德州德达投资控股集团有限公司
2026 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

www.lhratings.com

信用评级公告

联合〔2026〕3559 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“24 德州德达债 01/24 德达 01”和“25 德州德达债 01/25 德达 04”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：周旭

二〇二六年六月二十九日

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。

德达投资控股集团有限公司
2026 年跟踪评级报告

	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	2026/06/29
中合中小企业融资担保股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 德州德达债 01/25 德达 04	AAA/稳定	AAA/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”）定位为德州市重要的国有资产运营主体及产业类主体，已形成城市投资开发、路桥投资建设运营、城市能源、医养健康及产业金融与投资为核心的发展布局，业务板块较为多元，且市场化运营程度较高，在供暖供气领域区域专营优势突出。经营方面，公司收入仍主要来自商品销售、工程施工和房地产业务收入，公用事业板块持续为公司带来稳定的现金流。公司工程施工业务期末在建项目合同金额较大，业务持续性较好。在建房地产、高速公路和自营项目未来投资压力大，其中房地产未来去化情况有待观察，高速公路运营和自营项目投资回收周期较长。财务方面，公司资产质量一般，盈利能力有待提升；债务规模增长较快，整体债务负担适中，期限结构合理，长期偿债指标表现强，短期偿债指标表现较弱，公司融资渠道畅通，可为公司流动性提供一定补充。

个体调整：无。

外部支持调整：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，区位良好，近年来，经济发展水平不断提高，一般公共预算收入持续增长，政府支持能力极强。公司对德州市地区经济和社会的发展起到重要作用，在基础设施建设方面贡献较大，可替代性较弱，在资本金注入、政府补助和政府专项债资金等方面获得政府的有力支持。

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”和“25 德州德达债 01/25 德达 04”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”和“25 德州德达债 01/25 德达 04”的偿付安全性。

评级展望

公司作为德州市重要的国有资产运营主体及产业类主体，随着业务持续开展及多元化布局，未来将在推动德州市产业升级、促进地方经济发展等方面发挥重要作用，公司有望持续获得政府的有力支持，公司信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：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。**2025 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 4214.61 亿元和 271.24 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，为公司业务开展提供了良好的外部环境。
- **企业地位非常高，且供暖、供气等公共服务领域区域专营优势突出。**公司定位为德州市重要的国有资产运营主体及产业类主体，已形成城市投资开发、路桥投资建设运营、城市能源、医养健康及产业金融与投资为核心的发展布局，业务板块较为多元，未来将在推动德州市产业升级、促进地方经济发展等方面发挥重要作用。公司公用事业板块市场占有率较高，区域专营优势突出，截至 2025 年底，总供热面积为 3438.92 万平方米，占德州市市区供热面积的 70%以上；供气业务集中在德州市中心城区，燃气管道覆盖率超 96%。
- **持续获得有力的外部支持。**2025 年，公司收到政府部门注入资本金 0.38 亿元，收到政府经营性补贴 364.20 万元。截至 2025 年底，获得的供热配套费和项目补贴余额为 2.78 亿元。此外，德州市财政局累计拨付债务置换资金约 227 亿元，用于冲抵政府代建项目回款，截至 2025 年底，公司账面政府债务置换资金余额为 3.26 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”和“25 德州德达债 01/25 德达 04”偿付的安全性。

关注

- **资金支出压力大。**公司主要在建房地产、新能源投资、高速公路和自营项目计划投资规模约 220 亿元，未来尚需投资约 81 亿元，未来待投资规模大。
- **房地产去化情况有待观察。**公司在手房地产项目较多，主要在建房地产项目已投资 56.63 亿元，预售回款 36.40 亿元，考虑房地产市场持续低迷，未来房产去化情况有待观察。
- **自营项目投资回收周期较长。**公司主要已完工自营项目包括养老示范城建设项目、应用技术研究院和德州市康养中心等，项目投资规模较大，但尚未形成明显收益，未来收益实现受市场环境和招商引资影响具有一定不确定性。
- **短期偿债指标表现较弱。**截至 2026 年 3 月底，公司全部债务增长至 361.69 亿元[1]，现金短期债务比受短期债务规模增长和闲置资金规模管控影响下降至 0.14 倍，现金类资产对短期债务保障程度较低。

[1] 未扣除利息

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 地方产业投资与运营企业信用评级方法与模型 V4.1.202605
债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	A	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	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				**aa⁻**
个体调整因素：无				--
个体信用等级				**aa⁻**
外部支持调整因素：政府支持				+2
模型级别				**AA⁺**

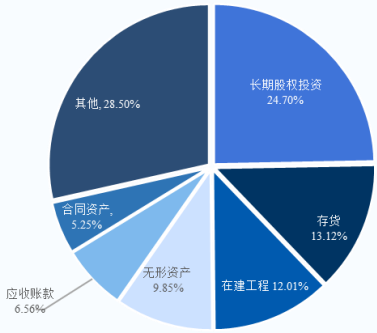
个体信用状况和外部支持变动说明：不适用。
其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

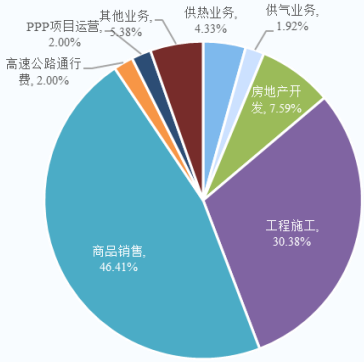
合并口径				
项　目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	27.12	30.49	15.77	13.36
资产总额（亿元）	643.42	697.16	723.11	733.32
所有者权益（亿元）	266.71	275.25	274.14	277.77
短期债务（亿元）	56.26	89.48	84.62	92.25
长期债务（亿元）	197.66	209.56	256.48	269.45
全部债务（亿元）	253.92	299.04	341.10	361.69
营业总收入（亿元）	152.02	136.32	120.04	28.10
利润总额（亿元）	3.31	3.18	3.43	0.25
EBITDA（亿元）	13.00	12.70	13.22	--
经营性净现金流（亿元）	-6.52	0.69	0.43	-6.41
总资产报酬率（%）	1.42	1.38	1.37	--
资产负债率（%）	58.55	60.52	62.09	62.12
全部债务资本化比率（%）	48.77	52.07	55.44	56.56
速动比率（%）	79.24	89.73	86.24	87.93
现金短期债务比（倍）	0.48	0.34	0.19	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	1.50	1.31	1.25	--
公司本部口径				
项　目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	442.17	466.91	494.87	499.77
所有者权益（亿元）	259.29	269.73	271.77	274.97
全部债务（亿元）	138.66	153.03	147.06	173.75
营业总收入（亿元）	10.21	8.98	1.51	0.04
利润总额（亿元）	2.23	4.30	2.53	0.19
资产负债率（%）	41.36	42.23	45.08	44.98
全部债务资本化比率（%）	34.84	36.20	35.11	38.72
现金短期债务比（倍）	0.25	0.60	0.09	0.06

注：1.本报告将公司合并口径其他流动负债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. 2026 年一季度财务数据未经审计；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

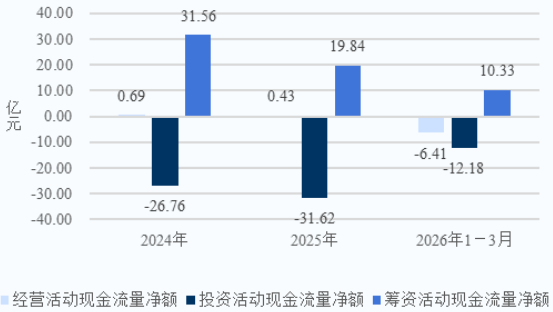
2025 年底公司资产构成



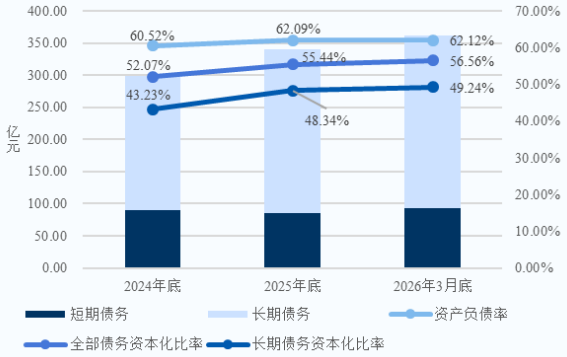
2025 年公司收入构成



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
25 德州德达债 01/25 德达 04	1.50 亿元	1.50 亿元	2035/10/28	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
25 德州德达债 01/25 德达 04	AAA/稳定	AA^{+}/稳定	2025/08/18	吴茵、许狄龙	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
24 德州德达债 01/24 德达 01	AAA/稳定	AA^{+}/稳定	2025/06/25	许狄龙、吴茵	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
24 德州德达债 01/24 德达 01	AAA/稳定	AA^{+}/稳定	2024/03/21	张婷婷、吴茵	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文

