签订情况。

5. 增信措施

根据中合担保出具的《担保函》，中合担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起 2 年。

中合担保是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，经营历史较长。截至 2023 年 9 月底，中合担保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，经过多年发展，业务规模很大，近年为控制风险而主动压缩业务规模，截至 2022 年底在保余额 335.46 亿元，担保业务规模较大，行业竞争力很强。中合担保自 2019 年起探索开展新金融业务，新金融业务重点围绕股东中国宝武钢铁集团有限公司上下游产业链开展供应链金融业务。依托股东产业资源及支持，中合担保供应链金融产品体系逐步丰富完善，2022 年以来，新金融业务发展较快，全年新增业务规模 41.80 亿元，其中新金融担保发生额 41.19 亿元。

中合担保对在保项目进行五级分类管理，在前期项目风险暴露已较为充分的情况下，截至 2022 年底在保项目均为正常类。2022 年，中合担保无新增代偿项目，截至 2022 年底累计担保代偿率为 3.14%。

截至 2022 年底，中合担保合并资产总额 82.18 亿元，所有者权益 73.97 亿元（均为归属于母公司所有者权益）。2022 年，中合担保实现营业收入 4.59 亿元，其中已赚保费 2.81 亿元，实现利润总额 1.06 亿元。

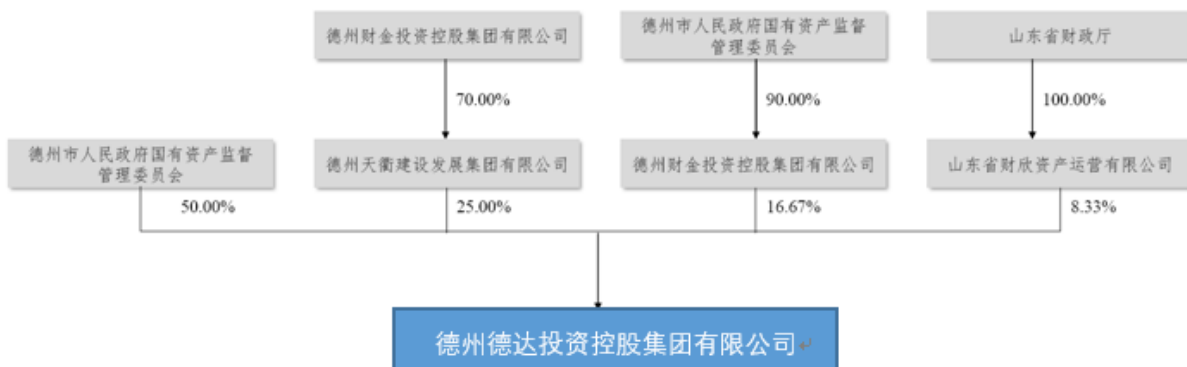
截至 2023 年 6 月底，中合担保合并资产总额 84.23 亿元，所有者权益 74.34 亿元（均为归属于母公司所有者权益）；2023 年 1—6 月，中合担保实现营业收入 2.35 亿元，其中已赚保费 1.28 亿元，实现利润总额 1.64 亿元。

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，联合资信确定中合担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保增强了本期债券本息偿付的安全性。

