信用等级公告

联合〔2019〕2345 号

联合资信评估有限公司通过对青岛市北城市建设投资有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持青岛市北城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“19 青岛北城 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

青岛市北城市建设投资有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果：

本次主体长期信用等级：AA+

上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 青岛北城 MTN001	7 亿元	2022/4/12	AA+	AA+

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 24 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.11	3.68	5.46	14.75
资产总额(亿元)	93.55	173.97	280.16	319.65
所有者权益(亿元)	44.64	70.03	98.21	116.17
短期债务(亿元)	2.15	5.51	6.57	6.57
长期债务(亿元)	6.73	81.75	155.75	165.91
全部债务(亿元)	8.87	87.25	162.32	172.48
营业收入(亿元)	2.98	11.25	9.95	0.16
利润总额(亿元)	1.65	2.15	0.83	-0.18
EBITDA(亿元)	1.92	2.87	1.46	--
经营性净现金流(亿元)	-11.31	-85.80	-69.00	-17.16
营业利润率(%)	58.33	27.28	15.82	-3.59
净资产收益率(%)	3.77	3.17	0.86	--
资产负债率(%)	52.29	59.75	64.95	63.66
全部债务资本化比率(%)	16.58	55.47	62.30	59.75
流动比率(%)	188.38	742.62	1033.68	822.05
经营现金流动负债比(%)	-27.22	-420.20	-277.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.62	30.39	111.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.96	1.34	0.22	--

注：长期应付款中有息部分调整至长期债务及相关指标计算；2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：马玉丹　郝一哲

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

评级观点

青岛市北城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是青岛市北区重要的基础设施建设主体，主要从事土地整理、以保障性住房为主的房地产开发销售、棚户区改造及城市基建项目投融资管理等工作。跟踪期内，青岛市北区政府在项目资本金注入方面持续给予公司大力支持，公司资本实力得以提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司债务规模大幅增长、未来投资规模大、盈利能力进一步弱化等因素对其信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，青岛市经济发展迅速，对市北区经济和财政实力的提升具有较强的带动作用，公司项目建设投资和回款具有良好保障。同时，公司未来将依托区域内文化旅游资源开展市场化经营业务，经营范围及收入来源有望进一步扩大。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“19 青岛北城 MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，青岛市作为全国区域中心城市经济发展势头良好，对市北区的经济发展和财政实力均有较好的带动作用，为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是市北区重要的基础设施建设投资主体，跟踪期内，青岛市北区政府在项目资本金注入方面持续给予公司大力支持，扩大了公司经营规模，巩固了公司在区域内基建投资领域的重要地位。

关注

1. 公司资产中棚改项目投资规模占比高，且回收周期长，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

2. 跟踪期内，随着棚户区改造项目持续推进，公司债务规模大幅增长，债务负担有所加重。
3. 公司在建及拟建项目仍有较大投资需求，短期内融资压力较大。
4. 跟踪期内，公司房地产销售收入大幅下降，土地整理业务盈利空间压缩，公司盈利能力进一步弱化。

声　明

一、本报告引用的资料主要由青岛市北城市建设投资有限公司（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。

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；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

青岛市北城市建设投资有限公司跟踪评级报告

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”）关于青岛市北城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构及经营范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 30220 万元，青岛市北建设投资集团有限公司（以下简称“建投集团”）为公司控股股东，青岛市市北区国有资产经营管理办公室（以下简称“市北区国资办”）持有建投集团全部股份，为公司实际控制人（见附件 1—1）。

截至 2019 年 3 月底，公司本部内设行政管理部、企管与计划运营部、人力资源部、资产管理部、招商营销部、金融投资部、财务部、投资发展部、成本控制部、征收部、前期部、工程管理部等 12 个职能部门（见附件 1—2）；公司拥有纳入合并范围二级子公司 5 家（见附件 1—3）。

截至 2018 年底，公司资产总额 280.16 亿元，所有者权益 98.21 亿元（其中，少数股东权益 18.02 亿元）；2018 年公司实现营业收入 9.95 亿元，利润总额 0.83 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 319.65 亿元，所有者权益 116.17 亿元（其中，少数股东权益 18.02 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.16 亿元，利润总额-0.18 亿元。

公司注册地址：山东省青岛市市北区辽阳西路 16 号 907；法定代表人：张永伟。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评级的存续债券为“19 青岛北城 MTN001”，债券余额 7.00 亿元，按年付息，到期一次还本。截至 2019 年 7 月 18 日，“19 青岛北城 MTN001”募集资金已按计划使用 6.00 亿元，尚未到付息日。

表 1　跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
19 青岛北城 MTN001	7.00	2019/04/12	5	4.37

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领中国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续

增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，中国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，中国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，中国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，中国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，中国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产

品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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，在财政资金无法满足对基础设

施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，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的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”

2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
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》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资源来源：联合资信整理

行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

公司是市北区重要的基础设施投资建设主体，其经营、投资及融资能力直接受市北区经济发展水平和财政实力影响；同时市北区作为青岛市核心主城区之一，其经济发展受到青岛市整体发展的带动作用较大。

青岛市

跟踪期内，青岛市经济总量保持快速增长。根据《青岛市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》数据，初步核算，2018 年，青岛市生产总值 12001.5 亿元，按可比价格计算，增长 7.4%。其中，第一产业增加值 386.9 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 4850.6 亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 6764.0 亿元，增长 7.7%。三次产业比例调整为 3.2：40.4：56.4。人均 GDP 达到 128459 元。

2018 年，青岛市固定资产投资增长 7.9%。其中，第一产业投资增长 14.3%，第二产业投资增长 9.1%，第三产业投资增长 7.5%。2018 年青岛市房地产开发完成投资 1485.2 亿元，增长 11.6%，其中，住宅投资 1034.8 亿元，增长 11.8%；商品房销售面积 1808 万平方米，下降 4.9%，其中，住宅销售面积 1578.3 万平方米，下降 3.4%。