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：吴　茵　wuyin@lhratings.com

项目组成员：许狄龙　xudl@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

2025 年 8 月，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”）将其持有的公司 50.00%股权划转给德州德达产业投资发展集团有限公司（以下简称“德达产投”），公司控股股东变更为德达产投。截至 2026 年 3 月底，公司注册资本及实收资本仍为 30.00 亿元，德达产投持有公司 50.00%股权，为公司控股股东，德州天衢建设发展集团有限公司（以下简称“天衢建设”）、德州财金投资控股集团有限公司（以下简称“财金公司”）和山东省财欣资产运营有限公司分别持有公司 25.00%、16.67%和 8.33%股权，公司实际控制人仍为德州市国资委。

公司业务呈多元化市场化发展，定位为德州市重要的国有资产运营主体及产业类主体，已形成城市投资开发、路桥投资建设运营、城市能源、医养健康及产业金融与投资为核心的发展布局，业务范围涉及高速投资运营、城建项目投资开发、路桥建设、地产开发、燃气热力服务、新能源拓展、医养大健康、安防科技、园区经济等多个业务领域，未来将在推动德州市产业升级、促进地方经济发展等方面发挥重要作用。

跟踪期内，公司根据业务发展需要，对组织架构进行了进一步细化和完善，截至本报告出具日，本部设财务管理部、金融市场部、投资发展部、企业管理部、工程管理部、审计法务部等职能部门；截至 2026 年 3 月底，纳入合并范围的一级子公司共 15 家。

截至 2025 年底，公司资产总额 723.11 亿元，所有者权益 274.14 亿元（含少数股东权益 1.55 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 120.04 亿元，利润总额 3.43 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司资产总额 733.32 亿元，所有者权益 277.77 亿元（含少数股东权益 1.55 亿元）；2026 年 1－3 月，公司实现营业总收入 28.10 亿元，利润总额 0.25 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 2026 年 5 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“24 德州德达债 01/24 德达 01”债券利息，“25 德州德达债 01/25 德达 04”尚未到第一个付息日。

图表 1• 截至 2026 年 5 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
25 德州德达债 01/25 德达 04	1.50	1.50	2025/10/28	10（5+5）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

“24 德州德达债 01/24 德达 01”和“25 德州德达债 01/25 德达 04”合计发行规模 6.50 亿元，其中 4.55 亿元用于德州市康养中心项目建设，1.95 亿元用于补充营运资金。上述债券均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 2026 年 5 月底，“24 德州德达债 01/24 德达 01”和“25 德州德达债 01/25 德达 04”募集资金均已按规定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定投资在基建的拉动下实现由负

转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的最大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

地方产业投资与运营企业（以下简称“产投企业”）系由地方政府实际控制，贯彻落实地方政府战略意图，主要承担促进区域产业发展、提供公共产品和服务、保障和改善民生、盘活区域资源、推动产业转型升级等职能的企业。地方产业投资与运营行业（以下简称“产投行业”）关系国计民生和经济发展，在区域民生保障和产业发展方面发挥着重要作用。

2025 年，我国宏观经济平稳运行，积极财政政策与适度宽松货币政策协同发力，为产投行业提供了稳定的宏观环境。产投企业承担民生保障与产业投资相关职能，业务布局涵盖公用事业运维、保障性住房建设运营、区域交通运营、水利与能源项目建设运营、城市更新、生态环保、康养服务、产业园区投管、城市资产运营、国有资源特许经营、国有资本运营及产业配套服务等领域。随着地方一揽子化债政策落地、行业监管规则持续完善，产投行业整体运行趋于稳健。2025 年，产投企业债务增速边际放缓，但规模仍在扩张，杠杆水平持续上升但整体可控，区域分化显著。现金类资产对短期债务的覆盖偏弱，企业经营性现金流的覆盖能力有限，高度依赖外部筹资来维持资金平衡。受益于宽松的货币环境，综合融资成本稳步下行，但区域差异仍存。

展望 2026 年，积极财政政策将延续，财政金融协同发力，产投企业再融资环境保持平稳，行业地位稳固，整体信用风险较低，评级展望稳定。作为“十五五”开局之年，行业进入结构调整与转型提质关键阶段，发展机遇与经营风险并存。产投企业需持续聚焦核心主业、合理管控债务规模、提升自身造血能力、完善风险防控体系，加快由规模扩张向质量提升与价值增长转变，保障行业中长期稳健可持续发展。

完整版地方产业投资与运营行业分析详见《2026 年地方产业投资与运营行业信用风险分析》。

2 区域环境分析

德州市为山东省唯一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。2023－2025 年，德州市经济水平不断提高，一般公共预算收入持续增长，但财政自给能力一般。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”，是贯通京津冀经济圈、济南都市圈、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”，区位交通优势更加明显。截至 2025 年底，德州市常住人口 542.66 万人，常住人口城镇化率为 58.4%，比上年底提高 1.16 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。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。2025 年，德州市继续深化融入服务重大战略机制，滚动实施 18 个京津冀协同重大专项，新开工京津冀过亿元项目 145 个、完成投资 115 亿元；53 个黄河战略重点项目完成投资 124.4 亿元；36 个济南都市圈重点项目完成投资 152.5 亿元。

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，2023－2025 年，德州市区域经济水平不断提高，2025 年 GDP 在全省排名第 10，处于中下游水平，产业结构呈现“三二一”发展格局。2025 年，德州市第一产业增加值为 395.29 亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值为 1792.10 亿元，同比增长 5.1%；第三产业增加值为 2027.22 亿元，同比增长 5.9%。规模以上工业增加值增长 7.5%。固定资产投资（不含农户）比上年增长 0.2%；重点投资领域中，制造业投资增长 12.7%，基础设施投资增长 18.9%，民间投资下降 5.6%。房地产开发投资完成 278.5 亿元，比上年下降 15.3%；房屋施工面积 2492.6 万平方米，同比下降 16.9%。

图表 2 • 德州市主要经济指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP（亿元）	3805.27	4047.73	4214.61
GDP 增速（%）	6.0	5.6	5.3
固定资产投资增速（%）	7.1	6.2	0.2
三产结构	9.9：40.2：49.9	9.6：43.3：47.1	9.4：42.5：48.1
人均 GDP（万元）	6.87	7.38	7.77

注：人均 GDP=当年 GDP/年末常住人口
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023－2025 年，德州市一般公共预算收入持续增长，2025 年一般公共预算收入在全省排名第 11 位，一般公共预算收入质量一般，财政自给能力一般。2023－2025 年，受土地市场低迷影响，德州市政府性基金收入持续下降，2025 年国有土地使用权出让收入较上年下降 10.2%至 186.14 亿元。截至 2025 年底，德州市政府债务余额 1810.50 亿元。

图表 3 • 德州市主要财政指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
一般公共预算收入（亿元）	250.60	263.36	271.24
一般公共预算收入增速（%）	6.6	5.1	3.0
税收收入（亿元）	174.65	169.41	168.34
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	69.69	64.33	62.06
一般公共预算支出（亿元）	622.76	643.99	572.74
财政自给率（%）	40.24	40.90	47.36
政府性基金收入（亿元）	315.42	231.64	217.74
地方政府债务余额（亿元）	1337.32	1557.34	1810.50