十二、结论

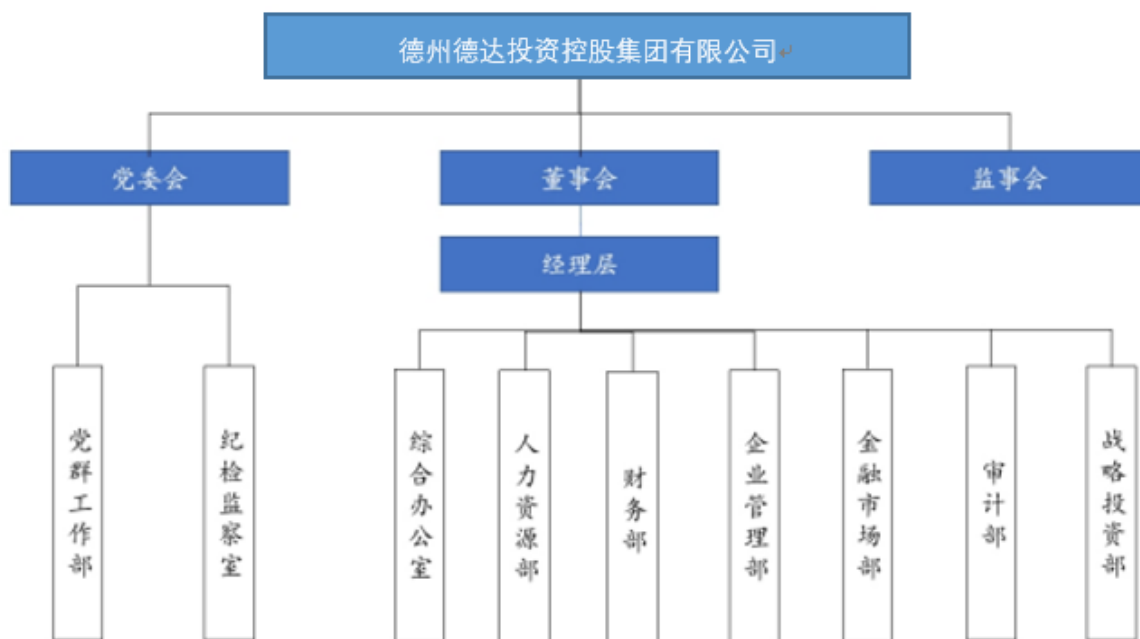
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	
1	德州德达资产管理有限公司	德州市	基础设施建设	100.00%	--	投资设立
2	德州德发城市资产管理有限公司	德州市	房地产业	100.00%	--	投资设立
3	德州市东建置业有限公司	德州市	房地产业	100.00%	--	股权划转
4	德州市绿景置业有限公司	德州市	房地产业	100.00%	--	投资设立
5	德州德达颐养健康管理服务有限公司	德州市	社会服务	--	100.00%	投资设立
6	德州市医养健康有限公司	德州市	专业技术服务业	100.00%	--	投资设立
7	德州凯兴工贸有限公司	德州市	专用设备制造	100.00%	--	股权划转
8	德州市广川宾馆有限责任公司	德州市	住宿、餐饮	100.00%	--	股权划转
9	德州市能源发展有限公司	衡水市	商务服务	100.00%	--	投资设立
10	德州高新热力有限公司	德州市	供热服务	--	100.00%	投资设立
11	德州德信能源有限公司	德州市	供气工程施工	--	100.00%	股权划转
12	德州市热力发展有限公司	德州市	供热服务	--	100.00%	股权划转
13	德州市海特热电工程有限公司	德州市	供热服务	--	100.00%	投资设立
14	衡水宏宇保温材料有限公司	德州市	供热服务	--	100.00%	投资设立
15	德州中燃城市燃气发展有限公司	德州市	燃气销售	--	50.00%	股权划转
16	德州金跃燃气工程安装有限公司	德州市	供气工程施工	--	100.00%	投资设立
17	德州中燃液化气有限公司	德州市	燃气销售	--	100.00%	投资设立
18	德州金威燃气有限公司	德州市	燃气销售	--	75.00%	投资设立
19	德州市蓝天燃气工程有限公司	德州市	燃气销售	--	70.00%	股权划转
20	德州新农村建设发展有限公司	德州市	农田水利基础设施建设	96.39%	--	投资设立
21	山东德实建筑工程有限公司	德州市	建筑施工	--	75.00%	投资设立
22	德州进德实业发展有限公司	德州市	建筑施工	--	100.00%	股权划转
23	德州东达置业有限公司	德州市	房地产开发	--	51.00%	股权划转
24	德州市金盾保安服务有限责任公司	德州市	安保服务	100.00%	--	投资设立
25	德州德达应用技术服务有限公司	德州市	房屋建筑业	100.00%	--	股权划转
26	德州德达地产集团有限公司	德州市	房地产业	100.00%	--	投资设立
27	德州德达投资有限公司	德州市	商务服务业	100.00%	--	投资设立
28	上海新肯智能科技有限公司	上海市	专业技术服务业	--	100.00%	股权划转
29	山东德达路桥有限责任公司	德州市	土木工程建筑业	100.00%	--	投资设立
30	德州德单高速公路建设有限公司	德州市	商务服务业	100.00%	--	股权划转
31	高德公路建设（德州）有限公司	德州市	商务服务业	100.00%	--	股权划转
32	德州市德达综合服务有限公司	德州市	批发业	--	100.00%	投资设立
33	德州德达绿能热力有限公司	德州市	供热服务	--	100.00%	投资设立
34	山东德盟检验检测有限公司	德州市	专业技术服务业	--	46.67%	投资设立
35	山东键心堂中药饮片有限公司	德州市	医药零售	--	51.00%	收购增资
36	德州市德达天衢置业有限公司	德州市	房地产业	100.00%	--	投资设立

