

# 信用等级公告

联合〔2020〕2526号

联合资信评估有限公司通过对青岛军民融合发展集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持青岛军民融合发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“20 军民融合 MTN001”和“20 军民融合 MTN002”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年七月二十三日



## 青岛军民融合发展集团有限公司

### 2020 年跟踪评级报告

#### 评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
20 青岛军民 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
20 青岛军民 MTN002	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定

#### 跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 青岛军民 MTN001	3.00 亿元	3.00 亿元	2025/01/13
20 青岛军民 MTN002	3.00 亿元	3.00 亿元	2025/03/30

注: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

跟踪评级时间:2020 年 07 月 23 日

#### 本次评级使用的评级方法、模型:

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

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

#### 本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa <sup>-</sup>	评价结果		AA <sup>+</sup>
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	资本结构	3
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

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

#### 评级观点:

青岛军民融合发展集团有限公司(以下简称“公司”)作为青岛西海岸新区重要的基础设施建设及国有资本运营主体,承担了古镇口军民融合创新示范区和青岛经济技术开发区的基础设施建设及军民融合配套保障任务,是青岛市承接军民融合国家战略的主要实施载体,在青岛西海岸新区发展中起到了重要作用。跟踪期内,青岛西海岸新区经济稳步发展,财政实力持续增强,公司继续得到当地政府在资金注入、股权划转和政府补助方面的支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司资产和权益质量一般、债务规模快速增长、未来融资压力较大和存在或有负债风险等因素可能对其信用水平产生的不利影响。

未来,公司将依托青岛西海岸新区的良好发展势头,重点推动军民融合创新示范区的基础设施建设及配套保障工作,并依托城市资源不断优化和改善市场化业务的经营,公司经营规模和盈利能力将进一步提升。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“20 青岛军民 MTN001”和“20 青岛军民 MTN002”的信用等级为 AA<sup>+</sup>,评级展望为稳定。

#### 优势

1. 经营环境良好。跟踪期内,青岛西海岸新区经济稳步增长,财政实力持续增强,公司发展的外部环境良好。2019 年,青岛西海岸新区实现地区生产总值 3554.40 亿元,同比增长 5.7%;完成一般公共预算收入 268.05 亿元,同比增长 1.4%。
2. 持续的外部支持。跟踪期内,公司继续得到当地政府在资金注入、股权划转和财政

分析师：黄琪融 汪星辰

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

补贴方面的支持。

#### 关注

- 资产和权益质量一般。**公司资产主要由应收类款项、基建投入、投资性房地产和其他非流动资产构成，其中应收类账款计提了一定比率坏账准备，投资性房地产中评估增值规模较大，其他非流动资产主要为棚改配套的公益性资产，另外资产受限规模较大，公司资产和权益质量一般。
- 债务规模迅速增长，债务负担加重。**2020年3月底，公司全部债务206.99亿元，较2019年底增长24.82%；同期，公司全部债务资本化比率64.14%，较2019年底有所提升，债务负担较重。
- 筹资压力较大。**公司在建及拟建项目投资规模较大，资金回笼受政府支付、土地及房产销售情况等影响较大，公司对外融资需求较大。
- 存在或有负债风险。**2020年3月底，公司对外担保余额28.49亿元，对民营企业担保占比为54.63%，存在或有负债风险。

#### 主要财务数据：

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	4.32	8.89	43.82	86.28
资产总额(亿元)	58.11	119.84	320.69	381.87
所有者权益(亿元)	31.90	56.17	98.74	115.71
短期债务(亿元)	10.98	32.40	72.95	80.62
长期债务(亿元)	6.76	13.34	92.87	126.37
全部债务(亿元)	17.74	45.74	165.82	206.99
营业收入(亿元)	4.89	30.19	73.63	21.15
利润总额(亿元)	0.92	1.97	2.98	0.25
EBITDA(亿元)	1.20	2.93	6.78	--
经营性净现金流(亿元)	-2.27	-10.30	-63.49	-6.43
现金收入比(%)	33.52	90.67	107.42	120.17
营业利润率(%)	6.14	5.55	4.40	3.56
净资产收益率(%)	2.83	3.27	2.03	--
资产负债率(%)	45.11	53.13	69.21	69.70
全部债务资本化比率(%)	35.74	44.88	62.68	64.14
流动比率(%)	105.41	130.86	169.56	201.84
速动比率(%)	70.82	54.70	73.89	112.28
经营现金流动负债比(%)	-11.69	-21.60	-53.29	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.19	2.43	1.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.77	15.63	24.45	--

现金短期债务比(倍)	0.39	0.27	0.60	1.07
公司本部				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	13.07	54.13	145.14	168.89
所有者权益(亿元)	5.32	34.57	57.32	68.04
全部债务(亿元)	7.31	14.70	71.23	82.88
营业收入(亿元)	1.69	4.59	9.01	0.25
利润总额(亿元)	0.16	0.32	1.54	0.16
资产负债率(%)	59.34	36.14	60.51	59.71
全部债务资本化比率(%)	57.90	29.84	55.41	54.92
流动比率(%)	781.50	245.74	322.76	385.39
经营现金流动负债比(%)	111.07	-54.60	-62.98	--

注：2020年一季度财务数据未经审计；公司短期债务中包含其他应付款中的有息债务，长期债务中包含长期应付款中的融资租赁款

#### 评级历史：

债项名称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 青岛军民 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/03/18	黄琪融、汪星辰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 青岛军民 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/07/23	黄琪融、汪星辰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文

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

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由青岛军民融合发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 青岛军民融合发展集团有限公司

## 2020 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于青岛军民融合发展集团有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、主体概况

跟踪期内，公司控股股东发生了变更，但实际控制人维持不变。2020 年 5 月，根据《青岛西海岸新区国有资产管理局关于将经控集团 51.00% 股权无偿划转至融控集团有关事宜的通知》，将公司原控股股东青岛西海岸新区融合控股集团有限公司（以下简称“融控集团”）持有的公司 97.26% 股权无偿划转至青岛经济技术开发区投资控股集团有限公司（以下简称“经控集团”），同时，将西海岸新区国有资产管理局（以下简称“西海岸新区国资局”）持有的经控集团 51.00% 股权无偿划转至融控集团，相关工商变更手续仍在办理过程当中。截至评级报告出具日，公司注册资本 23.77 亿元，实收资本 10.57 亿元，经控集团和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）分别持股 97.62% 和 2.38%。西海岸新区国资局通过直接和间接方式持有公司控股股东经控集团的全部股份，仍是公司的实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围变更为：城市基础设施建设及配套项目投资建设、以自有资产对外投资（以上范围未经金融监管部门批准，不得从事吸收存款、融资担保、代客理财等金融业务）从事海洋技术研发，市政工程，公用设施建设，土地整理、开发，房屋租赁，房地产开发，批发、零售：建筑材料，物业管理、公交客运、道路客运经营。经营其它无需行政审批即可

可经营的一般经营项目。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

跟踪期内，公司职能定位和部门设置未发生改变。截至 2020 年 3 月底，公司合并报表范围内一级子公司共 31 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 320.69 亿元，所有者权益 98.74 亿元（其中少数股东权益 9.75 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 73.63 亿元，利润总额 2.98 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 381.87 亿元，所有者权益 115.71 亿元（其中少数股东权益 10.24 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 21.15 亿元，利润总额 0.25 亿元。

公司注册地址：山东省青岛市黄岛区大学园东一路；法定代表人：张金楼。

### 三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券为“20 军民融合 MTN001”和“20 军民融合 MTN002”，债券余额合计 6.00 亿元，存续债券情况见表 1。“20 军民融合 MTN001”和“20 军民融合 MTN002”均附设第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。跟踪期内，公司存续债券尚未到付息日。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
20 军民融合 MTN001	3.00	2020/01/13	3+2	4.06
20 军民融合 MTN002	3.00	2020/03/30	3+2	3.90

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“20 军民融合 MTN001”和“20 军民融合 MTN002”募集资金均用于偿还金融机构借款本息，截至报告出具日，募集资金均已按照计划使用完毕。

#### 四、宏观经济和政策环境

##### 1. 宏观经济环境

2019年以来,在世界大变局加速演变更趋明显,国际动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增速进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,财政收支缺口扩大,就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。2019年以来中国经济**

增速继续下行,全年GDP同比增长6.1%(见下表),为2008年国际金融危机以来之最低增速;其中一季度累计同比增长6.4%,前二季度累计同比增长6.3%,前三季度累计同比增长均为6.2%,逐季下滑态势明显。2020年一季度,受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击,GDP同比增长-6.8%,是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016-2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP(万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速(%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速(%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速(%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速(%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速(%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅(%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅(%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率(%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速(%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速(%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注:1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率,规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率,GDP为不变价规模

4. 城镇失业率统计中,2016-2017年为城镇登记失业率,2018年开始为城镇调查失业率,指标值为期末数

数据来源:联合资信根据国家统计局和wind数据整理

**2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态,对外贸易总额同比减少,2020年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019年,社会消费品零售总额同比增长8.0%,较上年下滑1.0%,其中网上零售额10.6万亿元,同比增长16.5%。全国固定资产投资(不含农户)同比增长5.4%,比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看,制造业投资增速为3.1%,比上年低6.4个百分点;基础设施投资增速为3.8%,与上年持平;房地产投资增速为9.9%,比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%,比上年低4.0个百分点;国有投资增速为6.8%,比上年高4.9个百分点。2019年,货物进出口总额31.54万