注：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《2026 年政府工作报告》，“十五五”时期德州市将聚力实施“十大行动”，实施重大战略对接融入行动，持续放大重大战略叠加优势，加快对接京津冀协同发展先行区建设，全面落实黄河重大国家战略，深度融入济青都市圈联动发展，培强天衢新区发展增长极，拓展发展新空间；实施产业能级和科创能力跃升行动，加快构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 职能定位

公司定位为德州市重要的国有资产运营主体及产业类主体，已形成城市投资开发、路桥投资建设运营、城市能源、医养健康及产业金融与投资为核心的发展布局，业务板块较为多元，且市场化运营程度较高。其中，公司为德州市最大的公路工程专业施工单位，工程施工业务具有较强的竞争优势；公共事业板块市场占有率较高，区域专营优势突出；新能源拓展契合国家产业引导方向。未来，随着业务逐步成熟运营，公司竞争力有望进一步增强。

公司原承担德州市市政基础设施建设、国有资产运营职能，早期开展的基础设施及土地开发业务对德州市地区经济和社会的发展起到重要作用。近年来，公司通过一系列重大资产重组，业务逐步多元化，且市场化运营程度较高。目前，公司定位为德州市重要的国有资产运营主体及产业类主体，已形成城市投资开发、路桥投资建设运营、城市能源、医养健康及产业金融与投资为核心的发展布局，业务范围涉及高速投资运营、城建项目投资开发、路桥建设、地产开发、燃气热力服务、新能源拓展、医养大健康、安防科技、园区经济等多个业务领域，未来将在推动德州市产业升级、促进地方经济发展等方面发挥重要作用。公司路桥建设领域的工程施工业务辐射山东、新疆、云南、川渝等地区，现为德州市最大的公路工程专业施工单位，业务具有较强竞争优势；公共事业板块市场占有率较高，区域专营优势突出；为契合国家能源产业发展引导方向，正在向新能源投资、贸易和服务方面进行转型升级；投资建设的养老示范城和德州市康养中心等自营类项目为公司在医养健康板块的重要部署。未来，随着公司业务板块逐步成熟运营，公司竞争力有望进一步增强。

除公司外，德州市主要的国有主体还包括财金公司、天衢建设、德州市城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“德州城投”）和德州市交通运输投资发展集团有限公司（以下简称“德州交投”），具体情况详见下表。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 • 德州市主要国有主体 2025 年（底）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	955.87	356.04	84.21	2.95	62.75
公司	**德州市国资委**	定位为德州市重要的国有资产运营主体及产业类主体，已形成城市投资开发、路桥投资建设运营、城市能源、医养健康及产业金融与投资为核心的发展布局，业务范围涉及高速投资运营、城建项目投资开发、路桥建设、地产开发、燃气热力服务、新能源拓展、医养大健康、安防科技、园区经济等多个业务领域	**723.11**	**274.14**	**120.04**	**3.43**	**62.09**
天衢建设	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	418.39	203.70	20.77	1.08	51.31
德州城投	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	343.51	158.69	29.36	4.39	53.80
德州交投	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	96.37	28.88	55.53	0.70	70.04

资料来源：联合资信根据公开资料和公司提供资料整理

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，截至 2026 年 6 月 17 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重大被行政处罚的行为。

（二）管理水平

2025 年 7 月，公司撤销监事会及监事职务，由内部审计机构行使相关职权。除上述变动外，公司主要高级管理人员和内部管理制度无重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

公司业务结构较为多元，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。2025 年，受商品销售收入下降及基础设施建设、土地开发业务未确认收入影响，公司营业总收入有所下降，综合毛利率小幅上升。

图表 5• 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
基础设施建设	2.83	2.08	4.63	--	--	--
土地开发	4.41	3.24	4.63	--	--	--
租赁业务（主营业务产生）	0.11	0.08	87.24	0.15	0.12	87.04
供热业务	5.10	3.74	0.11	5.19	4.33	1.08
供气业务	2.55	1.87	33.77	2.30	1.92	13.71
房地产开发	10.63	7.80	15.99	9.10	7.59	18.85
工程施工	29.25	21.46	15.35	36.47	30.38	16.76
商品销售	67.46	49.49	1.00	55.70	46.41	1.05
高速公路通行费	2.41	1.77	35.61	2.40	2.00	36.75
PPP 项目运营	4.07	2.98	26.15	2.40	2.00	46.74
其他	7.49	5.50	58.37	6.31	5.26	65.90
合计	**136.32**	**100.00**	**10.61**	**120.04**	**100.00**	**12.56**

注：其他业务包括押运服务、设计、检测、监理、酒店服务、充电等，租赁业务收入不包含其他业务产生的租赁收入
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，业务范围辐射山东、新疆、云南、川渝等地区，具有较强竞争优势。公司期末在建项目合同金额较大，业务持续性较好；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。

公司为德州市最大的公路工程专业施工单位，业务实施主体主要为子公司山东德达路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）。路桥集团拥有十余家路桥板块子公司，具备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等，在综合施工能力方面具有较强优势。

业务模式方面，公司以传统总包模式为主，部分项目采用 PPP 模式，施工类型主要包括桥梁工程、道路排水工程、公路建设、水处理工程、地铁工程等，业主方主要为地方国有企业，业务范围以山东省为主，并辐射新疆、云南、川渝等地区。总包模式下，公司通过招投标方式获取项目，开工前预收 10%左右的工程款，开工后与业主按照工程进度、施工质量等以季度为核算周期进行现款结算，剩余一定尾款在项目验收后一年内结清。

2025 年，公司新签合同数量和金额较上年均有所增加，当期确认收入增长至 36.47 亿元。截至 2025 年底，公司前十大在建工程施工项目总合同金额 117.57 亿元，未完成合同额 30.77 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司在手未完工合同金额 27.52 亿元，在建项目合同金额较大。

图表 6• 公司合同签订情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新签合同数量（个）	159	94	106	26
新签合同金额（亿元）	58.22	29.89	31.20	7.25

资料来源：公司提供

图表 7• 截至 2025 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	36.94	1095
南充至成都高速公路扩容工程	20.64	19.68	1095
德郓高速德州（德城）至高唐段工程施工二标段	9.53	8.82	820
S323 乐馆线平原小仓村至平原夏津界段改建工程施工	9.26	0.29	700
曲靖市麒麟区水石公路市政道路工程	8.83	8.52	1095
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	0.61	1095

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	4.10	548
珙县县城东环线建设工程	5.09	4.06	639
新老 07 连接线（新大路桥至新 07 段）工程	3.10	2.96	912
G240 保台线武城县鲁冀界至杨官屯段改建工程二标段	3.01	0.82	730
合计	**117.57**	**86.80**	**--**

资料来源：公司提供

PPP 模式下，公司作为社会资本方与当地政府合作成立项目公司，项目公司由公司并表，项目运营期 10~13 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。截至 2026 年 3 月底，公司在手 PPP 项目 7 个，主要为公路工程项目，总投资 55.18 亿元，已投资 44.20 亿元，项目基本已完工并具备通车条件。2025 年，PPP 项目运营服务收入有所下降；业务毛利率快速上升，主要系 PPP 项目由建设期转入运营期，不再产生建造成本，成本以日常运维成本为主。

图表 8 • 截至 2026 年 3 月底公司 PPP 项目情况表（单位：亿元）

项目名称	项目状态	计划总投资	计划建设工期	项目运营期	SPV 中公司持股比例（%）	回报机制	已完成投资
乐陵市城市公共基础设施综合提升（道路）PPP 项目	已完工	3.51	907 天	13 年	95.00	政府付费	3.57
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	已完工	5.97	1346 天	10 年	95.00	政府付费	4.64
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	已完工	6.91	1176 天	13 年	99.00	可行性缺口补助	6.16
通江县诺江镇环城南路建设工程 PPP 项目	已完工	8.52	1095 天	12 年	95.00	可行性缺口补助	4.46
曲靖市麒麟区水石公路市政道路工程	已完工	17.28	1095 天	13 年	80.00	可行性缺口补助	14.78
德州市陵城区城乡道路基础设施提升及配套工程 PPP 项目	已完工	7.82	730 天	13 年	95.00	可行性缺口补助	7.02
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	在建	5.17	731 天	10 年	99.00	政府付费	3.57
合计	**--**	**55.18**	--	--	--	--	**44.20**