财政收入方面，2018 年，青岛市一般公共预算收入 1231.9 亿元，增长 6.5%。其中，税收

收入 905.86 亿元，增长 9.92%，占一般预算收入比重为 73.53%。2018 年，青岛市政府性基金收入完成 885.52 亿元，同比增长 65.72%。

政府债务方面，根据《关于青岛市 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》，经初步统计，2018 年底，青岛市政府债务余额 1272.4 亿元，其中，市级债务 669.3 亿元，区级债务 603.1 亿元；一般债务 705.9 亿元，专项债务 566.5 亿元。青岛市政府债务负担一般。

市北区

市北区是青岛市主城区之一，市北区西部濒临胶州湾，东部与崂山区为邻，北部与李沧区接壤，南部与市南区毗连，海岸线长 17.83 公里，总面积 65.40 平方公里，常住人口 106.9 万人，户籍人口 87.4 万人，人口密度 1.34 万人/平方公里。

根据《2018 年市北区统计公报》，2018 年市北区实现生产总值 832.2 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%。其中：第二产业实现增加值 174.26 亿元，同比增长 9.7%；第三产业增加值 657.94 亿元，同比增长 6.8%。二、三产业比重 20.9：79.1。

根据《关于市北区 2018 年预算执行情况和 2019 年预算（草案）的报告》，2018 年市北区一般公共预算收入 110.12 亿元，同比增长 3%，其中税收收入 95.21 亿元，同比增长 2.6%，占一般公共预算收入 86.5%，一般预算收入质量较好。政府债务方面，2018 年底，市北区政府债务余额 34.30 亿元，市北区政府债务负担较低。

总体看，跟踪期内，青岛市经济总量快速增长；市北区一般公共预算收入保持增长，一般预算收入质量较好，政府债务负担较低，公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

公司作为市北区重要的基础设施投资建设主体，主要负责区域内土地整理、房产项目建设开发业务，并作为项目业主单位承担了区域内棚户区改造和市政项目投融资工作。公司成立以来，按照市北区城市建设改造工作的总体部署，先后在保障性住房项目、旧城改造项目、危旧房改造项目中发挥重要作用，同时兼顾市北区政府代建项目和商业性运作项目。

公司股东建投集团是市北区人民政府下属全资国有企业，由市北区国资办履行出资人职责。建投集团在市北区保障性住房建设、旧城改造项目建设、棚户区改造等工作中做出了突出贡献，并致力于区政府代建项目、商业性运作项目和商务楼宇开发建设，累计实现在建、竣工面积90余万平方米。

除建投集团外，青岛市北城市发展集团有限公司（以下简称“城发集团”）是市北区人民政府下属的另一家基础设施投资建设主体。建投集团和城发集团均承担了区域内土地整理、旧城改造等职能，但根据市北区人民政府的发展规划，两家公司要进一步聚焦主业，建投集团侧重城市更新，同时将依托区域内旅游资源，着力发展旅游业务，城发集团侧重产业发展的基本方向，致力于区域内产业园区的建设运营。

总体看，公司在市北区城市基础设施建设领域扮演了重要角色，城发集团与公司股东建投集团在传统业务范围上有一定交叉，但市北区人民政府给予了两家公司明确的发展方向，为公司持续经营发展奠定了良好基础。

2018 年，市北区政府向公司注入基建项目资本金 27.33 亿元，计入公司资本公积（其中 23.58 亿元系榉林山棚改项目资本金，直接转入了监管账户，未在公司现金流量表中体现），进一步扩大了公司经营规模，巩固了公司在城市基础设施建设领域的重要地位。

同时，根据市北区政府对公司业务发展的战略规划，公司未来将负责市北区旅游资源的运营管理工作，引导社会资本投入葡萄酒博物馆、天幕城、历史文化记忆示范片区等旅游项目。目前市北区政府正逐步将上述旅游资源相关资产划入公司，为公司未来市场化转型和业务多元发展提供良好的基础。

跟踪期内，公司无新增不良信用记录。根据《企业信用报告》（由银行查询，机构信用代码：G10370203009333001），截止 2019 年 5 月 5 日，公司本部存在一笔欠息记录，根据青岛银行股份有限公司南京路支行出具的说明，该笔欠息系银行系统故障导致当日扣款失败，非公司恶意所欠，公司已于 2010 年 5 月 24 日结清欠息金额 44.25 万元，公司无其他未结清和已结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为市北区重要的基础设施投资建设主体，跟踪期内仍主要负责区域内土地整理、房产项目建设开发业务和基础设施投融资管理工作。

2018 年，公司实现营业收入 9.95 亿元，同比下降 11.50%，主要受房地产销售收入下降影响；土地整理收入、保障性住房代建收入和房地产销售收入仍为公司营业收入主要来源，占营业收入比重分别为 56.76%、24.52%和 15.95%。2018 年，公司土地整理业务结算项目金额较大，土地整理收入同比增长 9.10%至 5.65 亿元；保障性住房代建收入 2.44 亿元，同比增长 1.34%；房地产销售收入 1.59 亿元，受竣工结算进度影响，同比下降 55.87%；房屋租赁收入 2551.23 万元，同比增长 514.09%，主要系租金上涨因素影响；物业管理收入同比增长 35.14%至 191.85 万元。

毛利率方面，2018 年，公司土地整理业务毛利率 22.05%，同比降低 47.77 个百分点，主要系结算项目对应整理成本较高；保障性住房代建业务毛利率为 0.80%；房地产销售业务毛利率 19.39%，同比提升 4.95 个百分点；房屋租赁业务毛利率和物业管理业务毛利率均由负转正，分别为 30.22%和 4.87%；受收入占比较大的土地整理业务毛利率大幅下降影响，公司综合毛利率下降 14.77 个百分点至 16.59%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 1636.99 万元，主要来自保障性住房代建收入；公司综合毛利率 12.58%，低于 2018 年全年水平，主要系当期未实现毛利率较高的土地整理收入所致。