亿元,同比增长3.4%,增速比上年回落6.3个百分点。其中,出口增长5.0%,进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元,同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%,对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元,增长10.8%。2020年一季度,社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额(不含农户)和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%,三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019年工业生产较为低落,服务业较快发展,2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019年,国民经济第一产业、第二产业和第三

产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节

节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

## 2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，

大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情影响负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

### 3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短期内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，

导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆

率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业及区域环境分析

### 1. 城市基础设施建设行业

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资

职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

#### (2) 行业政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的

界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利

项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3 2019 年以来与城投债券相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、

			社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

### （3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如

城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

### 2. 区域经济环境

跟踪期内，青岛西海岸新区经济规模和财政实力继续增长，公司发展的外部环境良好。

青岛西海岸新区陆域面积约2096平方公里、海域面积约5000平方公里，位于青岛市西岸，处于京津冀和长三角两大都市圈之间，环渤海经济圈的南缘，山东半岛蓝色经济区的核心地带。青岛西海岸新区战略定位为海洋科技自主创新领航区、深远海开发战略保障基地、军民融合创新示范区、海洋经济国际合作先导区、陆海统筹发展试验区。

根据2017年5月发布的《青岛西海岸新区发展总体规划》，青岛西海岸新区将构建“一核双港、多区联动、轴带贯通、组团发展”的总体格局，其中“多区”即前湾保税港区、青岛经济技术开发区、董家口循环经济区、中德生态园、古镇口军民融合创新示范区（以下简称“军民融合示范区”）、灵山湾影视文化产业区、西海岸国际旅游度假区、海洋高新区、现代农业示范区、西客站商务区等十大功能区。

根据《2019年青岛西海岸新区国民经济和社会发展统计公报》，2019年，青岛西海岸新

区实现地区生产总值3554.40亿元，按可比价格计算，增长5.7%。其中，第一产业增加值78.6亿元，增长2.6%；第二产业增加值1355.6亿元，下降1.1%；第三产业增加值2120.2亿元，增长11.2%，三次产业结构调整为2.21:38.14:59.65。

2019年，青岛西海岸新区全年固定资产投资增长32.1%。从产业看，一产投资下降63.5%；二产投资增长24.5%，其中工业投资增长28.5%，比上年提升16.6个百分点；三产投资增长36.6%，比上年提升33.4个百分点，对全区投资增速贡献率达88.4%，仍是拉动投资增长的主力。从重点领域看，民间投资增长25.6%，比上年提升1.3个百分点，占全区投资的46.2%。

2019年，青岛西海岸新区实现一般公共预算收入268.05亿元，增长1.4%；其中，税收收入217.68亿元，占一般公共预算收入比重为81.2%。

2020年1—3月，受新冠肺炎疫情影响，青岛西海岸新区实现地区生产总值734.4亿元，同比下降9.1%；固定资产投资同比增长3.4%。同期，青岛西海岸新区完成一般公共预算收入70.1亿元，同比下降7.1%。

## 六、基础素质分析

**跟踪期内，公司继续得到当地政府在资金投入、股权划转和政府补贴等方面的支持。**

公司是青岛西海岸新区重要的基础设施建设及国有资本运营主体，公司本部和控股子公司青岛开发区投资建设集团有限公司（以下简称“开投集团”）分别承担了军民融合示范区和青岛经济技术开发区的基础设施建设职能。同时，公司重要的子公司开投集团还开展贸易、房地产开发以及生产制造等市场化经营性业务。截至2019年底，开投集团资产规模138.02亿元，所有者权益56.02亿元（其中少数股东权益1.63亿元）；2019年，开投集团实现营业收入39.91亿元，利润总额1.68亿元。

跟踪期内，公司在资金投入、股权划转和政府补贴方面得到了当地政府的支持。

2019年和2020年1—3月，公司收到军民融合示范区管委会和青岛经济示范区管委会的财政资金及专项建设款项，合计分别为33.74亿元和16.95亿元，计入“资本公积”。

2019年，西海岸新区国资局将青岛四通公路工程有限公司和青岛市华鲁公路工程有限公司（以下简称“华鲁公路”）等8家公司股权划转至公司，计入“资本公积”。

2019年和2020年1—3月，公司分别获得政府补助831.74万元和246.69万元，计入“其他收益”和“营业外收入”。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91370211096710815C），截至2020年6月24日，公司本部无已结清和未结清的不良/关注类贷款和欠息记录。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91370211MA3DML8A4B），截至2020年5月12日，开投集团本部无已结清和未结清的不良/关注类贷款和欠息记录。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司控股股东发生变化（相关工商变更手续仍在办理过程当中），公司进行了《公司章程》修订。本次控股股东变更对公司的法人治理结构、管理架构和管理制度等无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**公司主要负责军民融合示范区和青岛经济技术开发区的基础设施建设任务，并通过建设配套设施以及股权投资的方式实现军民融合战略实施载体的特色职能，同时公司还开展贸易、房地产开发以及船舶生产制造等经营性业务。跟踪期内，受公司贸易规模扩大影响，公司营业收入同比大幅增长，毛利率水平有所下降。**

2019年，受贸易规模扩大影响，公司实现营业收入73.63亿元，同比大幅增长143.91%，主要来自工程代建和贸易收入，占当期营业收入比重为87.41%。2019年，公司工程业务收入13.38亿元，同比增长120.72%，主要是公司本部和开投集团的委托代建结算金额增长，以及2019年新增的公路施工业务收入计入所致。2019年，公司贸易收入50.98亿元，同比大幅增长146.45%，主要是由于业务规模大幅扩张。2019年，公司新增船舶制造业务收入5.39亿元，主要系公司当年收购蓬莱中柏京鲁船业有限公司（以下简称“京鲁船业”）所致。2019年，公司其他业务收入3.88亿元，同比增长12.83%，主要包含混凝土生产和销售、铸件生产和销售、

建筑安装、开关柜销售及安装等生产制造类业务。

从毛利率看，2019年公司毛利率为4.87%，同比下降1.41个百分点，主要系毛利率较低的贸易业务收入规模增长所致。同期，工程代建业务受业务模式影响，毛利率有基本保持稳定；公司贸易业务毛利率继续维持较低水平，2019年为1.53%；2019年，公司新增的船舶制造毛利率为16.59%。

2020年1—3月，公司实现营业收入21.15亿元，占2019年营业收入的27.53%，主要由贸易和船舶制造构成。同期，公司毛利率4.03%，较2019年下降0.84个百分点。

表4 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程	6.06	20.88	7.51	13.38	18.17	7.74	0.40	1.87	22.46
贸易	20.69	68.53	1.74	50.98	69.24	1.53	18.42	87.11	1.54
船舶制造	--	--	--	5.39	7.31	16.59	1.41	6.67	9.05
其他	3.44	11.38	31.43	3.88	5.28	22.62	0.92	4.35	38.20
合计	30.19	100.00	6.28	73.63	100.00	4.87	21.15	100.00	4.03

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

## 2. 业务经营分析

### （1）基础设施建设

公司基础设施建设业务包括委托代建项目、村居改造和工程施工，其中2019年新增工程施工业务。跟踪期内，公司基础设施建设业务收入有所增长，回款质量较差。公司在建及拟建的基础设施代建项目规模较大，短期融资压力较大。

#### 委托代建

公司受西海岸新区管委会及其下属功能区管委会委托进行区域内基础设施建设投资工作主要由公司本部和开投集团负责运营。

公司本部与军民融合示范区管委会签订了《市政道路及其周边环境建设委托代建合同》，合同项下囊括了若干个小项目，由公司负责立项及自行筹资建设，每年按照工程成本投资的8%确认投资收益，再以工程成本加投资收益和相关税费确认工程收入。项目建设完

工后移交给军民融合示范区管委会，军民融合示范区管委会在项目竣工验收合格后，支付工程价款的30%，12个月后支付30%，24个月后支付剩余40%。

公司子公司开投集团与经开区管委会签订《青岛经济技术开发区委托建设协议》，协议约定经开区管委会委托开投集团建设的项目内容，其投资额以新海岸区政府每年下发的固定资产投资计划内容为准，开投集团确定的项目投资计划和资金使用计划应纳入西海岸新区固定资产投资计划。经开区管委会协调西海岸新区按照项目建设总成本加8%加成收益向开投集团支付项目款项，且分年度协调西海岸新区财政局按照项目建设总成本加8%加成收益的90%进行预付，剩余部分待完成竣工决算后按审计值补齐，最终支付总额依据青岛经济技术开发区审计部门出具的竣工决算审计报告确定。

表5 公司基础设施代建业务收入结算情况

(单位: 亿元)

结算单位	2017年	2018年	2019年	2020年 1-3月
军民融合管委会	1.43	4.10	8.64	0.00
经开区管委会	2.00	1.96	2.13	0.08
合计	3.42	6.06	10.76	0.08