注：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 项目尚未完成决算流程等原因暂未纳入已完工项目
资料来源：公司提供

（2）房地产开发

公司在售房地产项目去化情况一般，在建房地产开发项目投资规模较大，仍存在较大投资压力，未来去化情况有待关注。

公司房地产开发业务经营主体主要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，上述子公司具备一级或二级房地产开发资质，开发项目集中在德州市。

截至 2026 年 3 月底，公司主要已完工在售房地产项目已投资 51.60 亿元，已销售金额 43.61 亿元，已回款 42.69 亿元，去化情况一般，未来去化情况有待关注。2025 年，公司房地产开发收入有所下降。

图表 9 • 截至 2026 年 3 月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	计划总投资	已完成投资	已销售金额	已回款金额	已确认收入	销售进度
绿城德达玉园	商住	德城区	12.00	11.58	13.49	13.49	12.47	剩余储藏室和车位
东建德州花园三期	商住	德州经济技术开发区	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	7.49	7.49	6.80	剩余住宅、储藏室和车位
德达·诚园	商住	武城县	9.25	8.24	5.53	5.46	4.75	剩余住宅、储藏室和车位
德达 壹号院（东区）	商住	夏津县	17.00	16.85	12.82	12.47	11.30	剩余住宅、储藏室和车位
德达 东方樾	商住	庆云县	8.00	5.02	2.34	1.84	1.43	剩余住宅、储藏室和车位
合计	**--**	**--**	**56.48**	**51.60**	**43.61**	**42.69**	**38.53**	--

注：部分项目已投资金额低于总投资金额，主要系部分工程款尚未达到财务支付节点所致；此外，项目实施过程中公司优化管理和加强成本控制，叠加原材料价格下降，最终投资额可能会低于计划总投资额
资料来源：公司提供

截至 2026 年 3 月底，公司在建房地产项目计划总投资 79.16 亿元，尚需投资 22.53 亿元，未来投资压力较大；除曲院风荷（一期）尚未预售外，其余项目均已预售，预售回款 36.40 亿元，公司已确认收入 29.74 亿元。

图表 10 • 截至 2026 年 3 月底公司在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	所在区域	计划总投资	已完成投资	销售进度	已确认收入	已回款金额
东城 壹号院（一期）	商住	陵城区	12.91	17.99	已预售	11.84	13.37
东城 壹号院（二期）	商住	陵城区	10.72				
绿城德达 蘭园（1-5 期）	商住	天衢新区	25.62	21.40	已预售	17.90	19.28
臻月兰庭	商住	天衢新区	22.00	13.27	已预售	--	3.75
曲院风荷（一期）	商住	天衢新区	7.91	3.97	未预售	--	--
合计	**--**	**--**	**79.16**	**56.63**	**--**	**29.74**	**36.40**

注：总可售面积根据项目建设情况有所调整
资料来源：公司提供

（3）公共事业

公司公共事业板块包括供热业务和供气业务，市场占有率较高，区域专营优势突出，能为公司带来持续稳定的现金流入。此外，公司开展了部分新能源投资项目，有利于节能减排等，未来待投资规模不大。

供热业务

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 2025 年底，公司总供热面积为 3438.92 万平方米，占德州市市区供热面积的 70%以上；换热站总数为 538 座，累计供热主管网总长度为 621 公里[2]，供热用户约 31.50 万户。

上游热源方面，公司热源主要来自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。2025 年，公司供热业务采购总量为 666.15 万吉焦，采购总价为 2.62 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，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 11 • 公司供热价格和供热面积（单位：元/平方米、万平方米）

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	价格	面积	价格	面积	价格	面积
居民用户	22	2662.94	22	2743.20	22	2781.74
非居民用户	30	641.98	30	651.72	30	657.18
合计	**--**	**3304.92**	**--**	**3394.92**	**--**	**3438.92**

资料来源：公司提供

2025 年，公司供热业务收入较上年保持稳定，毛利率受供热效率提升影响有所上升。

供气业务

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”）。

公司为德州市中心城区（德城区、德州经济技术开发区[3]、陵城区）范围内最大的管道燃气运营主体。截至 2025 年底，公司在德州市中心城区范围内累计铺设各类天然气管线 1723.925 公里，燃气管道覆盖率超 96%，累计发展居民用户 30.50 万户，商业用户 3089 户，工业用户 66 家。

[2] 不含二网长度
[3] 德州经济技术开发区位于德州市中心城区，由德州市经济技术开发区和德州天衢工业园（天衢新区）两部分组成。

气源采购方面，德州中燃与中国石油天然气股份有限公司天然气销售山东分公司签订了照付不议供气合同（一年期，每年续签），根据输送管道、用户性质以及输送时段不同，采购价格会有所浮动。2023 年以来，公司采购价在 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。2025 年，燃气收费标准未发生变化。2025 年，公司供气业务收入小幅下降；业务毛利率大幅下降，主要系采购价上升所致。

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

资料来源：公司提供

公司公共事业板块正在由热力、燃气分销服务转型升级为新能源投资、贸易和服务，致力于成为德州城市能源综合解决方案服务商。截至 2026 年 3 月底，公司主要在建的分布式光伏发电项目、锅炉烟气余热供热项目、地热资源开发利用等能源投资项目有利于节能减排，并实现资源循环利用，契合国家能源产业发展引导方向。上述项目计划总投资 3.73 亿元，已投资 1.39 亿元，资金来源主要为银行贷款，未来主要通过收取电费、供热及提供服务等实现收益。

图表 13 • 截至 2026 年 3 月底公司主要在建新能源投资项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已完成投资
德信能源工商业分布式光伏建设项目（一期）	8295.00	5982.00
德上高速、新型材料基地、黑马冷链物流中心等分布式光伏发电项目	9103.00	5523.00
锅炉烟气余热供热项目	661.20	671.00
德州市“碳达峰试点”园区地热资源开发利用示范项目	19260.00	1726.00
合计	**37319.20**	**13902.00**

注：部分项目已超概
资料来源：公司提供

（4）高速公路运营业务

公司运营的高速公路收入较为稳定，但运营投资回收周期较长；在建高速公路项目未来投资压力较大。

公司高速公路业务实施主体主要为德州德商高速公路发展有限公司、德州德上高速公路建设运营有限公司、高德公路建设（德州）有限公司和德州德单高速公路建设有限公司。

公司在运营高速公路两条，分别为德商公路德州（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”）。其中，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。2024－2025 年，公司在运营高速公路通行费收入和业务毛利率较为稳定。

图表 14 • 公司在运营高速公路车流量情况

项目名称	2023 年		2024 年		2025 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	653.38	2.05	499.00	1.93	632.00	1.81
德上高速	265.00	0.38	356.00	0.48	392.00	0.59
合计	**918.38**	**2.43**	**855.00**	**2.41**	**1024.00**	**2.40**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年底，公司在建高速公路两条，分别为高青至武城高速商河至平原段公路工程和德郓高速德州（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 77.99 亿元，路线全长 57.267 千米，双向四车道；德郓高速德州（德城区）至高唐段工程计划总投资 68.00 亿元，路线全长约 46.117 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 年底，上述两段高速公路未来尚需投资 55.21 亿元，公司未来投资压力较大。

图表 15 • 截至 2025 年底公司在建高速公路情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	资金来源	建设期间	已完成投资
高青至武城高速商河至平原段公路工程	77.99	政府专项债、银行贷款及自筹	2022－2025 年	48.06
德郓高速德州（德城区）至高唐段工程	68.00	政府专项债、银行贷款及自筹	2023－2026 年	42.72
合计	**145.99**	--	--	**90.78**