表 3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项　目	2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	51793.42	46.05	69.82	56504.21	56.76	22.05	--	--	--
保障性住房代建	24089.49	21.42	-23.20	24411.96	24.52	0.80	1175.28	1.18	11.10
房地产销售	35989.95	32.00	14.44	15881.52	15.95	19.39	--	--	--
房屋租赁	415.45	0.37	-110.52	2551.23	2.56	30.22	277.16	0.28	33.69
物业管理	141.96	0.13	-59.30	191.85	0.19	4.87	184.55	0.19	-9.73
其他	50.70	0.05	100.00	--	--	--	--	--	--
合　计	**112480.97**	**100.00**	**31.36**	**99540.77**	**100.00**	**16.59**	**1636.99**	**1.64**	**12.58**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

土地整理

公司土地整理业务主要由公司本部、下属子公司青岛中央商务区开发建设有限公司（以下简称“中央商务区公司”）和青岛北海岸建设投资有限公司（以下简称“北海岸公司”）负责。

（1）公司本部

跟踪期内，为加快老城区开发改造，根据青岛市人民政府《关于进一步规范土地一级开发整理工作的通知》（青政发〔2016〕16 号）

和《青岛市市北区人民政府关于确认郑州路两侧改造项目土地开发整理单位的通知》（青北政发〔2018〕19号），青岛市市北区人民政府与公司签订了《青岛市市北区郑州路两侧改造项目土地开发整理协议》（以下简称《郑州路项目协议》），明确了由公司本部作为青岛市市北区郑州路两侧改造项目（以下简称“郑州路项目”）土地开发整理单位。根据《郑州路项目协议》，公司本部负责独立实施，包括郑州路项目土地开发整理资金的筹措和拨付，按照青政发〔2016〕16号文及其他相关土地开发整理文件的规定，履行补偿安置、净地平整、场区看护、基础设施配套建设、土地入储及出让等各项工作，待完成土地整理后，公司可获得开发管理费，开发管理费按照土地开发整理成本（房屋征收补偿安置费、土地征收相关费用、配套设施建设和场地平整等土地前期开发费用，以及规划、设计、测绘等工作中发生的设计土地一级开发整理的有关费用）的15%计算；待净地完成出让后，市相关部门完成项目土地收益分配清算且市北区人民政府完成土地整理成本审计后3个月内，市北区人民政府根据审定成本及项目土地清算资金数额，与公司结算项目土地整理成本及管理费。

郑州路项目位于李村河以南、商丘路以东、商水路以北、重庆南路以西，初始规划面积900亩，约3500户，项目规划总投资70亿元（具体根据项目开发范围进行调整和确定），计划开发整理周期不超过2年。截至2018底，公司已投资15.04万元，项目仍于前期状态，后续投资支出规模大。

（2）中央商务区公司土地整理

青岛中央商务区是市北区于2005年获批动工建设的综合性商务中心，位于青岛市区中部，初始规划面积为2.46平方公里。根据青北政呈〔2004〕17号文件，青岛市北区政府成立了中央商务区开发建设管理委员会（以下简称“中央商务区管委会”），并明确中央商务区采用封闭开发的模式，通过区域内土地出让金返还实现征地拆迁、基础设施配建等工作的资金平衡以及滚动开发。中央商务区土地出让并收缴土地出让金，在扣除农业土地开发资金和土地收益基金后，按1：9市区分成。

按照青岛市北区政府《关于青岛中央商务区规划范围内建设用地使用权收回及出让有关问题的请示》（青北政呈〔2008〕6号）文件及2008年第8次青岛市市长办公会议纪要精神，在土地整理具体实施过程中，中央商务区管委会与中央商务区公司签订《城镇土地拆迁整治协议》，明确中央商务区公司负责具体实施中央商务区规划范围内土地整理和基础设施的配建工作，待土地整理完成，进行招、拍、挂后，中央商务区管委会与中央商务区公司进行结算，将收到的土地出让金全额支付至公司。

截至2019年3月底，公司实际已经收到土地出让金43.95亿元，已累计确认土地整理收入42.28亿元，剩余1.68亿元尚未完成收入确认结算，体现为公司“预收款项”。

截至2019年3月底，中央商务区已经完成投资34.03亿元，其中已完成出让部分对应成本为22.19亿元。

截至2019年3月底，中央商务区公司未出让地块已经形成投资金额11.84亿元。目前上述地块已经达到净地条件，待完成出让后，再由市北区政府和中央商务区公司进行结算。

（3）北海岸公司土地整理

跟踪期内，北海岸公司主要负责南京路、大港纬四路东、西两侧3个土地整理项目。北海岸公司与市北区人民政府签署了土地开发整理协议，负责土地整理计划编报、资金筹集、征迁补偿、基础设施配套建设等工作，使项目达到政府要求的入储条件。北海岸公司完成土地整理后，市北区人民政府负责组织开发整理成本审计，结果作为核定开发整理成本和开发管理费的依据，开发管理费不超过整理成本的15%。

南京路、大港纬四路东西两侧3个土地整理项目总投资金额合计17.99亿元，截至2019

年 3 月底公司已投资 5.54 亿元，其中大港纬四路东侧项目和大港纬四路西侧项目预计于 2019 年进行土地收储，南京路项目预计在 2019 年内完成土地收储。在土地收储并完成出让后，公司将陆续支付超期过渡费、安置房回购支出等。