注: 数据加总存在误差主要系四舍五入所致  
资料来源: 公司提供

2019年和2020年1-3月, 公司与经开区管委会结算的收入金额分别为2.13亿元和0.08亿元, 尚未收到回款; 同期, 公司与军民融合示范区管委会结算的收入金额分别为8.64亿元和0.00亿元, 全部来自军民融合创新示范区市政道路及周边环境建设项目, 该项目

累计实现回款1.64亿元, 尚未全部完工。

截至2020年3月底, 公司在建的基础设施委托代建项目总投资金额206.00亿元, 已累计完成投资49.87亿元, 尚需投资156.13亿元。其中, 古镇口军民融合创新示范区市政道路及周边环境建设项目系公司本部与军民融合示范区管委会签署框架性协议项下的一系列相关基础设施项目; 转型发展区市政道路和周边环境建设项目, 以及王台新动能产业基地核心启动区市政道路和周边环境建设项目均为开投集团与经开区管委会签署框架性协议下的一系列相关基础设施项目。上述项目具体投资计划按照西海岸新区管委会固定资产投资安排进行。

表6 截至2020年3月底公司在建的基础设施委托代建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	建设期	总投资额	已投资额	未来投资计划		
				2020年 4-12月	2021年	2022年
古镇口融合区市政道路和周边环境建设项目	2016-2025	500000.00	309876.81	63374.40	95061.60	31687.20
转型发展区市政道路和周边环境建设项目	2017-2025	560000.00	63798.05	21810.10	32715.15	434176.71
王台新动能产业基地核心启动区市政道路和周边环境建设项目	2019-2025	1000000.00	125035.15	93741.21	140611.82	662964.21
合计	--	2060000.00	498710.01	178925.71	268388.57	1128828.12

资料来源: 公司提供

注: 总投资额系公司结合各功能区管委下发的固定资产投资计划暂估的投资额, 最终投资额以各功能区管委审计部门出具的竣工决算审计报告为准; 已投资额为公司实际支付的工程款项。

拟建项目方面, 公司与军民融合示范区管委会签订《技术装备创新产业园委托代建合同》, 业务模式与《市政道路及其周边环境建设委托代建合同》相似, 项目总投资金额约40亿元, 建设内容包括电子信息产业园、航空产业园、船舶海工产业园、新材料产业园、智能制造产业园、跨境电商产业园等产业功能区和商务服务、生活服务配套片区。目前, 技术装备创新产业园项目正在前期立项阶段。

### 村居改造

公司村居改造项目作为西海岸新区重点项目, 已纳入西海岸新区年度固定资产投资计划中, 按照委托代建模式进行, 与经开区管委会签订了《青岛经济技术开发区委托建设协议》。目前, 公司负责台子沟社区、殷家河片区的村居改造项目。

殷家河片区改造项目涉及灵珠山、辛安2个街道10个社区, 安置区总建筑面积约67.38万平方米, 投资规模38.65亿元。截至2020年3月底, 殷家河片区改造项目已投资6.54亿元。

根据青岛经济技术开发区经济发展局出具的《关于台子沟村庄改造工程可行性研究报告批复的函》(青开经发〔2018〕36号), 台子沟村庄改造工程项目包括A、B两个地块, 总占地面积5.81万平方米, 总建筑面积12.11万平方米, 建设内容包括住宅、社区办公用房、物业管理用房、集体经济发展用房等。截至2020年3月底, 项目总投资金额8.01亿元, 已完成投资2.18亿元。

### 工程施工

2019年, 公司新增子公司华鲁公路, 拥有

公路工程施工一级资质，是公司工程施工业务的主要经营主体。

公司公路施工项目主要通过公开招标和分包的方式，先后承接了 G228 丹东线、S215 黄大路、G342 日凤路等多条国省道改造任务，由于公路施工产品的特殊性和单一性，华鲁公路根据客户或者发包方的要求进行施工，按照完工百分比法确认收入。截至 2020 年 3 月底，公司在手公路施工项目 7 个，合同金额 3.47 亿元。2019 年和 2020 年 1—3 月，公司分别实现工程施工业务收入 2.62 亿元和 0.32 亿元。

#### (2) 军民融合配套设施及项目合作

**公司通过配建基础设施和股权合作的方式带动军民融合产业的招商引资，推动军民融合示范区的建设和发展。跟踪期内，公司军民融合配套设施及股权合作项目继续推进，后续仍存在一定投资压力。**

2018 年 12 月，青岛西海岸新区制定出台了《军民融合深度发展促进办法》，在军民科技协同创新、军民融合产业发展、基础设施融合、军队保障社会化、综合保障措施等方面做了明确要求。公司作为实现军民融合战略的实施主体，在配套建设产业园区、办公楼、研发中心、保障中心等基础设施的同时，还通过股权投资的方式实现军民产业招商，推动区域经济发展。

#### 军民融合配套设施

近年来，公司已经建设完成古镇口军民融合舰船装备技术保障中心（以下简称“融合大厦”）和中科院轻型发动机研发基地、社会化保障中心 1 号和 4 号、食品保障智慧平台和青岛军民融合军工产业园项目（以下简称“军工产业园”）专项用于军民融合相关产业的招商引资，账面价值合计 9.83 亿元，均采用租赁模式经营。

经营方面，融合大厦、中科院轻型发动机研发基地、社会化保障中心 1 号和 4 号、食品保障智慧平台均作为的军民融合配套设施与军民融合示范区管委会签订了租赁协议，期限

十年，租金前 5 年维持不变，目前每年可为公司带来约 0.35 亿元的租赁收入。同时，军工产业园主要与各类军工企业进行签约租赁，已入驻企业为青岛普瑞曼工业有限公司，签约期限 10 年，前 3 年租金为 36.40 万元/年。

表7 截至2020年3月底公司在建的军民融合配套项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	已投资金额
中国科学院青岛科教园一期项目	17.62	7.25
融合中心一期	4.25	2.86
合计	21.87	10.11

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司在建的军民融合配套项目主要为中科院青岛科教园一期项目（以下简称“科教园一期项目”）和融合中心一期，总投资合计 21.87 亿元，已完成投资 10.11 亿元。

科教园一期项目总占地面积约 860.5 亩，建设内容包括科研楼、宿舍楼等建筑物（总面积 36.35 万平方米）以及室外工程和市政配套工程，预计总投资金额 17.62 亿元，全部由公司自筹。截至 2020 年 3 月底，科教园项目已完成投资 7.25 亿元。项目建成后，中国科学院海洋研究所等机构将入驻。

融合中心一期项目规划总用地面积 1.20 万平方米，总建筑面积 6.67 万平方米，地上建筑面积 5.82 万平方米，地下建筑面积 0.85 万平方米，建设资金自筹，待完工后采用租赁模式进行资金平衡。截至 2020 年 3 月底，融合中心一期累计投资 2.86 亿元。预计 2021 年完工投入使用。

#### 军民融合产业股权投资项目

截至 2020 年 3 月底，公司参股的军民融合产业公司包括青岛中科睿航航空科技有限公司（以下简称“中科睿航”）、青岛中科国晟动力科技有限公司（以下简称“中科国晟”）和青岛中科方舟航空科技有限公司（以下简称“中科方舟”），股权认缴总额 14210 万元，部分股权尚未完全认缴完毕。

表8截至2020年3月底公司军民融合股权投资项目  
(单位: %、万元)

项目名称	持股比例	认缴出资金额	已完成出资额
青岛中科睿航航空科技有限公司	31.25	2500.00	1500.00
青岛中科国晟动力科技有限公司	20.00	10000.00	5966.67
青岛中科方舟航空科技有限公司	5.70	1710.00	1710.00
合计	--	14210.00	9176.67

资料来源: 公司提供

中科睿航由中科院工程热物理研究所和公司共同出资组建, 主要致力于航空发动机/燃气轮机零部件及其他航空航天产品的制造与销售。2019年初, 中科睿航已完成小规模增材制造生产线建设, 包含3D打印、热处理、线切割、表面后处理等工艺产能建设。目前, 中科睿航实现小规模投产, 2019年实现营业收入332.39万元。

中科国晟主要从事燃气轮机燃气发生器的研发和生产工作, 该项目由中科院工程热物理研究所团队牵头, 从事多种燃气轮机的研发、试验、装配、集成与交付等, 拥有自主知识产权, 主要性能指标达世界先进水平, 目前仍正处于研发期。

中科方舟专业从事具有自主知识产权的

中高端军民用无人机系统研发、制造与销售, 是中国科学院无人机系统总体部唯一的产业化平台, 未来可整合国内国外最优质的资源和技术。目前, 无人机项目正处于研发和试飞阶段。

### (3) 房地产开发

跟踪期内, 公司主要房地产开发项目处于在建或预售的初期阶段, 项目销售进度受当地房地产市场景气度影响较大, 仍面临一定的投资压力。

公司房地产开发项目主要集中在西海岸新区, 开发主体包括公司本部以及子公司青岛开投置业发展有限公司和青岛融发地产开发有限公司, 上述三家开发主体均拥有房地产开发暂定级资质。