37	平原县键心堂中医诊所有限公司	德州市	中医诊疗	69%	--	注资控股
38	山东德达国际贸易有限公司	德州市	批发业	100.00%	--	投资设立
39	德州市公路工程总公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
40	西藏鲁班路桥工程有限公司	西藏拉萨市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
41	乐陵德公投城市发展有限公司	德州市	土木工程建筑业	95.00%	--	购买股权
42	通江县金江建设投资有限公司	四川省巴中市	土木工程建筑业	95.00%	--	购买股权
43	新疆慧德技术发展有限公司	新疆乌鲁木齐市	橡胶和塑料制品业	100.00%	--	购买股权
44	西藏辉德公路工程有限公司	西藏拉萨市	土木工程建筑业	51.00%	--	购买股权
45	夏津德路信投资有限公司	德州市	资本市场服务	100.00%	--	购买股权
46	山东庆云通泰公路工程有限公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
47	庆云腾达商砼有限公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
48	山东云红公路工程有限公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
49	宁津县昌达公路工程有限公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
50	德州路通公路工程有限公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
51	山东路泰公路工程有限公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
52	山东翌纬公路工程有限公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
53	山东通力路桥工程有限公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
54	德州市九衢公路工程有限公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
55	德州昶达路桥有限公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
56	山东禹城丽富达公路工程有限公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
57	齐河恒晟公路工程有限责任公司	德州市	公路工程施工	100.00%	--	购买股权
58	德州德商高速公路发展有限公司	德州市	高速公路投资、建设、收费、运营	100.00%	--	股权划转
59	山东轩能油气管理有限公司	德州市	油品销售	51.00%	--	购买股权
60	德州德上高速公路建设运营有限公司	德州市	高速公路投资、建设、收费、运营	100.00%	--	购买股权
61	山东道景园林景观工程有限公司	德州市	园林绿化工程施工	100.00%	--	购买股权
62	山东道信检测技术有限公司	德州市	质量检测	100.00%	--	购买股权
63	山东鲁班工程材料有限公司	德州市	建筑材料销售	100.00%	--	股权划转
64	山东智行咨询勘察设计院	德州市	工程设计	100.00%	--	购买股权
65	山东智钧项目管理有限公司	德州市	监理	100.00%	--	股权划转
66	德州德沃道路设备有限公司	德州市	资本市场服务	100.00%	--	股权划转
67	夏津金鲁汇投资有限公司	德州市	资本市场服务	99.00%	--	购买股权
68	澄城县金微投资建设有限公司	陕西省渭南市	资本市场服务	95.00%	--	购买股权
69	曲靖市金鲁信投资有限公司	云南省曲靖市	资本市场服务	80.00%	--	购买股权
70	德州金基石建设投资有限公司	德州市	其他金融业	95.00%	--	购买股权
71	德州市水利勘察设计院	德州市	水利管理业	100.00%	--	投资设立
72	广东省德达信能源有限公司	广州市	批发业	100.00%	--	投资设立
73	山东德达高速公路投资发展集团有限公司	德州市	商务服务业	100.00%	--	投资设立
74	山东中科医学创新研究院有限公司	德州市	研究和试验发展	51.00%	--	投资设立
75	德州德融酒店管理有限公司	德州市	住宿业	100.00%	--	投资设立