表 4　截至 2019 年 3 月底北海岸公司土地整理情况　（单位：平方米、万元）

项目名称	预计收储时间	区域面积	总投资金额	已投资金额	未来投资计划		
					2019 年	2020 年	2021 年
南京路土地整理项目	2019 年	7397.00	22180.00	6994.65	610.00	610.00	13860.00
大港纬四路东侧项目	2019 年	29966.00	103845.00	42614.71	1100.00	1100.00	22700.00
大港纬四路西侧项目	2019 年	53969.00	53897.67	5750.21	12000.00	4000.00	33300.00
合计	--	**91332.00**	**179922.67**	**55359.57**	**13710.00**	**5710.00**	**69860.00**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，土地整理业务为公司提供了稳定的收入和利润来源，公司所整理的土地项目仍有部分尚未结算收入或挂牌出让，随着新承做的郑州路项目逐步开展，公司土地整理业务未来持续性较有保障。此外，联合资信也关注到北海岸公司土地整理项目临近尾声，但安置房回购和征拆补偿款尚有部分未支付，且郑州路项目后续投资规模较大，公司未来仍有较大资金支出压力。

房地产建设与销售

公司开展的房地产销售业务具有明显的政策性特征，资金平衡模式包括委托代建和自主销售两种模式，项目性质涵盖各类保障性住房、商业地产和商品住宅等。

（1）保障性住房代建

青岛市国土资源和房屋管理局、青岛市市北区人民政府及公司本部签订《廉租住房建设和交接协议》，由公司本部负责项目的全过程代建，包括前期设计、施工建设、工程竣工结算、竣工验收、项目后期评估以及项目建设相关的其他工作。按照协议约定金额及时间，青岛市市北区政府向公司支付代建廉租房房款。

2018 年，公司实现保障性住房代建收入 2.44 亿元，主要来自于东安路项目及当代广场中廉租房代建业务，毛利率为 0.80%，利润空间较低。2019 年 1—3 月，公司保障性住房代建收入 0.12 亿元，毛利率大幅提升至 11.10%，系部分成本尚未归集。

截至 2019 年 3 月底，公司代建廉租房项目均已完工，政府计划回购金额合计 7.17 亿元，公司累计确认收入 4.97 亿元，累计收到保障房代建业务回款 3.52 亿元。

表 5　截至 2019 年 3 月底公司代建廉租房情况
（单位：万元）

项目名称	总投资额	计划回购金额	回款金额
夹岭沟一期项目	12905.21	12741.66	9670.00
夹岭沟二期项目	11325.92	11184.48	8773.46
道口路保障性住房	1566.31	163.36	180.00
东安路项目	--	25719.65	--
当代广场	--	21841.33	16546.91
合计	**--**	**71650.48**	**35170.37**

资料来源：公司提供

注：1.夹岭沟一期、二期项目回购价格制定较早，在建设期间因故延长了工期，因此出现了成本倒挂现象，公司正申请亏损补偿；2.道口路项目已于 2015 年以前完成，包括廉租房和经适房，其中廉租房部分已于之前年度确认收入且回款到位，上表中回购金额为经适房销售收入；3.东安路及当代广场项目为商业地产项目配套部分廉租房项目，总投资无法拆分

（2）房地产开发销售

2018 年，公司确认房地产销售收入 1.59 亿元，均来源于当代广场销售收入，当代广场项目为商业地产项目，包括商业网点、办公楼和人才公寓，除配套的廉租房之外均按照市场价格对外销售，同期公司房地产销售毛利率有所提升。

截至 2019 年 3 月底，公司在售房地产开发项目总投资金额（含廉租房部分）15.34 亿元，已完成投资 15.68 亿元，一品阁项目由于建设成本上升、安置延期等因素造成超出预算；已累计完成销售面积 6.27 万平方米，累计销售金额 3.97 亿元（含预收房款尚未确认收入部分）。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司在售房屋销售情况（单位：万元、平方米）

项目名称	总投资	已投资	项目可销售面积	累计销售面积	累计销售金额
天怡景园	33815.24	33815.24	39355.88	32541.12	23002.24
兴业大厦	17597.64	17597.64	22712.66	7800.47	12972.40
一品阁	8000.00	11364.94	2191.08	2191.08	3682.49
当代广场	60986.36	60986.36	59075.01	12094.01	15881.52
东安路项目	33026.40	33026.40	32694.06	8061.10	8943.87
合计	**153425.64**	**156790.58**	**156028.69**	**62687.78**	**39657.13**

资料来源：公司提供
注：一品阁、当代广场及东安路项目包含了商品房与廉租房，上表反应的项目投资情况为包含廉租房在内的项目总投资和已投资，销售情况为商品房销售数据

（3）在建房地产项目

公司目前在建的房地产项目主要为凤凰城项目。凤凰城项目是公司通过拍卖所得的商品房项目，公司通过投资续建完成项目开发，项目总投资金额 10.76 亿元，截至 2019 年 3 月底已完成投资 8.36 亿元，该项目于 2018 年 4 月开始预售，预计 2019 年 6 月竣工交房。

总体看，公司房地产建设与销售业务板块具有明显的政策性特征，跟踪期内投资经营的项目整体盈利空间有限。未来，公司将依托前期项目建设运营所积累的经验，进一步发展房地产业务，在完成政府交办的政策性项目的同时，也将积极通过合作开发等形式向外拓展。

城市基础设施建设

公司城市基础设施建设主要涉及棚户区改造和市政工程建设，主要由下属子公司青岛榉林山外包产业基地开发有限公司（以下简称“榉林山公司”）具体实施。

（1）棚户区改造

根据青岛市城市发展规划，为不断完善基础设施和公共服务设施功能，改善居民居住环境，市北区政府实施 2017 年市北区棚户区改造项目，该项目已列入国家 2013—2017 年棚户区改造计划和年度棚改计划，青岛市政府采用“政府购买服务”的方式具体实施该项目。青岛市房地产开发管理局（甲方）向榉林山公司（乙方）购买 2017 年市北区棚户区改造项目服务，并签署了政府购买服务协议。