截至2020年3月底, 公司开发的房地产项目主要包括大学毕业生租赁型住宅、保利开投徕卡公园、融合嘉园、融海公馆和中国科学院青岛科教园职工公寓等项目, 总投资53.53亿元, 已投资29.43亿元。其中, 除了大学生毕业租赁型住宅项目预计建成后采用出租模式, 其他均采用销售模式。整体看, 公司房地产均处于建设过程中, 部分已取得预售证, 销售金额合计6.46亿元, 累计回款3.20亿元。

表9 截至2020年3月底公司在建房地产项目情况 (单位: 万元、平方米)

项目名称	股权比例	总投资金额	已投资金额	总建筑面积	已销售金额	已实现回款
大学毕业生租赁型住宅	100%	10196.00	3617.90	18110.40	--	--
保利开投徕卡公园东区	60%	16707.92	12042.87	17077.00	4017.00	3090.00
保利开投徕卡公园西区	60%	73956.00	40330.18	101732.00	8420.00	3389.00
融合嘉园	100%	61443.81	22987.77	82478.96	17093.00	6474.00
融海公馆	51%	218000.00	166031.57	272634.00	35100.00	19000.00
中国科学院青岛科教园职工公寓	100%	155000.00	49263.59	155000.00	--	--
合计	--	535303.73	294273.88	647032.36	64630.00	31953.00

资料来源: 公司提供

截至2020年3月底, 公司储备的房地产项目用地为王台华府地块, 位于王台镇王台中村东北, 分两地块, 面积合计8万平方米, 账面价值2.64亿元, 均已缴纳土地出让金。

### (4) 贸易业务

公司依托青岛的外向型经济和港口资源

优势, 贸易业务上下游客户资源相对稳定, 具备较强的专业性和抗风险能力。跟踪期内, 受业务快速发展影响, 公司贸易规模大幅增长。

公司贸易业务主要由青岛开投下属公司青岛开投资产管理有限公司(以下简称“开投资管”)、青岛开投国际贸易有限公司(以下

简称“开投国贸”)、青岛开投供应链管理有限公司(以下简称“开投供应链”)以及青岛正立信实业有限责任公司(以下简称“正立信实业”)负责。具体的,开投资管主要经营钢材、水泥、木材、棉花等商品的国内贸易,开投国贸主要经营水泥、棉花、冷冻水产品、橡胶等进出口业务,开投供应链主要经营木材和钢材的进口贸易,正立信实业主要经营煤炭的销售业务。

正立信实业的煤炭贸易业务的主要客户为大唐黄岛发电有限责任公司(以下简称“大唐黄岛发电”)、大唐临清热电有限公司、大唐鲁北发电有限责任公司等公司。正立信实业原控股股东为大唐黄岛发电有限责任公司工会委员会,现虽由青岛开投收购合并,仍与大唐黄岛发电等公司保持良好的业务关系。大唐黄岛发电等公司根据每季度需求量提前进行公开招标,正立信实业通过投标方式获取订单,然后根据订单量相应进行采购,赚取差价。煤炭采购主要采用电汇支付,支付周期为1个月左右。正立信实业采购后将煤炭直接运至电厂交货,不涉及仓储,货到后电厂出具验收单,支付80%货款,待正立信实业开具发票到位后,支付剩余货款,结算方式为电汇。煤炭贸易货款的回款周期约为2个月。

开投资管、开投国贸和开投供应链的贸易

业务通过锁定上下游客户,以及收取下游客户10~20%定金来控制业务风险,赚取一定的代理费。整体上下游客户较为分散。开投国贸的国际贸易业务以人民币结算,风险由下游供应商承担,汇率在基准日锁定。开投供应链的业务模式为开投供应链与下游客户签订进口合同,并收取10-20%货款的保证金,以开立信用证的方式进行贸易结算,货物所有权100%归公司所有,木材进口企业只有在偿付完信用证所有款项的情况下才可以得到全部货权。开投供应链为公司与青岛中林投资发展有限公司(以下简称“青岛中林”)共同成立,青岛中林持股为41%,公司持股59%。青岛中林管理的北方木材交易中心园区是中国北方地区最大的木材交易市场和仓储中心之一,青岛中林在木材国际贸易、加工及商业市场运作等方面优势明显。

2019年,公司贸易业务规模大幅增长,实现贸易收入50.98亿元;毛利率受业务模式影响维持较低水平,2019年为1.53%。从贸易产品结构看来,公司销售商品主要包含煤炭、钢材、木材及原木和铜及有色金属,2019年占比分别为24.26%、26.55%、10.84%和16.77%。

2020年1-3月,公司贸易收入18.42亿元,毛利率为1.54%。

表10 公司贸易业务产品结构情况(单位:万元、%)

商品名称	2017年		2018年		2019年		2020年1-3月	
	收入金额	占比	收入金额	占比	收入金额	占比	收入金额	占比
煤炭	--	--	78060.47	37.73	123684.76	24.26	23195.74	12.59
钢材	6860.28	56.96	63984.74	30.93	135378.32	26.55	31846.87	17.29
木材及原木	2374.84	19.72	26963.41	13.03	55252.33	10.84	15672.07	8.51
铜及有色金属	--	--	--	--	85489.76	16.77	47434.82	25.75
水泥/熟料	2020.18	16.77	18787.02	9.08	17276.46	3.39	6449.77	3.50
水产	--	--	5396.38	2.61	21636.44	4.24	10155.01	5.51
橡胶	--	--	2465.81	1.19	14743.58	2.89	375.07	0.20
矿产品	--	--	--	--	7082.86	1.39	3481.60	1.89
农产品	789.51	6.55	11080.75	5.36	1688.30	0.33	5022.25	2.73
肉类					36635.48	7.19	29868.15	16.21
其他	--	--	135.37	0.07	10979.85	2.15	10703.99	5.81
合计	12044.81	100.00	206873.95	100.00	509848.15	100.00	184205.33	100.00

注:其他主要包含电梯、板材、进口车和科技设备等  
资料来源:公司提供

### (5) 船舶生产制造

跟踪期内,公司通过收购子公司京鲁船业新增船舶生产制造业务,公司多元化经营进一步发展。

2019年4月,公司收购京鲁船业,新增船舶制造业务。京鲁船业是中国船舶工业行业协会副会长单位、国家高新技术企业第一批符合工信部“船舶行业规范条件”的企业之一,拥有军品生产资质,年生产能力100万载重吨,拥有30万吨干船坞1座,5万吨船台1座,5000吨举力浮船坞1座,1000吨和500吨造船门式起重机在内的造船专用设备设施齐全。

原材料采购方面,京鲁船业主要原材料一船板的供应商主要包括山东展卓经贸有限公司、湖南华菱湘潭钢铁有限公司、济南高远物资有限公司。京鲁船业采用招标、报价的方式进行采购,采用电汇、承兑汇票的方式进行结算。

船舶销售方面,京鲁船业的客户主要来自希腊、德国、巴西、韩国、斯里兰卡、日本、新加坡、中国大陆各地及台湾等地区,主要包括希腊LASKARIDIS公司、希腊CHARTWORLD航运公司、新加坡环球格雷斯公司、台湾隆顺渔业集团控股公司、长岛祥隆水运有限公司等。京鲁船业采取自行接单、投标的定价方式,采用电汇的结算方式。

2019年,京鲁船业交付船舶58艘,吨位达18万载重吨,包括2艘商船、4艘远洋渔船、1艘公务船和51艘坞修船。2020年1—3月,京鲁船业交付船舶3艘,包括1艘商船和2艘公务船。京鲁船业船舶销售合同按照在产品产值增加额确认收入,2019年及2020年1—3月,京鲁船业分别确认船舶销售收入5.39亿元和1.41亿元。

截至2020年3月底,京鲁船业在建船舶包括9艘商船、7艘远洋渔船和1艘公务船,合计合同金额13.74亿元。同期,京鲁船业在建35000吨举力的浮船坞一座,建成后可用于12万吨以下船舶的维修,项目预计总投资额为4.03亿元,已投资额为2.52亿元。

### (6) 其他业务

公司其他业务主要包含混凝土生产和销售、铸件生产和销售、建筑安装、开关柜销售及安装等生产制造类业务。2019和2020年1—3月,公司分别实现其他业务收入3.88亿元和0.92亿元。

### 3. 未来发展

公司将以打造全国一流军民融合专业化投资平台为目标,全面融入军民融合国家战略,深入推进军民融合政策转化、资源整合、产业集聚、资本运作,落实军民融合政府投资主体和市场运营主体,以市场化手段加快战略拓展和企业扩张,切实增强军民融合投融资能力、开发建设能力和国资经营管理能力,全面提升企业市场竞争力、品牌影响力和资产运营力,为西海岸新区创建军民融合创新核心区和新旧动能转换示范区提供战略支撑和重要保障。