资料来源：公司提供

（5）基础设施建设

公司暂无在建和拟建基础设施建设项目，存量项目待结算规模不大，未来，公司将根据德州市政府安排承接基础设施建设任务。

公司早期承担大量的基础设施建设业务，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。截至 2025 年底，公司政府债务置换资金余额为 3.26 亿元，未来随着项目结算陆续完成置换。

截至 2026 年 3 月底，公司主要已完工项目已投资金额 156.87 亿元，拟结算金额 167.30 亿元，已结算 166.59 亿元，剩余待结算规模不大。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。

（6）土地开发

公司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。公司建设用地指标调剂受德州市政府统一安排规划影响较大，后续指标调剂情况有待关注。

土地整理业务

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城区和天衢新区，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整治中心，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 2026 年 3 月底，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[4]。公司经德州市政府授权，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。

2025 年，公司建设用地指标未发生调剂，期末剩余持有的建设用地指标共计约 5835 亩。公司建设用地指标调剂受德州市政府统一安排规划影响较大，后续指标调剂情况有待关注。

（7）商品销售业务

公司贸易品种丰富，商品销售收入为公司主要收入来源。受行业政策影响，公司商品销售收入继续下降，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开展。

2022 年以来，公司在原有建材销售的基础上，逐步拓展铝锭、煤炭、煅后焦、石油焦、棉花、鸡蛋、白糖等等新品种，贸易品种逐步丰富，销售收入已成为公司收入重要来源。业务模式上，公司采用“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。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，部分情况会向上游先预付一定比例货款。集中度方面，2025 年，公司前五大供应商和前五大销售客户集中度均一般。2025 年，受行业政策趋严影响，公司贸易业务体量继续下降导致商品销售收入继续下滑，毛利率水平仍很低。

图表 16 • 2025 年商品销售业务前五大供应商（单位：亿元）

前五大供应商	采购金额	占比（%）	货物品类
物产中大金属集团上海有限公司	8.60	15.43	橡胶
沈阳泰达利恒能源有限公司	3.97	7.13	煤炭
浙江亿舜祥新型材料科技有限公司	3.00	5.39	铜杆
北京正平弘泰建筑材料有限公司	2.09	3.75	沥青
河北越江供应链有限责任公司	1.42	2.55	鸡蛋
合计	**19.08**	**34.25**	--

资料来源：公司提供

图表 17 • 2025 年商品销售业务前五大销售客户（单位：亿元）

前五大客户	销售金额	占比（%）	货物品类
鞍山市鞍新热力有限公司	5.68	10.2	煤炭
首域新材料科技（青岛）有限公司	5.47	9.83	橡胶
天津亿信悦商贸有限公司	2.92	5.24	铜杆
山东晨秋物资有限公司	2.60	4.67	钢材
海南粟禾供应链有限公司	2.04	3.66	橡胶
合计	**18.71**	**33.60**	--

资料来源：公司提供

[4] 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。

（8）自营项目

公司自营项目涉足医养健康、安防科技、园区经济等多个领域，已建成自营项目投资规模较大，尚未形成明显收益；在建自营项目未来投资压力不大。自营项目主要通过提供健康体检和社区养老服务、金融外包服务、汽车产业园的资产租赁及销售实现收益，未来收益实现情况有待观察。

公司自营项目涉足医养健康、安防科技、园区经济等多个领域，主要已完工自营项目包括养老示范城建设项目、应用技术研究院和德州市康养中心。其中，养老示范城和德州市康养中心为公司立足医养健康板块的重要部署，截至 2026 年 3 月底，养老示范城建设项目账面价值 6.49 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；德州市康养中心账面价值 6.26 亿元，资金来源主要为企业债券和自筹，未来主要通过养老床位收入、护理收入、体检收入、餐费收入等进行资金平衡。公司自营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 2026 年 3 月底，公司主要在建自营项目为数字安防基地和汽车产业园，计划总投资 4.40 亿元，未来尚需投资 2.22 亿元，资金来源主要为银行贷款和自筹，未来主要通过提供金融外包服务和汽车产业园的资产租赁及销售实现收益，未来收益实现情况有待观察。

图表 18 • 截至 2026 年 3 月底公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	资金来源	建设期间	计划总投资	已完成投资	未来尚需投资	资金平衡方式
德州市数字安防产业基地建设项目（一期）	项目贷款、自筹	2025 年	0.90	0.76	0.14	提供金融外包服务（不含传统押运业务）实现收入，包括为银行金融业提供现金储备、配送、清分、自助设备和尾箱托管、信息采集等全产业链金融外包服务
德州市循环经济绿色能源汽车产业文创园基础设施建设项目（一期）	项目贷款、自筹	2025－2026 年	3.50	1.42	2.08	未来主要通过车辆周转中心租赁、新能源汽车销售中心销售、汽车 4S 店及办公楼的租赁和销售进行资金平衡
合计		--	**4.40**	**2.18**	**2.22**	--

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 2025 年财务报告，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务数据未经审计。

截至 2026 年 3 月底，公司合并范围内主要一级子公司 15 家。合并范围变化方面，2025 年，公司合并范围减少 1 家一级子公司；2026 年 1—3 月合并范围未发生变化。整体看，公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量及其盈利能力

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、长期股权投资和公路资产为主。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。2025 年，公司营业总收入有所下降，收入主要由商品销售和工程施工业务贡献，建成项目资产收益较小，股权投资收益对利润有所补充，公司整体盈利能力有待提升。

图表 19 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	**267.90**	**38.43**	**255.91**	**35.39**	**258.88**	**35.30**
货币资金	29.95	4.30	15.33	2.12	12.97	1.77
应收账款	45.41	6.51	47.46	6.56	45.83	6.25
预付款项	32.03	4.59	26.19	3.62	24.89	3.39
其他应收款（合计）	22.84	3.28	22.18	3.07	24.22	3.30
存货	90.66	13.00	94.88	13.12	100.35	13.68
合同资产	39.62	5.68	37.93	5.25	37.48	5.11
非流动资产	**429.25**	**61.57**	**467.20**	**64.61**	**474.44**	**64.70**
其他权益工具投资	25.70	3.69	25.70	3.55	25.70	3.50
长期应收款	35.09	5.03	25.54	3.53	25.49	3.48
长期股权投资	167.15	23.98	178.63	24.70	179.53	24.48
投资性房地产	26.23	3.76	35.58	4.92	35.58	4.85
在建工程（合计）	61.33	8.80	86.87	12.01	93.82	12.79
无形资产	71.43	10.25	71.24	9.85	70.91	9.67
资产总额	**697.16**	**100.00**	**723.11**	**100.00**	**733.32**	**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 2025 年底，为控制闲置资金规模及偿还债务影响，公司货币资金快速下降，期末以银行存款为主（占 84.96%），其中受限货币资金 2.04 亿元，系保证金，受限比例 13.31%，受限比例不高。公司应收账款主要为应收的相关业务款项，2025 年底前五名应收款项占应收账款余额合计的 28.14%，主要为应收工程施工款，集中度不高，其中应收对象东营市东营区住房和城乡建设局（机关单位）为被执行人，需关注对公司回款影响；账龄在 1 年以内的占 61.37%，1~2 年的占 18.74%，2~3 年的占 10.54%，账龄相对较短；坏账准备期末余额为 2.96 亿元，坏账准备计提比例低。公司预付款项主要为预付的贸易货款，账龄主要在 1 年以内。其他应收款主要为借款和往来款，累计计提坏账准备 10.16 亿元，计提比例 31.41%，计提比例较高；账龄在 3 年以内的占 30.00%，超 50%在 4 年以上，整体账龄较长；集中度方面，公司前五名其他应收款余额占其他应收款余额合计的 62.60%，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（存在被执行和行政监管记录）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，但仍未执行到位。2025 年底，公司存货有所增长，期末主要由开发成本 65.78 亿元、合同履约成本 13.37 亿元和库存商品 8.41 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。公司合同资产主要为 PPP 项目资产。