2017 年市北区棚户区改造项目共涉及市北区内 12 个棚改片区，项目总投资金额大约 236.93 亿元，其中静态投资 214.77 亿元，建设期利息 22.16 亿元；资金筹措计划是由青岛市房管局出资 46.55 亿元，作为项目资本金[1]（占 20.1%），由榉林山公司申请贷款 185.00 亿元（占 79.9%）。根据政府购买服务协议，青岛市房管局对该项目购买服务总价款为 394.06 亿元，前三年建设期支付资本金，自第 4—25 年支付剩余购买服务价款。

基于上述政府购买服务协议，青岛市房管局连同国家开发银行和榉林山公司签署了《棚户区改造项目三方合作协议》，由国家开发银行负责提供棚改贷款，榉林山公司负责项目的投资及建设管理，由青岛市房管局对上述项目进行回购。截至 2019 年 3 月底，榉林山公司已经累计收到国开行棚改专项贷款 152.63 亿元，榉林山公司投向的棚改项目已完成投资 129.90 亿元（不含预付棚改项目款），主要是郑州路两侧棚户区改造项目。

（2）市政建设项目投资

2016 年 8 月，公司本部连同北京麦克财智基金管理有限公司（普通合伙人）、万家共赢资产管理有限公司（以下简称“万家共赢”）成立了青岛市青银市北综合建设投资中心（有限合伙）（以下简称“青银投资”），其中公司本部出资 2.00 亿元作为劣后级有限合伙人，万家共赢出资 18.00 亿元作为优先级有限合伙人。青银投资的投资范围包括青岛市市北区范围内民生及基础设施等建设项目。根据基金份额转让协议约定，由公司于合伙企业成立后第 6—10 年分别回购万家共赢持有的 10%、10%、20%、

[1] 根据国开行棚改专项贷款放款要求，资本金按放款比例存入资金监管账户，由国开行行使监督职能。

25%和25%份额。2018年，公司股东建投集团与上述各合伙方签署了基金份额转让补充协议，协议约定由建投集团接受基金份额转让协议中的受让/回购基金份额的全部权利和义务。

总体看，公司分别通过政府购买服务和成立有限合伙基金的模式对区域内棚户区改造和市政基础设施建设项目进行投资和管理，青岛市房管局和公司股东将分别购买棚改项目以及青银投资的基金份额并支付相关投资收益，对公司债务偿还提供了有力保障。

3．未来发展

公司计划围绕区委区政府“提升城市生长力，建设一流邮轮港，打造创新型国际城市核心区”的目标，按照“城市更新运营商”的目标定位，以地产板块为主导，以文化旅游板块为支撑，大力发展金融投资板块、科技创意与信息服务板块，逐步形成主业突出、文旅支撑、多元化发展的新格局。

地产板块：加快大港纬四路东片区安置地块和南京路东侧项目入储进度，争取尽快完成土地招拍挂；加快凤凰城项目及其他保障性住房的建设；在完成区委区政府安排的建设任务同时，多开发一些盈利前景好的地产项目，提高公司盈利能力，提升企业开发资质，增强主导产业优势。

文化旅游板块：依托“两馆两区”，大力发展富有特色的文化旅游产业，引导社会资本投入葡萄酒博物馆、天幕城、历史文化记忆示范片区和延安一路特色旅游休闲区，为老城区发展注入新活力。

九、财务分析

1．财务概况

公司提供了2018年合并财务报表，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年一季度财务报表未经审计。

截至2019年3月底，公司拥有纳入合并范围内二级子公司共5家；2018年公司新设子公司青岛风貌保护建筑设计研究院有限公司；2019年1—3月公司合并范围无变化。跟踪期内，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2018年底，公司资产总额280.16亿元，所有者权益98.21亿元（其中，少数股东权益18.02亿元）；2018年公司实现营业收入9.95亿元，利润总额0.83亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额319.65亿元，所有者权益116.17亿元（其中，少数股东权益18.02亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入0.16亿元，利润总额-0.18亿元。

2．资产质量

2018年底，公司资产总额280.16亿元，同比增长61.04%；流动资产和非流动资产分别占91.64%和8.36%，公司资产结构以流动资产为主。公司主要资产构成详见表7。

表7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.68	2.12	5.46	1.95	14.75	4.61
预付款项	0.03	0.02	56.84	20.29	57.27	17.92
其他应收款	6.91	3.97	3.83	1.37	0.00	0.00
存货	140.25	80.62	189.17	67.52	218.83	68.46
流动资产	**151.64**	**87.17**	**256.75**	**91.64**	**297.64**	**93.12**
长期应收款	9.34	5.37	9.36	3.34	7.94	2.48
固定资产	4.82	2.77	1.14	0.41	1.10	0.35
其他非流动资产	5.39	3.10	5.72	2.04	5.77	1.81
非流动资产	**22.33**	**12.83**	**23.41**	**8.36**	**22.01**	**6.88**

资产总额	**173.97**	**100.00**	**280.16**	**100.00**	**319.65**	**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