在基础设施建设方面,公司将积极承担古镇口军民创新融合示范区、青岛经济技术开发区和王台新动能产业基地等基础设施配套、重大工程代建、产业园区开发建设任务;在金融投资方面,公司将发挥国有资本引领带动作用,通过股权投资等市场化手段投资军民融合重大项目,通过企业并购、混改等方式加快企业扩张;在商品房开发方面,公司将加快一二级土地联动开发,对城市住宅地产、商业地产、保障性住房进行系统开发和整合;在国际贸易方面,公司将抢抓山东自贸区申建机遇,借助青岛前湾港贸易区优势,打造综合性国际贸易平台;在资产运营方面,公司将推进优质资产收购、重组及经营管理,承接银行、法院系统不良资产处置,并通过市场化运营管理,实现保值增值,打造国内一流的军民融合资产运营平台,实现国有资产保值增值目标。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2019年度合并财务报表,众

华会计师事务所对公司 2019 年财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共计 31 家。2019 年，公司合并报表范围新增一级子公司 17 家（非同一控制企业合并 8 家，其余为公司新设）。2020 年 3 月底，公司合并报表范围减少 1 家子公司青岛四通公路工程有限公司，主要是股权转让所致。总体看，部分新增子公司经营历史较长，业务发展较为成熟，对公司财务数据有一定影响。

截至 2019 年底，公司资产总额 320.69 亿元，所有者权益 98.74 亿元（其中少数股东权益 9.75 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 73.63 亿元，利润总额 2.98 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 381.87 亿元，所有者权益 115.71 亿元（其中少数股东权益 10.24 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 21.15 亿元，利润总额 0.25 亿元。

## 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，主要由货币资金、存货、投资性房地产和其他非流动资产构成，资产受限比率较高。公司资产流动性较弱，整体质量一般。

2019 年底，公司资产总额 320.69 亿元，较 2018 年底大幅增加 200.86 亿元，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产和非流动资产占比分别为 62.99% 和 37.01%，公司资产以流动资产为主。公司主要资产构成详见下表。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.11	7.07	8.77	7.32	43.71	13.63	85.87	22.49
应收账款	2.18	3.75	3.76	3.14	14.33	4.47	16.36	4.28
预付款项	1.64	2.82	4.55	3.79	8.99	2.80	14.29	3.74
其他应收款	3.72	6.40	8.43	7.04	18.95	5.91	26.08	6.83
存货	6.72	11.56	36.30	30.29	113.98	35.54	116.37	30.47
<b>流动资产</b>	<b>20.47</b>	<b>35.23</b>	<b>62.37</b>	<b>52.05</b>	<b>202.01</b>	<b>62.99</b>	<b>262.26</b>	<b>68.68</b>
投资性房地产	4.03	6.93	22.36	18.66	56.40	17.59	56.40	14.77
固定资产	3.99	6.87	3.55	2.97	8.08	2.52	7.96	2.08
在建工程	2.05	3.53	3.42	2.85	13.92	4.34	14.43	3.78
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	4.18	1.30	4.25	1.11
其他非流动资产	25.01	43.04	25.01	20.87	25.09	7.82	25.09	6.57
<b>非流动资产</b>	<b>37.64</b>	<b>64.77</b>	<b>57.46</b>	<b>47.95</b>	<b>118.69</b>	<b>37.01</b>	<b>119.61</b>	<b>31.32</b>
<b>资产总额</b>	<b>58.11</b>	<b>100.00</b>	<b>119.84</b>	<b>100.00</b>	<b>320.69</b>	<b>100.00</b>	<b>381.87</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

### 流动资产

2019 年底，公司流动资产 202.01 亿元，较 2018 年底增加 139.63 亿元，主要系货币资金、应收账款、其他应收款和存货增长所致。从构成看，公司流动资产主要由货币资金（占 21.64%）、应收账款（占 7.09%）、预付账款（占 4.45%）、其他应收款（占 9.38%）和存货（占 56.42%）构成。

2019 年底，公司货币资金 43.71 亿元，较 2018 年底大幅增加 34.93 亿元，主要系对外融

资大幅增长和收到政府拨款所致。从构成看，公司货币资金主要由银行存款（30.90 亿元）和其他货币资金（12.80 亿元）构成。其中，货币资金中 13.20 亿元使用受限，主要由银行承兑汇票保证金和用于担保的定期存款或通知存单构成。

2019 年底，公司应收账款账面价值 14.33 亿元，较 2018 年底大幅增加 10.57 亿元，主要由贸易业务和船舶制造产生的应收款项增长所致。其中，应收账款余额前五单位合计

6.29 亿元，占应收账款账面余额比重 43.90%，集中度较低，其中应收前两大合计计提坏账准备 1.47 亿元，为收购京鲁船业前即存在的款项。同期，公司应收账款账面余额 16.21 亿元，账龄主要集中在 1 年以内（占 60.46%），计提坏账准备 1.88 亿元。

表 12 2019 年底公司应收账款余额前五名单位情况

(单位: 亿元、%)

单位名称	账面余额	比例
Pacific Victory Shipping Co.,Ltd	1.97	13.73
Pacific Wealth Shipping Co.,Ltd	1.39	9.69
DULCE NAVIGATION S.A.	1.17	8.18
DAYNA MARINE S.A.	0.91	6.37
中建路桥集团有限公司青岛分公司	0.85	5.93
合计	6.29	43.90

资料来源: 公司提供

公司预付款项主要由预付工程款和货款构成。2019 年底，公司预付款项 8.99 亿元，较 2018 年底大幅增加 4.45 亿元，主要系贸易业务扩张所致。同期，公司预付款项账龄主要集中在 1 年以内，占预付款项比重 88.60%；公司预付款项前五名单位合计 2.84 亿元，占预付款项比重 31.58%，集中度较低。

2019 年底，公司其他应收款账面价值 18.95 亿元，账龄主要集中在 1 年以内（占 95.94%），按账龄分析法累计计提坏账准备 0.18 亿元。从构成看，公司其他应收款主要由应收青岛中晟国恒房地产开发有限公司借款（系公司参股子公司，该笔款项由其控股股东青岛景晟健康产业有限公司进行担保，并由融创房地产集团有限公司进行连带责任担保，预计 2020 年底回收）、应收融控集团股权预付款（原为公司拟收购融控集团其他子公司款项，现已不再执行）和土地回购款构成，其中前五名单位合计 15.61 亿元，占其他应收款账面余额的 82.35%，集中度较高。总体看，公司其他应收款账龄较短，整体回收风险可控，累计计提坏账准备 0.18 亿元。

表 13 2019 年底公司其他应收款前五名单位情况  
(单位: 亿元、%)

单位名称	余额	比例	款项性质
青岛中晟国恒房地产开发有限公司	13.00	68.59	借款
青岛西海岸新区融合控股集团有限公司	0.84	4.43	股权预付款
蓬莱市财金投资有限公司	0.75	3.96	借款
青岛市黄岛区自然资源局	0.54	2.84	土地回购款
蓬莱潍华钢结构工程有限公司	0.48	2.53	往来款
合计	15.61	82.35	--

资料来源: 公司提供

2019 年底，公司存货 113.98 元，较 2018 年底大幅增加 77.68 亿元，主要系项目投入为主的开发成本大幅增长所致。从构成看，公司存货主要由库存商品（5.50 亿元）和开发成本（107.41 亿元）构成，合计占公司存货比重为 99.07%。同期，公司未计提存货跌价准备。

2019 年底，公司其他流动资产 1.93 亿元，较 2018 年底增加 1.50 亿元，主要是新增待抵扣进项税所致（占 96.97%）。

#### 非流动资产

2019 年底，公司非流动资产 118.69 亿元，较 2018 年底大幅增加 61.22 亿元，主要系投资性房地产、固定资产和在建工程增长所致。从构成看，公司非流动资产主要由投资性房地产（占 47.52%）、固定资产（占 6.81%）、在建工程（占 11.73%）、其他权益投资工具（占 3.52%）和其他非流动资产（占 21.14%）构成。

2019 年底，公司新增债权投资和其他债权投资，分别为 2.04 亿元和 3.52 亿元，主要是公司购买的理财产品和对 5 艘船舶的未来收益权。

2019 年底，公司长期股权投资 1.29 亿元，较 2018 年底增加 1.00 亿元，主要系由于会计政策变更，中科国晟（0.51 亿元）和中科方舟（0.17 亿元）由“可供出售金融资产”转入，以及新增了部分对外投资。

2019 年底，公司新增其他权益工具投资 4.18 亿元，主要是以公允价值计量且变动计入

其他综合收益的非交易性权益工具投资的期末账面价值。从构成看，公司其他权益工具投资主要由蓬莱市举力浮船坞投资中心（有限合伙）2.45亿元（持股比例49.00%）、苏州昆仑绿建木结构科技股份有限公司0.80亿元（持股比例9.10%）和青岛德盛利智能装备股份有限公司0.42亿元（持股比例5.25%）等对外投资构成。

2019年底，公司投资性房地产56.40亿元，较2018年底增加34.04亿元，主要来自公司存货、固定资产和在建工程转入（18.96亿元），以及公司合并报表范围扩大所带来的增长（6.69亿元），并采用公允价值计量。截至2019年底，公司投资性房地产由房屋建筑物和土地使用权构成，分别为43.92亿元和12.48亿元。同期，公司账面价值为20.83亿元的投资性房地产尚未办妥产权证书，正在办理过程中。