图表 20 • 2025 年底应收账款前五名明细（单位：亿元）

项目	账面余额	占比（%）
四川成南高速公路有限责任公司	5.80	11.50
山东金鲁班集团有限公司	3.22	6.38
禹城市交融产业投资发展有限公司	2.20	4.36
珙县城市发展投资有限公司	1.73	3.43
东营市东营区住房和城乡建设局	1.25	2.47
合计	**14.19**	**28.14**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 21 • 2025 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	39.35
山东德棉集团	3.16	9.76
德州市诚德企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	1.81	5.59
皇明洁能控股有限公司	1.60	4.95
德州中心医院	0.95	2.95
合计	**20.25**	**62.60**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2025 年底，公司其他权益工具投资主要为股权投资，2025 年投资对象未发生变动，主要为政府划入的山东荣盛控股集团有限公司股权（期末余额 12.54 亿元）和平原县财金发展有限公司股权（期末余额 6.63 亿元）。长期应收款有所下降，主要系收回国开

基金[5]款项所致，期末主要为公司向各区县提供的棚改项目建设资金 25.26 亿元[6]。2025 年，公司新增投资德州普惠投资发展合伙企业（有限合伙）10.00 亿元，导致长期股权投资有所增长，期末主要由财金公司股权投资 94.44 亿元和禹城市国有资产运营管理集团有限公司（以下简称“禹城国资”）股权投资 39.73 亿元构成，上述两家公司股权为 2023 年德州市国资委无偿划入。2025 年，公司权益法下确认的投资收益为 1.37 亿元，其中来自财金公司和禹城国资的投资收益分别为 0.88 亿元和 0.45 亿元。公司投资性房地产主要为出租的房产，采用公允价值模式计量，受德州市康养中心等项目陆续完工转入影响，2025 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，2025 年底公司在建工程继续增长，期末主要由公路工程 82.09 亿元构成。公司无形资产主要为土地使用权 3.75 亿元和公路收费权 67.49 亿元构成，摊销余额为 7.07 亿元。

截至 2025 年底，公司资产受限情况如下表所示，受限比例低。此外，公司下属权属企业以应收账款和高速公路收费权进行了抵押贷款，借款余额 114.95 亿元。

图表 22 • 截至 2025 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	2.04	0.28%	银行承兑、保函、借款质押等保证金
存货	12.39	1.71%	借款抵押
在建工程	0.1	0.01%	借款抵押
固定资产	2.49	0.34%	借款抵押
无形资产	0.54	0.07%	借款抵押
固定资产、无形资产	0.76	0.11%	借款抵押
合计	**18.32**	**2.53%**	--

注：上述包括无证资产 1.93 亿元
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利能力方面，2025 年，公司营业总收入有所下降，收入主要来自工程施工收入和商品销售收入，公路资产、自营项目和 PPP 项目对收入贡献尚小，未来随着在建高速项目通车、PPP 项目及自营项目进入成熟期，公司收入存在一定增长空间。2025 年，公司期间费用小幅增加，得益于营业利润率提升及股权投资收益增加，公司利润总额小幅增长。从盈利指标来看，2025 年，公司总资本收益率和总资产报酬率均同比小幅下降。

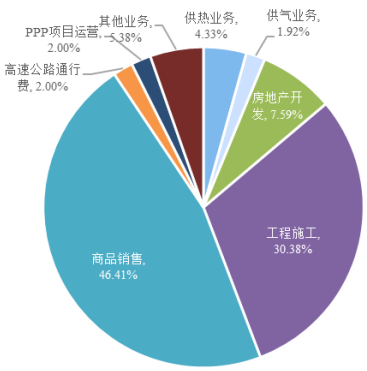
2026 年 1—3 月，公司营业总收入相当于 2025 年全年的 23.41%，营业利润率有所下降。

图表 23 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	136.32	120.04	28.10
营业成本	121.86	104.96	25.90
期间费用	12.24	12.61	1.87
其他收益	0.05	0.05	0.00
投资收益	0.80	1.48	0.00
利润总额	3.18	3.43	0.25
营业利润率（%）	10.18	12.08	7.43
总资本收益率（%）	1.50	1.38	--
总资产报酬率（%）	1.38	1.37	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表整理

图表 24 • 2025 年公司营业总收入构成



（2）现金流

2025 年，公司经营活动现金仍小幅净流入，现金收入比较高，投资活动现金净流出规模扩大。考虑到公司房地产开发、工

[5] 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。
[6] 2014 年、2015 年，公司承担了全市棚改项目统贷统还业务，业务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等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。

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，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；2025 年受贸易业务规模下降影响，现金流入流出规模均有所下降。2025 年，公司经营活动现金仍小幅净流入，现金收入比较高。

公司投资活动现金流入流出主要为购买和赎回国债及公路项目建设投入。2025 年，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，2025 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。

2026 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额由正转负，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 25 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项　目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	140.74	127.20	22.23
经营活动现金流出小计	140.05	126.77	28.64
经营活动现金流量净额	**0.69**	**0.43**	**-6.41**
投资活动现金流入小计	19.39	39.12	3.00
投资活动现金流出小计	46.16	70.74	15.18
投资活动现金流量净额	**-26.76**	**-31.62**	**-12.18**
筹资活动前现金流量净额	**-26.07**	**-31.19**	**-18.59**
筹资活动现金流入小计	126.45	170.34	43.59
筹资活动现金流出小计	94.88	150.49	33.26
筹资活动现金流量净额	**31.56**	**19.84**	**10.33**
现金收入比（%）	**97.28**	**98.35**	**76.91**

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表整理

（3）资本结构及偿债能力

跟踪期内，公司所有者权益规模基本稳定，结构稳定性较好。随着项目的持续投入，公司债务规模增长较快，期限结构合理，整体债务负担适中，但现金类资产对短期债务覆盖程度较低，公司融资渠道畅通，可为公司流动性提供一定补充。

2025 年底，公司所有者权益受回购下属子公司少数股东权益影响小幅下降，权益结构变化不大，结构稳定性较好。2025 年底，公司实收资本较上年底保持稳定，主要由股东各类资本投入构成；资本公积受权益法核算的联营企业产生的其他权益变动小幅下降，期末主要由政府无偿划拨的股权及拨入资金构成。2026 年 3 月底，公司所有者权益小幅增长。

图表 26 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	30.00	10.90	30.00	10.94	30.00	10.80
资本公积	177.78	64.59	177.69	64.82	181.20	65.23
未分配利润	51.42	18.68	52.37	19.10	52.44	18.88
归属于母公司所有者权益合计	**270.67**	**98.34**	**272.60**	**99.44**	**276.22**	**99.44**
少数股东权益	4.58	1.66	1.55	0.56	1.55	0.56
所有者权益合计	**275.25**	**100.00**	**274.14**	**100.00**	**277.77**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表整理

跟踪期内，因发行债券和增加银行借款，公司负债规模继续增长。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、路桥工程款等形成的合同负债。

图表 27 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

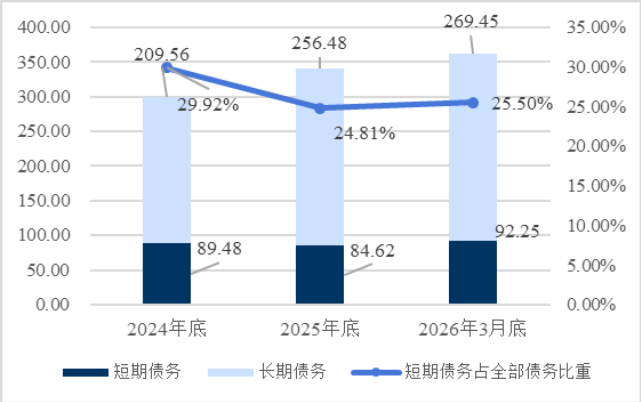
项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	**197.53**	**46.82**	**186.73**	**41.59**	**180.29**	**39.58**
短期借款	26.95	6.39	50.95	11.35	57.46	12.61
应付账款	36.11	8.56	36.74	8.18	30.68	6.73
其他应付款	35.99	8.53	34.03	7.58	33.46	7.35
一年内到期的非流动负债	54.81	12.99	28.64	6.38	30.55	6.71
合同负债	28.30	6.71	25.79	5.74	21.35	4.69
非流动负债	**224.38**	**53.18**	**262.23**	**58.41**	**275.25**	**60.42**
长期借款	137.27	32.54	149.44	33.29	157.87	34.66
应付债券	55.00	13.04	76.88	17.12	81.25	17.84
长期应付款	26.37	6.25	30.16	6.72	30.33	6.66
负债总额	**421.91**	**100.00**	**448.96**	**100.00**	**455.54**	**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 2025 年底，公司全部债务增长至 341.10 亿元[7]，其中长期债务占 75.19%，期限结构合理。融资渠道方面，银行借款约占 61%、债券融资约占 29%、政府专项债约占 9%，剩余少部分为非标，融资渠道较丰富。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不由公司实际承担，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。