流动资产

2018 年底，公司流动资产 265.75 亿元，同比增长 69.32%，主要系预付款项和存货增长所致。公司流动资产中，货币资金 5.46 亿元，同比增长 48.46%，主要系棚改项目借款融入资金，货币资金中受限部分 0.51 亿元，为解压保证金及监管房地产项目资本金；应收账款及应收票据 1.23 亿元，均为应收账款，同比增长 87.74%，主要是应收青岛市市北区人民政府安置房及廉租房回购款；其他应收款 3.83 亿元，同比下降 44.62%，系收回青岛市北区财政局项目代垫款，公司对期末单项金额重大的其他应收款（1.54 亿元）全额计提坏账准备，系公司合并山东海润旅游实业发展有限公司，原无法收回的款项，前五名占款余额合计 5.05 亿元，占其他应收款的 73.33%，集中度较高；预付款项 56.84 亿元，新增 56.76 亿元为预付青岛市市北区城市建设更新局棚户区改造项目款；存货 189.17 亿元，同比增长 34.88%，主要系开发成本增长所致，公司存货主要由棚户区改造成本（占 75.68%）、土地整治成本（占 19.34%）和开发产品（待售房产项目，占 4.98%）构成。

非流动资产

2018 年底，公司非流动资产 23.41 亿元，同比增长 4.85%，主要由长期应收款、投资性房地产和其他非流动资产构成。公司非流动资产中，长期应收款 9.36 亿元，同比增长 0.15%，主要为转借给青岛四方地产开发有限公司；投资性房地产 5.67 亿元，同比增加 4.36 亿元，系从固定资产中转入的房屋建筑物，同期公司固定资产同比下降 76.38%至 1.14 亿元；其他非流动资产 5.72 亿元，同比增长 6.19%，均为环境整治项目款。

2019 年 3 月底，公司资产总额 319.65 亿元，较 2018 年底增长 14.09%，主要系货币资金和存货增加所致；公司货币资金 14.75 亿元，较 2018 年底增长 169.85%，主要系发行权益工具融入资金；存货 218.83 亿元，较 2018 年底增长 15.68%，系棚户区改造项目持续推进所致。

2019年3月底，公司受限资产4.00亿元，受限比率为1.25%，包括使用受限的货币资金1.15亿元，用于借款抵押的投资性房地产2.85亿元。公司资产受限比例低。

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，以流动资产为主，其中因对棚改项目投资形成的预付款项和存货规模大，回报周期长，对公司资金形成占用。总体看，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018年底，公司所有者权益合计98.21亿元，同比增长54.16%，主要系资本公积增加所致。2018年底，公司归属母公司所有者权益80.19亿元，主要由其他权益工具（占23.43%）、资本公积（占60.54%）和未分配利润（占12.94%）构成，其中，资本公积59.42亿元，较2017年底增加27.33亿元棚改项目资本金投入；未分配利润12.74亿元，同比增长7.07%。2018年底，公司少数股东权益18.02亿元，全部为青银投资优先级有限合伙人和普通合伙人份额。

2019年3月底，公司所有者权益116.17亿元，较2018年底增长18.29%，系其他权益工具增长所致；公司其他权益工具23.00亿元，较2018年底增加18.00亿元，是由公司发行的权益工具，建投集团购买该权益工具，并按协议约定的投资回报率享受利润分配权，公司其他权益工具在约定赎回之前长期存续，在约定赎回时退出。

总体看，跟踪期内，因发行其他权益工具及市北区政府对公司项目资本金投入，公司所有者权益大幅增长，构成中资本公积占比较高，权益稳定性较好；少数股东权益对应的有限合伙企业份额未来由建投集团回购，届时将进一

步提高公司权益稳定性。

负债

2018年底，公司负债总额181.95亿元，同比增长75.06%，主要系其他应付款及长期借款增长所致。2018年底，公司流动负债和非流动负债分别占13.65%和86.35%。

2018年底，公司流动负债合计24.84亿元，同比增长21.64%，主要系其他应付款增长所致。公司流动负债主要由预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。其中，预收款项6.67亿元，同比下降24.00%，主要系预收购房款和预收土地整治款结转为营业收入所致，公司预收款项中预收购房款4.99亿元、预收土地整治款1.68亿元，待政府结算后确认为营业收入；其他应付款10.54亿元，同比增长109.85%，主要系资金往来款增长所致，公司其他应付款中包括（无息）借款3.97亿元、资金往来款6.35亿元和保证金0.21亿元；一年内到期的非流动负债3.81亿元，同比下降30.88%。

2018年底，公司非流动负债157.12亿元，同比增加73.60亿元，主要系长期借款增加。2018年底，公司长期借款155.35亿元，同比增长90.04%，主要由质押借款[2]（占98.25%）构成；长期应付款1.57亿元，包括应付国开基金东安路棚户区改造款0.40亿元（本文调整至长期债务计算）和政府债务置换1.17亿元。

2019年3月底，公司负债总额203.48亿元，较上年底增长11.83%，主要系其他应付款和长期借款增长所致；公司其他应付款19.81亿元，较2018年底增长88.00%，主要系对关联方往来款增加；公司针对棚户区改造项目分三期与国家开发银行签署借款合同，第一期借款金额100.00亿元，期限为2017/6/29—2042/6/28，第二期借款金额29.76亿元，期限为2018/3/8—2042/6/28，第三期借款金额22.87亿元，期限为2018/8/17—2042/6/28，2019年3月底公司累计收到并使用上述贷款资金152.63亿元。

从有息债务看，2018年，公司全部债务162.32亿元，同比增长85.19%，主要来自棚改项目贷款增加；公司短期债务和长期债务分别占4.05%和95.95%，债务结构以长期债务为主。2019年3月底，公司全部债务172.48亿元，较2018年底增长6.26%，长期债务占96.19%。

表8　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	5.51	6.57	6.57
长期债务	82.15	155.75	165.91
全部债务	87.65	162.32	172.48
资产负债率	59.75	64.95	63.66
全部债务资本化比率	55.59	62.30	59.75
长期债务资本化比率	53.98	61.33	58.82

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从债务指标看，2018年，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均较2017年底明显上升，分别为64.95%、62.30%和61.33%；2019年3月底，上述指标分别为63.66%、59.75%和58.82%，均较2018年底略有下降。以2019年3月底公司全部债务看，2019年4—12月、2020年及2021年，公司到期债务分别为6.77亿元、13.39亿元和19.28亿元。