2019年底，公司固定资产账面价值8.08亿元，较2018年底增加4.53亿元，主要系公司合并报表范围扩大所致。从构成看，公司固定资产主要由房屋及建筑物（6.33亿元）和机器设备（1.42亿元）构成；同期，公司固定资产账面原值16.63亿元，累计折旧8.55亿元。

2019年底，公司在建工程13.92亿元，较2018年底大幅增加10.50亿元，主要系项目投资增长所致。从构成看，公司在建工程主要由国家大学科技园动力谷项目（占7.21%）、35000吨举力浮船坞（占18.12%）和中国科学院青岛科教园（占52.10%）构成。

2019年底，公司其他非流动资产25.09亿元，相对保持稳定，主要为棚改配套设施（25.01亿元），来自开投集团原股东城发投资集团有限公司划拨给开投集团的资产，主要包含南岛片、黄埠岭黄岛片、上庄和八里庄等棚改配套设施项目。

2020年3月底，公司资产总额381.87亿元，较2019年底增长19.08%，主要系货币资金增长所致。2020年3月底，公司流动资产262.26亿元，较2019年底增长20.83%，主要

系由于对外融资和收到政府拨付的资金使得公司货币资金增至85.87亿元。同期，公司非流动资产119.61亿元，较2019年底变动不大。

2020年3月底，公司受限资产合计79.14亿元，主要为货币资金、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产等，占公司总资产比重为20.72%，占净资产比重为68.39%。

表14 2020年3月底公司受限资产  
(单位: 亿元、%)

科目	金额	比例	受限原因
货币资金	23.29	29.42	保证金、抵押借款
存货	4.38	5.54	抵押借款
投资性房地产	45.36	57.32	抵押借款
固定资产	4.07	5.15	抵押借款
无形资产	2.03	2.57	抵押借款
合计	79.14	100.00	--

资料来源：公司提供

### 3. 负债及所有者权益

**跟踪期内，公司所有者权益保持增长，公司债务规模大幅增长，债务负担明显加重。**

#### 所有者权益

2019年底，公司所有者权益98.74亿元，较2018年底增加42.57亿元，主要系公司实收资本、资本公积和未分配利润增长所致。同期，公司所有者权益主要由实收资本（占10.70%）、资本公积（占65.53%）、其他综合收益（占9.12%）和少数股东权益（占9.88%）构成。

2019年底，公司实收资本10.56亿元，较2018年底增长1.93%，主要系西海岸新区国资局将所持公司股权划拨至融控集团，且融控集团对公司新增注资0.20亿元。从构成看，融控集团对公司投资10.00亿元，国开基金<sup>1</sup>对公司投资5650.00万元。

2019年底，公司资本公积64.71亿元，较2018年底增加41.79亿元，主要收到军民融合示

<sup>1</sup>国开基金于2015年11月、2015年12月和2016年1月分批次对公司投资共计1.74亿元。该笔资金于2016年计入“长期借款”；2017年和2018年，5650.00万元计入“实收资本”，11750.00万元计入“资本公积”。

范区管理委员会拨付的货币资金和开投集团收到的各类工程专项建设资金所致。从构成看，公司资本公积主要由政府拨付的货币资金（39.17亿元）和子公司股权（25.21亿元）构成。

2019年底，公司其他综合收益9.00亿元，较2018年底增长9.22%，主要来自公司自用房地产转为投资性房地产后的评估增值。

2020年3月底，公司所有者权益115.71亿元，较2019年底增长19.08%，主要系资本公积增长所致。2020年3月底，公司资本公积较2019年底增加16.42亿元，主要系军民融合示范区管委会拨付的货币资金所致。

### 负债

2019年底，公司负债总额221.95亿元，较2018年底大幅增加158.28亿元，主要来自非流动负债的增长。同期，公司流动负债和非流动负债分别占比53.68%和46.32%。

2019年底，公司流动负债119.14亿元，较2018年底大幅增加71.47亿元，主要系短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。从构成看，公司流动负债主要由短期借款（占20.24%）、应付票据（占13.86%）、应付账款（占17.92%）、其他应付款（占27.07%）和一年内到期的非流动负债（占13.87%）构成。

2019年底，公司短期借款24.11亿元，较2018年底大幅增加13.87亿元，主要系抵押借款（6.85亿元）和保证借款（16.87亿元）增长所致。

2019年底，公司应付票据16.52亿元，较2018年底大幅增加9.67亿元，主要系由于贸易规模的扩张，公司应付的银行承兑汇票大幅增至15.79亿元（占95.58%）。

2019年底，公司应付账款21.35亿元，较2018年底大幅增加16.79亿元，主要是应付工程款和应付货款增长所致。账龄方面，公司应付账款主要集中在1年以内（占88.45%）。

表 15 2019 年底公司应付账款前五名单位情况  
(单位: 亿元、%)

单位名称	账面余额	比例
青岛天万合融置业有限公司	2.67	12.51
青岛中鹏贸达进出口有限公司	1.36	6.35
中交一公局第三工程有限公司	0.49	2.31
浙江盛海新能源有限公司	0.46	2.15
Georgia Exports Company LLC	0.46	2.14
合计	5.44	25.46

资料来源：公司审计报告

2019年底，公司预收账款7.24亿元，同比大幅增加5.22亿元，主要是由贸易业务扩大带来的增长。从账龄看，公司预收款项主要集中在1年以内（占88.62%）

2019年底，公司其他应付款32.26亿元，较2018年底大幅增加12.36亿元，主要系新增蓬莱京鲁渔业有限公司借款所致。账龄方面，公司其他应付款主要集中在1年以内（占72.69%）；从构成看，公司应付蓬莱京鲁渔业有限公司8.48亿元和青岛海尔产城创集团有限公司6.75亿元均为有息债务，已计入“短期债务”核算。同期，公司其他应付款前五名单位合计22.28亿元，占公司其他应付款比重为69.07%，集中度一般。

表 16 2019 年底公司其他应付款前五名单位情况  
(单位: 亿元、%)

单位名称	账面余额	比例
蓬莱京鲁渔业有限公司	8.48	26.28
青岛海尔产城创集团有限公司	6.75	20.92
山东旭辉银盛泰集团有限公司	5.50	17.06
青岛隆海集团有限公司	0.79	2.45
青岛盛瑞房地产有限公司	0.76	2.35
合计	22.28	69.07

资料来源：公司提供

2019年底，公司一年内到期的非流动负债16.53亿元，较2018年底大幅增加13.18亿元，主要系一年内到期的长期债务增长所致。从构成看，公司一年内到期非流动负债全部由一年内到期的长期借款（12.23亿元）和一年内到期的长期应付款（4.30亿元）构成。

2019年底，公司非流动负债102.81亿元，较2018年底大幅增加86.81亿元，主要系长期借款（占52.54%）、应付债券（占24.47%）、长期应付款（占13.32%）和递延所得税负债（占

9.67%) 增长所致。

2019年底, 公司长期借款54.02亿元, 较2018年底增加42.66亿元, 主要由保证借款构成(33.13亿元)。

2019年底, 公司新增应付债券25.16亿元, 主要由公司当年发行的2期债权融资计划(合计5.00亿元), 以及2期公司债券“19军融01”(13.00亿元)和“19军融02”(7.00亿元)构成。

2019年底, 公司长期应付款13.69亿元, 较2018年底增加11.70亿元, 主要是新增融资租赁款所致。从构成看, 公司长期应付款主要由蓬莱市举力浮船坞投资中心(4.00亿元)、光大金融租赁股份有限公司(4.00亿元)、华夏金融租赁有限公司的融资租赁款(1.30亿元)和湖北金融租赁股份有限公司(2.33亿元)等款项构成, 均为公司有息债务, 已调整至公司“长期债务”核算。

2019年底, 公司递延所得税负债9.94亿元, 较2018年底增长7.29亿元, 主要系公司投资性房地产账面价值与计税基础的差异所形成的递延所得税负债, 与资产减值准备所形成的递延所得税资产, 互抵之后的余额。

2020年3月底, 公司负债总额266.16亿元, 较2019年底增长19.92%, 主要系来自短期借款、长期借款和应付债券的增长。其中, 公司短期借款和长期借款分别为32.20亿元和61.84亿元, 分别较2019年底增长33.55%和14.47%。同期, 公司应付债券43.49亿元, 较2019年底增加18.32亿元, 主要系新发行2期中期票据(合计6.00亿元)、1期债权融资计划(合计2.00亿元)和开投集团发行的2期公司债券(合计10.00亿元)所致。

表 17 公司债务情况(单位: 亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月底
短期债务	10.98	32.40	72.95	80.62
长期债务	6.76	13.34	92.87	126.37
全部债务	17.74	45.74	165.82	206.99
资产负债率	45.11	53.13	69.21	69.70
全部债务资本化比率	35.74	44.88	62.68	64.14

长期债务资本化比率	17.48	19.19	48.47	52.20
-----------	-------	-------	-------	-------

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从有息债务看, 2019年底, 公司全部债务165.82亿元, 较2018年底大幅加120.09亿元, 主要系短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券等有息债务大幅增长所致。其中, 短期债务占43.99%, 长期债务占56.01%, 债务结构以长期债务为主。从债务指标看, 2019年, 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增长, 2019年底上述三项指标分别为69.21%、62.68%和48.47%, 较2018年底分别增长16.08个、17.80个和29.28个百分点, 公司债务负担明显加重。