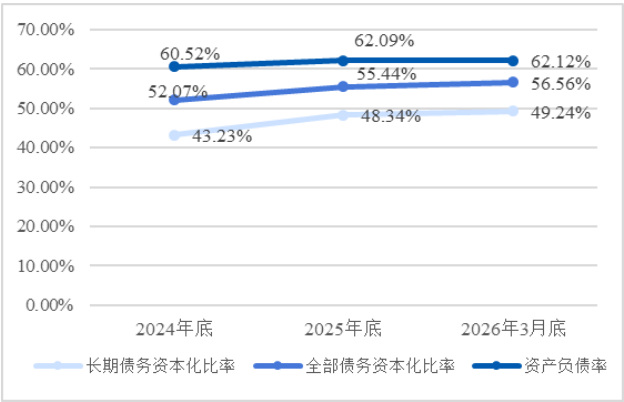
截至 2026 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务保障程度较低，短期偿债指标表现较弱。公司与多家银行机构建立了良好的合作关系，目前合作银行主要包括工商银行、中国银行、邮储银行、农业银行、农发行、齐鲁银行等，未来 1 年的到期债务大部分计划通过再融资的方式偿还。截至 2025 年底，公司共获得银行授信总额 287.39 亿元，未使用授信额度 87.53 亿元，尚有较大的流动性储备；公司融资渠道畅通，可为公司流动性提供一定补充。2025 年，公司 EBITDA 有所增长，其对利息的覆盖程度高，公司长期偿债指标表现强。

图表 28 • 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 29 • 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 30 • 截至 2026 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

项目	2026 年 4—12 月	2027 年	2028 年
偿还金额（亿元）	66.41	35.32	11.34
占有息债务的比例	19.47%	10.35%	3.32%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

[7] 未扣除利息

图表 31 • 公司偿债指标

指标	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
速动比率(%)	89.73	86.24	87.93
现金短期债务比（倍）	0.34	0.19	0.14
EBITDA（亿元）	12.70	13.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.31	1.25	--

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

对外担保方面，截至 2026 年 3 月底，公司对外担保余额 23.19 亿元，担保比率 8.35%，担保比率低；担保对象均为德州市内的国有企业，公司或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至 2026 年 5 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼（诉讼金额超 1000.00 万元）情况。

2 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，短期偿债压力大。

公司本部主要履行管理职能，承担的项目主要为存量的基础设施建设和土地开发业务，下属控股子公司资金、投融资、重要人事任免等由本部统一管理，本部对下属子公司管控力度较强。截至 2025 年底，公司本部资产总额 494.87 亿元，以其他应收款和长期股权投资为主；所有者权益 271.77 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 223.10 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 147.06 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 45.08%和 35.11%，整体债务负担较轻。2025 年，公司本部营业总收入为 1.51 亿元，利润总额为 2.53 亿元，其中投资收益 2.41 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.06 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，治理结构比较有效。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较强的管控能力，且建立了比较有效的法人治理结构。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

公司实际控制人为德州市国资委，德州市政府综合实力及支持能力极强。公司作为德州市重要的国有资产运营主体及产业类主体，社会贡献较大，可替代性较弱，在资本金注入、政府补助及政府专项债资金等方面获得政府的有力支持。

1 支持能力

公司实际控制人为德州市国资委，德州市为山东省唯一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。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，德州市政府综合实力极强。

2 支持可能性

公司重要人事任命、“三重一大”事项由政府审批决策，德州市国资委对公司重大事项等方面具有绝对的控制权；公司早期开

展的基础设施及土地开发业务对德州市地区经济和社会的发展起到重要作用，在上述领域社会贡献较大；公司工程施工业务具有较强竞争优势，公共事业板块市场占有率较高，未来将在推动德州市产业升级、促进地方经济发展等方面发挥重要作用，公司可替代性较弱。

公司在资本金注入、政府补助及政府专项债资金等方面获得政府的有力支持。2025 年，公司收到德州市国资委和德城区人民政府注入资本金 0.38 亿元，计入“资本公积”；收到政府经营性补贴 364.20 万元，计入“其他收益”。截至 2025 年底，获得的供热配套费和项目补贴余额为 2.78 亿元，计入“递延收益”。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，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 2025 年底，公司账面政府债务置换资金余额为 3.26 亿元。

八、债券偿还能力分析

截至 2026 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券为“24 德州德达债 01/24 德达 01”和“25 德州德达债 01/25 德达 04”，均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 2026 年 3 月末，注册资本及实收资本均为 71.76 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%，无控股股东及实际控制人，股权结构见图表 32。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 2026 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 32 • 截至 2026 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 2026 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 2025 年末在保余额为 135.65 亿元，担保业务规模仍较大。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，供应链金融业务取得较快发展；2025 年以来，中合担保供应链金融业务重点发展核心企业上游应付类保理业务，2025 年，中合担保保理业务期末余额 23.48 亿元，已形成一定行业竞争力。截至 2025 年末，中合担保在保余额 135.65 亿元，累计代偿金额 48.71 亿元，累计担保代偿率为 2.54%，仍处于较高水平，主要系受前期担保代偿规模较大影响。同期末，累计代偿回收率 35.46%，回收率一般；应收代偿款余额为 12.96 亿元，已计提减值准备 12.73 亿元，账面价值仅 0.24 亿元。

截至 2025 年末，中合担保资产总额 107.52 亿元，较上年末增长 17.71%，资产构成以应收保理款、投资资产及货币资金为主，整体资产质量较好。所有者权益 76.41 亿元，其中实收资本占比 93.92%，资本公积占比 4.03%，其他综合收益占比-5.33%（主要系其他权益工具投资公允价值下跌影响），未分配利润占比 4.67%，所有者权益稳定性较好。全部债务 27.76 亿元，均为短期债务。实际资产负债率 27.15%，较上年末上升，杠杆水平一般。2025 年，中合担保实现营业收入 4.32 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 3.10 亿元，同比有所下降；总资产收益率和净资产收益率分别为 2.45%和 3.21%，盈利能力较强。截至 2025 年末，中合担保净资本为 41.67 亿元，净资本担保倍数 3.26 倍，净资本覆盖率为 378.56%，代偿准备金

率为 0.00%，仍处于很低水平。整体看，截至 2025 年末，中合担保净资本规模较大，资本充足性很好，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度很好，代偿能力极强。

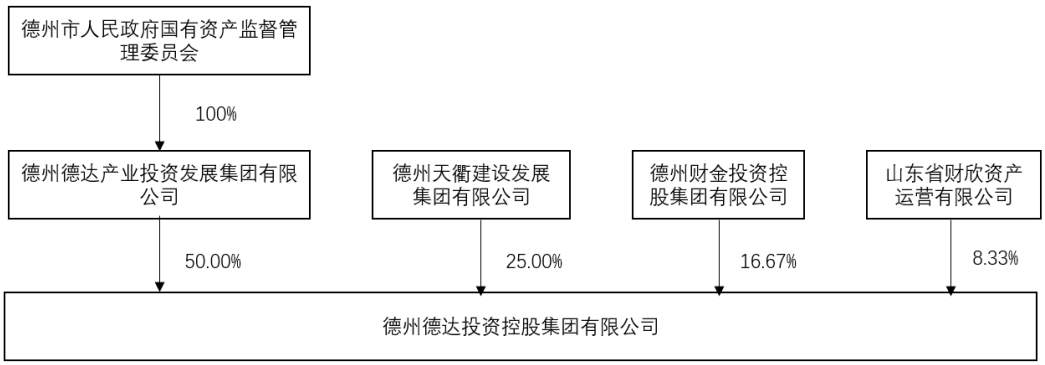
截至 2025 年末，中合担保I级资产、I级资产和II级资产之和、III级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为 75.24%、75.24%和 15.04%，均满足监管要求。