总体看，跟踪期内，随着棚户区改造项目持续推进，公司债务规模大幅增长，整体债务负担有所加重。

4. 盈利能力

2018年，公司营业收入9.95亿元，同比下降11.50%，营业成本8.30亿元，同比增长7.54%；同期，公司营业利润率15.82%，较2017年下降11.46个百分点。

期间费用方面，2018年，公司期间费用0.78亿元，较2018年增长4.42%，主要系销售费用增长所致；同期，公司期间费用占营业收入比例为7.86%，较2018年提升1.20个百分点。2018年，公司收到政府补助0.10亿元，同期公司利润总额0.83亿元。

[2]质押物为青岛榉林山外包产业基地开发有限公司与青岛市房地产开发管理局签订的《2017年市北区棚户区改造项目政府购买服务协议》项下享有的全部权益和收益。

表 9　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	11.25	9.95
利润总额	2.15	0.83
营业利润率	27.28	15.82
总资本收益率	1.41	0.33
净资产收益率	3.17	0.86

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.33%和 0.86%，较 2017 年降幅明显。

2019 年 1—3 月，公司营业收入 0.16 亿元，主要来自保障性住房代建回购收入；营业利润率-3.59%，利润总额-0.18 亿元。

总体看，跟踪期内，公司房地产销售业务收入大幅下降，同时土地整理业务利润空间压缩，公司整体盈利能力进一步弱化。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2018 年，公司经营活动现金流入量 16.70 亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 5.50 亿元，主要为房屋销售、土地整理等经营业务收入款，同期，公司现金收入比 55.30%，同比提升 14.68 个百分点，由于公司确认的部分收入来自往年预收账款结转，公司收入实现质量良好。2018 年，公司经营活动现金流出量为 85.70 亿元，主要是公司对棚改项目的支出；同期，公司支付其他与经营活动有关的现金 2.62 亿元，主要是资金往来支出。2018 年，因棚改项目持续投入，公司经营活动产生的现金净流出 69.00 亿元，仍保持较大的流出规模。

从投资活动看，2018 年，公司收到其他与投资活动的现金 3.75 亿元，系基建项目资本金注入款；同期，投资活动现金流出量为 1.19 亿元，主要为购置房屋等固定资产支付的现金。2018 年，公司投资活动现金净流入 2.56 亿元。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动流入量 78.91 亿元，主要为棚改项目借款融资；筹资活动现金流出主要为偿还债务及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2018 年，公司筹资活动现金流净额为 67.87 亿元。

表 10　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	11.41	16.70
经营活动现金流出量	97.22	85.70
经营活动现金流净额	-85.80	-69.00
现金收入比	40.62	55.30
投资活动现金流净额	-1.42	2.56
筹资活动现金流净额	85.75	67.87

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流净流出 17.16 亿元，主要系棚改项目持续投资所致；收到其他与投资活动有关的现金 18.00 亿元，系公司发行的权益工具资金流入；筹资活动现金流净流入 8.35 亿元，系公司取得棚改项目融资贷款所致。

总体看，跟踪期内，棚改项目的持续投资使公司经营活动现金仍保持较大的流出规模；公司目前在建及拟建的房地产、棚改项目等仍有较大规模投资计划，公司融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流动比率 1033.68%，受公司资产中存货占比大影响，公司速动比率为 272.09%，2019 年 3 月底，公司流动比率及速动比率降至 822.05%和 217.65%；公司经营活动现金流量净额为负，对流动负债无保障能力。2019 年 3 月底，公司现金类资产 14.75 亿元，相当于短期债务的 2.25 倍，现金类资产对短期债务覆盖程度较好，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 1.46 亿元，同比下降 49.16%；公司全部债务/EBITDA 大幅增至 111.22 倍；EBITDA 利息倍数降至 0.22 倍。公司长期偿债能力指标弱。

截至 2019 年 3 月底，公司获得的银行授信额度 177.53 亿元，已使用额度 173.86 亿元，未使用额度 3.67 亿元，公司间接融资渠道亟待拓

宽。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 14.39 亿元，担保比率为 12.39%，被担保企业为公司母公司或同一控制下企业（均被建投集团 100%持股），目前被担保企业经营情况良好，但公司对外担保比率较高，仍存在一定的或有负债风险。

表 11　截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保终止日
青岛啤酒文化休闲商务区开发建设有限公司	1.69	2022/2/26
	1.70	2020/10/9
	1.80	2021/9/15
青岛市北建设投资集团有限公司	3.00	2022/2/25
	5.00	2021/10/16
青岛小港湾旅游开发建设有限公司	1.20	2023/5/28
合计	**14.39**	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

考虑到公司投资的2017年市北区棚户区改造项目借款在全部债务中占比大，且回款来源较有保障，以及公司在市北区城市基础设施建设领域的重要地位，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 75.18 亿元，同比增长 3.46%。母公司资产中，流动资产 34.83 亿元，主要由存货构成；非流动资产 40.34 亿元，主要由长期股权投资构成。截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额 113.90 亿元，较 2018 年底增长 51.50%，主要系存货及货币资金大幅增长所致；非流动资产较 2018 年底变化不大。

截至 2018 年底，母公司负债合计 22.60 亿元，同比增长 12.54%，以预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成的流动负债为主。2018 年底，母公司资产负债率 30.06%，债务负担一般。截至 2019 年 3 月底，母公司负债合计 43.44 亿元，较 2018 年底增长 92.21%，主要系其他应付款及长期借款增长带动。

2018 年，母公司实现营业收入 3.22 亿元，利润总额-0.15 亿元。2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 0.01 亿元，利润总额-0.11 亿元。