2020年3月底, 公司全部债务206.99亿元, 较2019年底增长24.82%, 主要系应付债券和长期应付款中有息款项增长所致; 其中, 短期债务80.62亿元, 长期债务126.37亿元, 公司债务结构以长期债务为主。2020年3月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.70%、64.14%和52.20%, 均较2019年底有所提升, 债务负担继续加重。

#### 4. 盈利能力

**跟踪期内, 受贸易业务规模迅速扩张影响, 公司营业收入大幅增长; 公允价值变动收益和营业外收入对公司利润影响大。**

2019年, 公司营业收入73.63亿元, 同比大幅增长143.91%; 公司营业成本70.04亿元, 同比大幅增长147.58%。2019年, 受营业成本涨幅高于营业收入影响, 公司营业利润率为4.40%, 同比下降1.15个百分点。

从期间费用看, 2019年, 公司期间费用3.92亿元, 较上年增加2.43亿元, 主要系由于财务费用和管理费用大幅增长。其中, 财务费用1.98亿元, 同比大幅增加1.51亿元, 主要系随着公司债务负担加重, 利息支出大幅增长; 管理费用1.62亿元, 同比大幅增加0.75亿元, 主要系子公司增加所致。同期, 公司期间费用

占营业收入比重为 5.32%，期间费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2019 年，公司公允价值变动收益分别 1.78 亿元，同比增长 28.87%，主要来自投资性房地产的公允价值变动收益。2019 年，公司信用减值损失-1.58 亿元，主要系应收账款和其他应收款发生的坏账损失。同期，公司投资收益 1.33 亿元，同比大幅增加 1.20 亿元，主要由处置长期股权投资产生的投资收益和理财产品的投资收益构成。2019 年，公司其他收益分别为 829.01 万元，主要为城市基础设施配套费退税补助资金和美丽乡村建设项目资金。同期，公司营业外收入 2.05 亿元主要为收购京鲁船业形成的溢价收入。

2019 年，公司利润总额 2.98 亿元，同比增长 51.01%；其中，公允价值变动收益占公司利润总额比重为 59.53%，营业外收入占公司利润总额比重为 68.76%，公司非经常性损益对公司利润影响大。

表 18 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	4.89	30.19	73.63
投资收益	0.04	0.14	1.33
公允价值变动收益	--	1.38	1.78
营业外收入	0.94	0.12	2.05
利润总额	0.92	1.97	2.98
营业利润率	6.14	5.55	4.40
总资产收益率	2.10	2.32	1.78
净资产收益率	2.83	3.27	2.03

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.78% 和 2.03%，较 2018 年分别下降 0.54 个和 1.25 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 21.15 亿元，相当于 2019 年全年的 28.72%；实现利润总额 0.25 亿元，营业利润率 3.56%。

## 5. 现金流

**跟踪期内，公司经营活动现金继续净流出，收入实现质量较好；投资活动由于自营项目的**

**不断投入维持净流出状态。未来，随着公司项目建设的不断推进，公司仍存在较大的外部融资需求。**

从经营活动看，2019 年公司经营活动现金流入 136.23 亿元，同比增长 129.91%。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金 79.09 亿元，主要为公司业务回款；收到其他与经营活动有关的现金 57.14 亿元，主要为往来款。2019 年，公司经营活动现金流出 199.72 亿元，同比大幅增长 187.16%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 129.90 亿元；支付其他与经营活动有关的现金 66.21 亿元，主要是往来款项。2019 年，公司经营活动产生的现金流净额继续保持净流出状态，为-63.49 亿元，净流出规模同比增加 53.19 亿元。2019 年，公司现金收入比为 107.42%，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2019 年公司投资活动现金流净额继续为负，为-22.94 亿元，净流出规模大幅增加 17.18 亿元。其中，公司收到其他与投资活动有关的现金 4.83 亿元，主要系理财产品到期所致。同期，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 15.43 亿元；支付其他与投资活动有关的现金 2.00 亿元，主要由购买理财产品及结构性存款的资金构成。

表 19 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	6.06	59.25	136.23
经营活动现金流出量	8.33	69.55	199.72
经营活动现金流净额	-2.27	-10.30	-63.49
投资活动现金流净额	-4.88	-5.75	-22.94
筹资活动现金流净额	6.02	18.32	112.22
现金收入比	33.52	90.67	107.42

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从筹资活动看，2019 年公司筹资活动现金流净额 112.22 亿元，同比大幅增加 90.93 亿元；其中，公司筹资活动现金流入大幅增加至 175.44 亿元，主要由军民融合示范区管理委员会拨付的资金、取得借款和发行债券收到的现金构成。同期，公司筹资现金流出大幅增加至 63.22 亿元，主要以偿还债务本息所支付的现

金为主。其中，支付其他与筹资活动有关的现金 19.98 亿元，主要为公司支付的保证金。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-6.43 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-1.31 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 39.78 亿元。

## 6. 偿债能力

**公司长短期偿债能力一般。公司对外担保中民营企业占比较大，存在或有负债风险。考虑到公司是青岛西海岸新区重要的城市基础设施建设和国有资本运营主体，政府支持力度大，公司的整体偿债能力很强。**

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 169.56% 和 73.89%，同比分别增长 38.70 个和 19.19 个百分点。2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率继续增长至 201.84% 和 112.28%。2019 年，公司经营活动现金净额继续为负，缺乏对流动负债的保障能力。2020 年 3 月底，公司现金类资产 86.28 亿元，为短期债务的 1.07 倍，剔除受限的货币资金为短期债务的 0.78 倍，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 6.78 亿元，同比增长 131.73%；公司全部债务/EBITDA 为 24.45 倍，较上年有所增长；EBITDA 利息倍数为 0.94 倍，同比有所下降。公司长期偿债指标一般。

截至 2020 年 3 月底，公司获得的银行授信额度 138.91 亿元，已使用额度 104.64 亿元，未使用额度 34.27 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 28.49 亿元，担保比率 24.61%。其中对民营企业担保占比为 54.63%，部分为 2019 年新增加公司的原有存续担保，存在或有负债风险。

表 20 截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况

(单位：万元)

被担保企业名称	担保金额	类型
青岛海高城市开发集团有限公司	64761.00	国有企业

蓬莱汇洋食品有限公司	52393.34	民营企业
蓬莱京鲁渔业有限公司	52250.00	民营企业
中德联合集团有限公司	30000.00	国有企业
蓬莱市滨海热力有限公司	16686.00	民营企业
青岛西海岸医疗健康发展有限公司	13200.00	国有企业
青岛隆海健康产业集团有限公司	12500.00	民营企业
山东蓬建建工集团有限公司	12000.00	民营企业
青科控股集团有限公司	8800.00	国有企业
青岛西海岸农高发展集团有限公司	7500.00	国有企业
青岛临港科技孵化园有限公司	5000.00	国有企业
青岛隆铭牛业有限公司	2800.00	民营企业
山东蓬建集团市政工程有限公司	2800.00	民营企业
蓬莱京鲁食品有限公司	2321.00	民营企业
山东新青路钢板有限公司	1000.00	民营企业
蓬莱森昊船舶设备有限公司	470.00	民营企业
蓬莱潍华钢结构工程有限公司	400.00	民营企业
合计	284881.34	--

资料来源：公司提供

## 7. 母公司财务分析

**公司资产和营业收入主要来自子公司，母公司权益稳定性较强，债务负担有所加重，盈利能力有所加强。**

2019 年底，母公司资产规模为 145.14 亿元，较 2018 年底大幅增长 168.12%。其中，流动资产为 92.66 亿元，非流动资产 52.48 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成。

2019 年底，母公司所有者权益为 57.32 亿元，较 2018 年底增长 65.82%。其中，实收资本占 18.43%，资本公积占 75.94%。公司所有者权益稳定性较强。

2019 年底，母公司负债规模较上年大幅增加 68.26 亿元，主要由非流动负债构成。其中，流动负债 28.71 亿元，主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债 59.11 亿元，主要由长期借款和应付债券构成。同期，母公司资产负债率为 60.51%，债务负担有所加重。