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中合担保较大支持，外部支持提升 1 个子级，中合担保主体长期信用等服为 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”和“25 德州德达债 01/25 德达 04”的偿付安全性。

九、跟踪评级结论

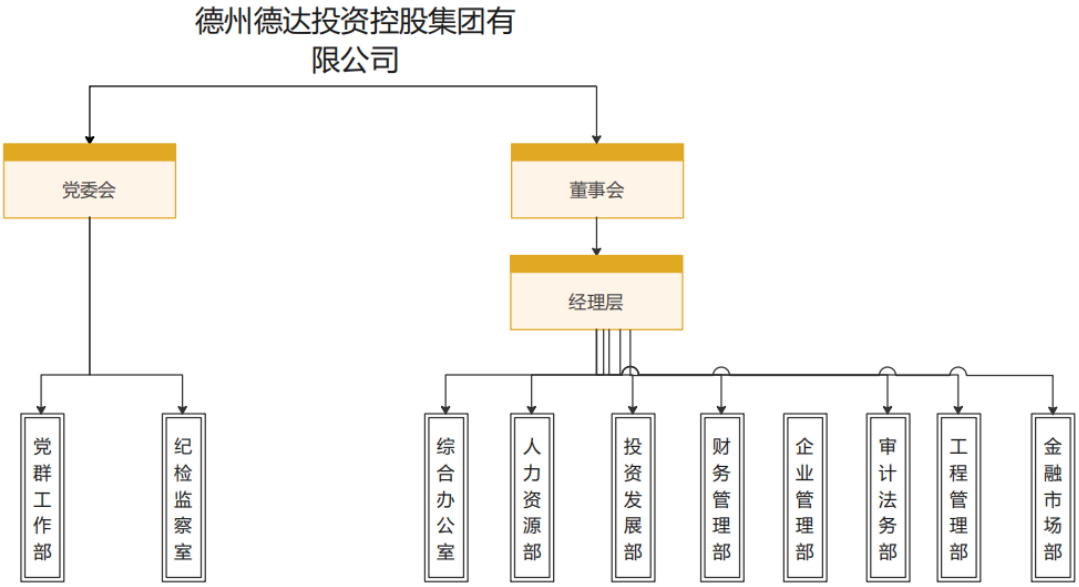
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“24 德州德达债 01/24 德达 01”和“25 德州德达债 01/25 德达 04”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供整理

附件 1-2　公司组织架构图（截至本报告出具日）



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 2026 年 3 月底）

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	96.49	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

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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	27.12	30.49	15.77	13.36
应收账款（亿元）	36.09	45.41	47.46	45.83
其他应收款（合计）（亿元）	19.47	22.84	22.18	24.22
存货（亿元）	105.76	90.66	94.88	100.35
长期股权投资（亿元）	166.53	167.15	178.63	179.53
固定资产（合计）（亿元）	22.97	19.50	20.51	20.26
在建工程（合计）（亿元）	48.09	61.33	86.87	93.82
资产总额（亿元）	643.42	697.16	723.11	733.32
实收资本（亿元）	30.00	30.00	30.00	30.00
少数股东权益（亿元）	4.70	4.58	1.55	1.55
所有者权益（亿元）	266.71	275.25	274.14	277.77
短期债务（亿元）	56.26	89.48	84.62	92.25
长期债务（亿元）	197.66	209.56	256.48	269.45
全部债务（亿元）	253.92	299.04	341.10	361.69
营业总收入（亿元）	152.02	136.32	120.04	28.10
营业成本（亿元）	137.13	121.86	104.96	25.90
其他收益（亿元）	0.24	0.05	0.05	0.00
利润总额（亿元）	3.31	3.18	3.43	0.25
EBITDA（亿元）	13.00	12.70	13.22	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	124.96	132.62	118.06	21.61
经营活动现金流入小计（亿元）	153.49	140.74	127.20	22.23
经营活动现金流量净额（亿元）	-6.52	0.69	0.43	-6.41
投资活动现金流量净额（亿元）	-20.32	-26.76	-31.62	-12.18
筹资活动现金流量净额（亿元）	30.91	31.56	19.84	10.33
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.94	3.16	2.57	--
存货周转次数（次）	0.77	1.24	1.13	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.20	0.17	--
现金收入比（%）	82.20	97.28	98.35	76.91
营业利润率（%）	8.96	10.18	12.08	7.43
总资本收益率（%）	1.53	1.50	1.38	--
总资产报酬率（%）	1.42	1.38	1.37	--
长期债务资本化比率（%）	42.57	43.23	48.34	49.24
全部债务资本化比率（%）	48.77	52.07	55.44	56.56
资产负债率（%）	58.55	60.52	62.09	62.12
流动比率（%）	139.56	135.63	137.05	143.59
速动比率（%）	79.24	89.73	86.24	87.93
经营现金流动负债比（%）	-3.72	0.35	0.23	--
短期债务占比（%）	22.16	29.92	24.81	25.50
现金短期债务比（倍）	0.48	0.34	0.19	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	1.50	1.31	1.25	--

注：1. 本报告将公司其他流动负债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. 2026 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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	9.25	16.88	3.72	4.17
应收账款（亿元）	6.73	2.67	3.74	3.74
其他应收款（合计）（亿元）	81.09	98.92	123.35	127.64
存货（亿元）	17.44	10.17	10.17	10.17
长期股权投资（亿元）	256.50	262.76	288.77	288.93
固定资产（合计）（亿元）	0.06	0.03	0.04	0.03
在建工程（合计）（亿元）	0.68	0.68	0.68	0.68
资产总额（亿元）	442.17	466.91	494.87	499.77
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）	259.29	269.73	271.77	274.97
短期债务（亿元）	36.30	28.17	42.12	64.82
长期债务（亿元）	102.35	124.86	104.95	108.93
全部债务（亿元）	138.66	153.03	147.06	173.75
营业总收入（亿元）	10.21	8.98	1.51	0.04
营业成本（亿元）	8.05	6.93	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	2.23	4.30	2.53	0.19
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.03	0.00	0.00	0.03
经营活动现金流入小计（亿元）	116.32	157.07	136.88	37.26
经营活动现金流量净额（亿元）	-9.91	-3.71	-4.15	-13.97
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.96	-2.82	-5.53	-0.16
筹资活动现金流量净额（亿元）	21.88	14.16	-3.47	14.57
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.79	1.91	0.47	--
存货周转次数（次）	0.18	0.50	0.00	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.00	--
现金收入比（%）	0.30	0.00	0.00	67.96
营业利润率（%）	20.71	22.62	95.08	86.30
总资本收益率（%）	0.84	1.01	0.60	--
总资产报酬率（%）	0.75	0.95	0.53	--
长期债务资本化比率（%）	28.30	31.64	27.86	28.37
全部债务资本化比率（%）	34.84	36.20	35.11	38.72
资产负债率（%）	41.36	42.23	45.08	44.98
流动比率（%）	148.10	190.06	122.08	128.73
速动比率（%）	126.26	175.46	113.27	119.75
经营现金流动负债比（%）	-12.41	-5.33	-3.60	--
短期债务占比（%）	26.18	18.41	28.64	37.31
现金短期债务比（倍）	0.25	0.60	0.09	0.06
EBITDA 利息倍数（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. 2026 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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
总资产报酬率	（利润总额+费用化利息支出）/平均资产总额×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%
偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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

附件 4-4　列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断