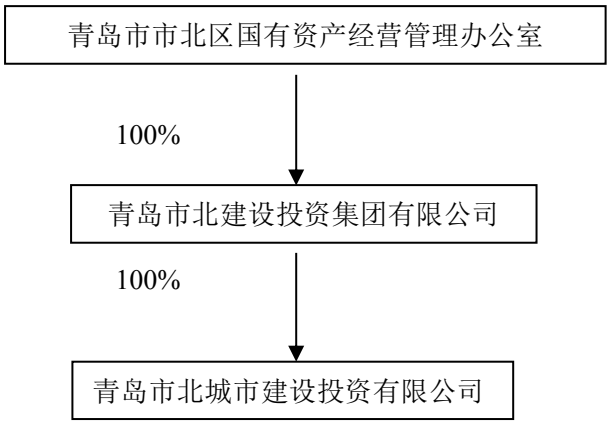
十、存续期内债券保障能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券为“19 青岛北城 MTN001”，余额 7 亿元。以 2018 年财务数据为基础，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为 16.70 亿元和 1.46 亿元，分别为“19 青岛北城 MTN001”余额的 2.39 倍和 0.21 倍。公司经营活动现金流入量对“19 青岛北城 MTN001”保障能力尚可。

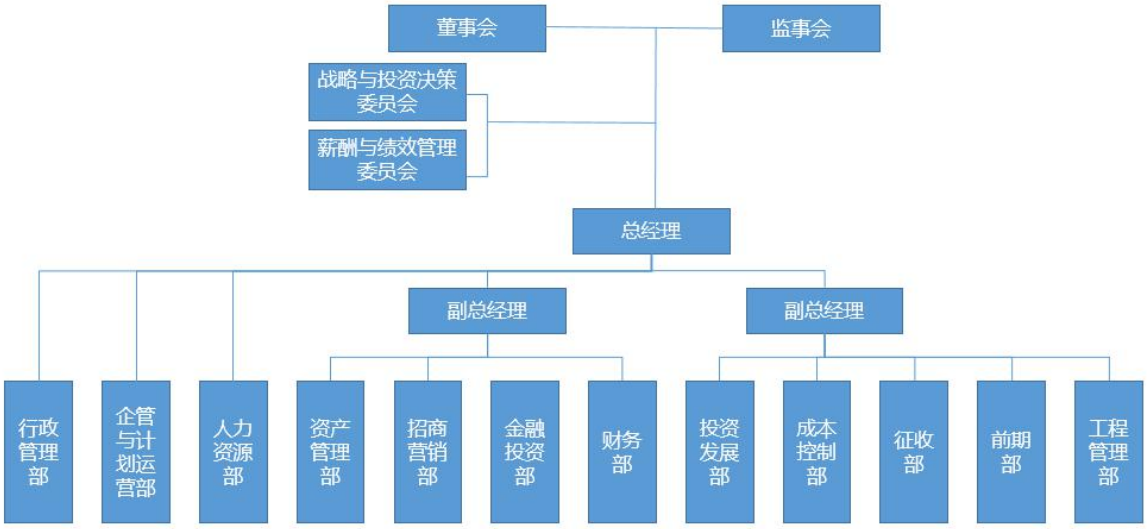
十一、　结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，“19 青岛北城 MTN001”的信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 年 3 月底公司合并范围子公司

（单位：万元、%）

序号	企业名称	级次	实收资本	持股比例	投资额
1	青岛辰悦物业管理有限公司	2	50.00	100.00	50.00
2	山东海润旅游实业发展有限公司	2	1000.00	100.00	17118.18
3	青岛中央商务区开发建设有限公司	2	20000.00	100.00	20000.00
4	青岛北海岸建设投资有限公司	2	50000.00	100.00	20000.00
5	青岛市青银市北综合建设投资中心（有限合伙）	2	200020.00	10.00	20000.00

资料来源：公司提供

注：2016年公司、万家共赢资产管理有限公司、北京麦客财智基金管理有公司签订合伙协议，共同出资设立青岛市青银市北综合建设投资中心（有限合伙），公司出资2亿，占总出资比例为10%，根据合伙协议，万家共赢资产管理有限公司、北京麦客财智基金管理有公司享受固定收益，不享受超额利润分配，公司对其具有实质控制

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.11	3.68	5.46	14.75
资产总额(亿元)	93.55	173.97	280.16	319.65
所有者权益(亿元)	44.64	70.03	98.21	116.17
短期债务(亿元)	2.15	5.51	6.57	6.57
长期债务(亿元)	6.73	81.75	155.75	165.91
全部债务(亿元)	8.87	87.25	162.32	172.48
营业收入(亿元)	2.98	11.25	9.95	0.16
利润总额(亿元)	1.65	2.15	0.83	-0.18
EBITDA(亿元)	1.92	2.87	1.46	--
经营性净现金流(亿元)	-11.31	-85.80	-69.00	-17.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.02	0.08	0.05	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.08	0.04	--
现金收入比(%)	49.17	40.62	55.30	1228.45
营业利润率(%)	58.33	27.28	15.82	-3.59
总资本收益率(%)	3.34	1.69	0.33	--
净资产收益率(%)	3.77	3.17	0.86	--
长期债务资本化比率(%)	13.10	53.86	61.33	58.82
全部债务资本化比率(%)	16.58	55.47	62.30	59.75
资产负债率(%)	52.29	59.75	64.95	63.66
流动比率(%)	188.38	742.62	1033.68	822.05
速动比率(%)	42.77	55.79	272.09	217.65
经营现金流动负债比(%)	-27.22	-420.20	-277.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.62	30.39	111.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.96	1.34	0.22	--

注：长期应付款中有息部分调整至长期债务及相关指标计算；2019 年一季度报财务数据未经审计

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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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+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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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