2019 年，母公司实现营业收入 9.01 亿元，营业成本为 8.31 亿元。母公司 2019 年净利润为 1.16 亿元，同比增加 0.93 亿元。

2020年3月底，母公司资产规模168.89亿元，所有者权益68.04亿元；2020年1—3月，母公司实现营业收入0.25亿元，利润总额0.16亿元。

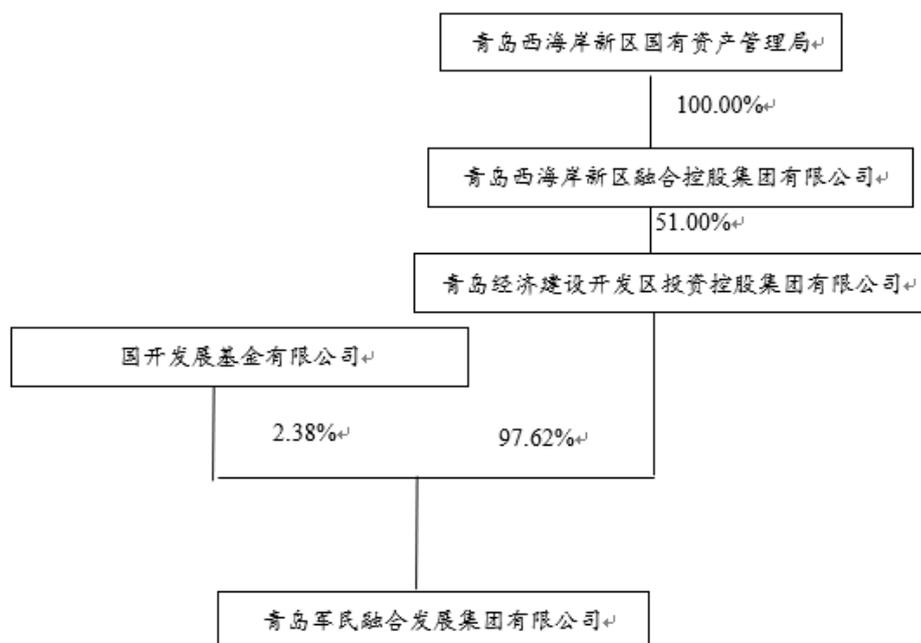
#### 十、存续债券偿还能力分析

截至评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券为“20军民融合MTN001”和“20军民融合MTN002”，债券余额合计6.00亿元。2019年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为6.78亿元和136.23亿元，分别为“20军民融合MTN001”和“20军民融合MTN002”债券余额合计的1.13倍和22.71倍，EBITDA、经营活动现金流入量对“20军民融合MTN001”和“20军民融合MTN002”债券余额保障能较强。同期，公司经营活动现金净流量为负，对“20军民融合MTN001”和“20军民融合MTN002”无保障能力。

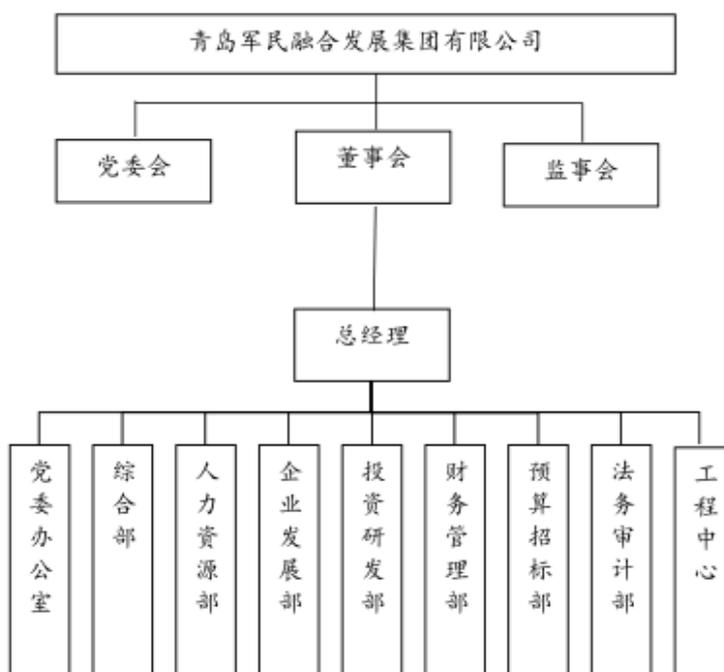
#### 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“20军民融合MTN001”和“20军民融合MTN002”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至评级报告出具日公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



**附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司合并范围内一级子公司概况**

(单位: 万元、%)

子公司名称	注册资本	持股比例
青岛开发区投资建设集团有限公司	200000.00	60.00
青岛融发东达科技有限公司	700.00	100.00
山东融发舰船修造有限公司	100000.00	100.00
青岛古镇口资产经营管理有限公司	2950.00	100.00
青岛融发文化旅游发展有限公司	1000.00	100.00
青岛融发市政工程有限公司	10000.00	100.00
青岛军民融合创新示范区物业发展有限公司	1000.00	100.00
青岛融发地产开发有限公司	1960.783	51.00
青岛军民融合生活保障中心有限公司	1000.00	100.00
青岛军民融合社会化保障中心有限公司	1000.00	60.00
青岛市华鲁公路工程有限公司	20000.00	100.00
青岛古镇口园林环卫有限公司	500.00	100.00
青岛融发逸山康养产业有限公司	800.00	100.00
青岛融发慧同信息科技有限公司	1000.00	51.00
青岛古镇口农业发展有限公司	100.00	100.00
青岛融发六合文化体育发展有限公司	900.00	100.00
青岛融发泰合地产开发有限公司	900.00	100.00
青岛融发逸海科技产业有限公司	800.00	100.00
青岛融发慧山船舶科技有限公司	800.00	100.00
青岛融发慧海旅游文化有限公司	800.00	100.00
青岛融发悦山置业有限公司	800.00	100.00
青岛融发山海科技产业有限公司	800.00	100.00
青岛融发海合科研有限公司	1000.00	100.00
青岛融发海通科技产业有限公司	1000.00	100.00
青岛融发海康服务管理有限公司	1000.00	100.00
青岛华安驾驶员培训服务有限公司	1000.00	100.00
青岛华安园林绿化种植有限公司	500.00	100.00
青岛华安机动车检测有限公司	500.00	100.00
青岛安通达机动车维修有限公司	500.00	100.00
胶南市华安服务有限公司	500.00	100.00
青岛融发融寓城市发展有限公司	12709.09	100.00

资料来源: 公司提供

## 附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	4.32	8.89	43.82	86.28
资产总额 (亿元)	58.11	119.84	320.69	381.87
所有者权益 (亿元)	31.90	56.17	98.74	115.71
短期债务 (亿元)	10.98	32.40	72.95	80.62
长期债务 (亿元)	6.76	13.34	92.87	126.37
全部债务 (亿元)	17.74	45.74	165.82	206.99
营业收入 (亿元)	4.89	30.19	73.63	21.15
利润总额 (亿元)	0.92	1.97	2.98	0.25
EBITDA (亿元)	1.20	2.93	6.78	--
经营性净现金流 (亿元)	-2.27	-10.30	-63.49	-6.43
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	4.09	9.64	8.09	--
存货周转次数 (次)	1.02	1.32	0.93	--
总资产周转次数 (次)	0.14	0.34	0.33	--
现金收入比 (%)	33.52	90.67	107.42	120.17
营业利润率 (%)	6.14	5.55	4.40	3.56
总资本收益率 (%)	2.10	2.32	1.78	--
净资产收益率 (%)	2.83	3.27	2.03	--
长期债务资本化比率 (%)	17.48	19.19	48.47	52.20
全部债务资本化比率 (%)	35.74	44.88	62.68	64.14
资产负债率 (%)	45.11	53.13	69.21	69.70
流动比率 (%)	105.41	130.86	169.56	201.84
速动比率 (%)	70.82	54.70	73.89	112.28
经营现金流流动负债比 (%)	-11.69	-21.60	-53.29	--
全部债务/EBITDA (倍)	14.77	15.63	24.45	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.19	2.43	1.01	--
现金短期债务比(倍)	0.39	0.27	0.60	1.07

注：2020 年一季度财务数据未经审计；公司短期债务中包含其他应付款中的有息债务，长期债务中包含长期应付款中的融资租赁款

### 附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	0.62	0.57	10.41	28.04
资产总额 (亿元)	13.07	54.13	145.14	168.89
所有者权益 (亿元)	5.32	34.57	57.32	68.04
短期债务 (亿元)	0.55	5.31	13.02	13.00
长期债务 (亿元)	6.76	9.39	58.21	69.89
全部债务 (亿元)	7.31	14.70	71.23	82.88
营业收入 (亿元)	1.69	4.59	9.01	0.25
利润总额 (亿元)	0.16	0.32	1.54	0.16
EBITDA (亿元)	0.31	0.47	1.91	--
经营性净现金流 (亿元)	1.11	-5.34	-18.08	1.14
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	7.51	18.24	44.45	--
存货周转次数 (次)	0.50	0.60	0.36	--
总资产周转次数 (次)	0.14	0.14	0.09	--
现金收入比 (%)	7.78	30.68	3.16	12.14
营业利润率 (%)	10.40	9.65	7.22	23.12
总资本收益率 (%)	1.16	0.47	1.09	--
净资产收益率 (%)	2.76	0.67	2.02	--
长期债务资本化比率 (%)	55.97	21.36	50.39	50.67
全部债务资本化比率 (%)	57.90	29.84	55.41	54.92
资产负债率 (%)	59.34	36.14	60.51	59.71
流动比率 (%)	781.50	245.74	322.76	385.39
速动比率 (%)	404.98	145.95	197.72	244.53
经营现金流流动负债比 (%)	111.07	-54.60	-62.98	--
全部债务/EBITDA (倍)	23.92	31.58	37.30	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.74	0.69	0.85	--
现金短期债务比 (倍)	1.13	0.11	0.80	2.16

注：2020 年一季度财务数据未经审计；公司短期债务中包含其他应付款中的有息债务，长期债务中包含长期应付款中的融资租赁款

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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/短期投资+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

### 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

### 附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

### 附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变