注：夏津金鲁汇投资有限公司、澄城县金微投资建设有限公司、曲靖市金鲁信投资有限公司、德州金基石建设投资有限公司为 PPP 项目公司，截至 2023 年 9 月底股权结构尚未发生变更

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.15	13.54	17.14	16.20
资产总额（亿元）	429.69	442.21	592.90	633.30
所有者权益（亿元）	225.88	236.14	269.46	270.02
短期债务（亿元）	15.95	26.43	56.14	57.71
长期债务（亿元）	81.35	78.04	150.72	187.75
全部债务（亿元）	97.30	104.47	206.86	245.46
营业总收入（亿元）	42.50	37.01	98.95	73.74
利润总额（亿元）	4.26	4.81	3.23	0.51
EBITDA（亿元）	6.91	8.02	7.33	--
经营性净现金流（亿元）	10.03	-16.05	-20.35	-5.98
财务指标				
现金收入比（%）	54.41	78.71	68.99	92.43
营业利润率（%）	10.86	13.47	11.40	8.15
总资本收益率（%）	1.44	1.63	1.01	--
净资产收益率（%）	1.49	1.59	0.81	--
长期债务资本化比率（%）	26.48	24.84	35.87	41.01
全部债务资本化比率（%）	30.11	30.67	43.43	47.62
资产负债率（%）	47.43	46.60	54.55	57.36
流动比率（%）	248.43	254.82	197.61	210.27
速动比率（%）	49.69	54.13	45.68	54.09
经营现金流动负债比（%）	8.89	-13.73	-12.26	--
现金短期债务比（倍）	1.39	0.51	0.31	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	3.71	2.84	1.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.08	13.02	28.22	--

注：公司 2023 年三季度财务报表未经审计；已将长期应付款（合计）中的有息部分纳入长期债务计算

资料来源：联合资信根据审计报告、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）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.82	6.65	2.24	2.78
资产总额（亿元）	367.65	365.66	421.46	433.28
所有者权益（亿元）	216.21	225.93	263.02	263.35
短期债务（亿元）	12.34	23.18	36.12	35.88
长期债务（亿元）	75.88	73.15	84.06	98.41
全部债务（亿元）	88.22	96.33	120.18	134.28
营业总收入（亿元）	27.78	22.45	6.10	0.50
利润总额（亿元）	3.42	4.42	-0.75	0.07
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	1.97	-13.96	-20.83	-6.65
财务指标				
现金收入比（%）	0.32	0.00	0.00	6.02
营业利润率（%）	5.98	7.18	26.95	89.24
总资本收益率（%）	0.93	1.21	-0.16	--
净资产收益率（%）	1.30	1.73	-0.23	--
长期债务资本化比率（%）	25.98	24.46	24.22	27.20
全部债务资本化比率（%）	28.98	29.89	31.36	33.77
资产负债率（%）	41.19	38.21	37.59	39.22
流动比率（%）	196.40	230.45	205.50	220.33
速动比率（%）	84.24	111.15	109.12	120.38
经营现金流动负债比（%）	2.76	-22.32	-28.01	--
现金短期债务比（倍）	1.12	0.29	0.06	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1.公司本部 2023 年三季度财务报表未经审计；2.未获取公司本部折旧、摊销和利息支出情况，EBITDA 相关指标无法计算，用“/”表示
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和公司提供数据整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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

联合资信评估股份有限公司关于 德州德达投资控股集团有限公司 2024 年面向专业投资者 公开发行企业债券（第一期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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。

德州德达投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

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

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