信用评级公告

联合〔2021〕6870 号

联合资信评估股份有限公司通过对青岛胶州湾发展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，确定维持青岛胶州湾发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“18 胶州湾 MTN002”“19 胶州湾 MTN001”“20 胶州湾 MTN001”“21 胶州湾 MTN001”信用等级为 AA^+，“21 胶州湾 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

青岛胶州湾发展集团有限公司
2021 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	AA+	稳定	AA+	稳定
18 胶州湾 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
19 胶州湾 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 胶州湾 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
21 胶州湾 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
21 胶州湾 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

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
18 胶州湾 MTN002	8.00 亿元	8.00 亿元	2023/11/23
19 胶州湾 MTN001	7.00 亿元	7.00 亿元	2024/04/03
20 胶州湾 MTN001	4.00 亿元	4.00 亿元	2023/06/16
21 胶州湾 MTN001	6.00 亿元	6.00 亿元	2024/01/08
21 胶州湾 CP001	3.50 亿元	3.50 亿元	2022/04/14

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

评级时间：2021 年 7 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

评级观点

青岛胶州湾发展集团有限公司（以下简称“公司”）是青岛市胶州经济技术开发区（以下简称“胶州开发区”）最重要的基础设施建设及投融资主体。跟踪期内，公司外部发展环境良好，业务具备区域专营优势，并获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资金占用较大、经营活动净现金持续净流出、资本支出压力较大以及全部债务增长较快、债务负担加重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司所在区域经济发展势头良好，随着公司各项业务的稳步推进，公司业务规模有望保持增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“18 胶州湾 MTN002”“19 胶州湾 MTN001”“20 胶州湾 MTN001”“21 胶州湾 MTN001”的信用等级为 AA+，维持“21 胶州湾 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**胶州市经济和财政实力有所增强，胶州开发区区位优势明显，未来随着中国－上海合作组织地方经贸合作示范区建设逐步推进，公司将面临新一轮的发展机遇。
2. **具有区域专营优势。**公司为胶州开发区最重要的基础设施建设和投融资主体，业务具备区域专营优势。
3. **持续获得外部支持。**公司在政府补贴和资产划拨方面获得有力的外部支持。

关注

1. **资金占用较大。**公司资产中其他应收款规模大，对资金形成较大占用。
2. **经营活动净现金持续净流出。**受项目持续建设及往来款支出规模较大影响，公司经营活动净现金持续净流出。
3. **资本支出压力较大。**公司基础设施建设及自建项目尚需投资规模大，公司未来资本支出压力较大。
4. **全部债务增长较快，债务负担有所加重。**截至 2021 年 3 月末，公司全部债务为 240.71 亿元，债务规模增长较快。同期末，公司全部债务资本化比率为 59.48%，债务负担有所加重。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA+
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	3
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				4

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

分析师：张　铖　　袁　琳
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	11.83	16.20	18.75	30.97
资产总额（亿元）	301.89	329.95	405.60	426.22
所有者权益（亿元）	125.83	134.57	163.77	164.01
短期债务（亿元）	30.88	31.88	56.97	62.03
长期债务（亿元）	96.37	140.40	163.80	178.68
全部债务（亿元）	127.25	172.27	220.77	240.71
营业收入（亿元）	5.06	8.46	15.29	1.34
利润总额（亿元）	2.37	1.55	4.51	0.24
EBITDA（亿元）	3.43	2.62	5.73	--
经营性净现金流（亿元）	-20.61	-40.08	-22.20	-2.43
营业利润率（%）	-17.50	-0.72	9.54	31.45
净资产收益率（%）	1.33	0.68	2.10	--
资产负债率（%）	58.32	59.22	59.62	61.52
全部债务资本化比率（%）	50.28	56.14	57.41	59.48
流动比率（%）	357.53	594.60	451.36	440.03
经营现金流动负债比(%)	-26.78	-79.71	-32.37	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.51	0.33	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	6.15	6.39	20.05	--
全部债务/EBITDA（倍）	37.12	65.71	38.53	--
本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	250.12	252.19	334.87	346.50
所有者权益（亿元）	108.41	115.31	143.46	143.51
全部债务（亿元）	45.15	97.38	145.67	158.45
营业收入（亿元）	7.02	7.95	6.77	0.27
利润总额（亿元）	2.38	4.03	4.16	0.05
资产负债率（%）	56.66	54.28	57.16	58.58
全部债务资本化比率（%）	29.40	45.79	50.38	52.47
流动比率（%）	215.90	524.38	303.37	316.69
经营现金流动负债比（%）	6.44	-125.91	-24.40	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

评级历史：

债项简称	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
21 胶州湾 CP001	A-1	AA+	稳定	2021/03/11	张铖 袁琳	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
21 胶州湾 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/12/22	张铖 李思卓	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 胶州湾 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/06/22	姜泰钰 张 铖 李思卓	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
	AA+	AA+	稳定	2020/01/02	唐立倩 李思卓	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
19 胶州湾 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/06/22	姜泰钰 张 铖 李思卓	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
	AA+	AA+	稳定	2019/03/18	唐立倩 张 铖 姜泰钰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 胶州湾 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/06/22	姜泰钰 张 铖 李思卓	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
	AA+	AA+	稳定	2018/10/31	唐立倩 张 铖 姜泰钰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

声　明

一、本报告引用的资料主要由青岛胶州湾发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

青岛胶州湾发展集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于青岛胶州湾发展集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、经营范围、组织结构等未发生变化，公司仍为胶州开发区最重要的基础设施建设及投融资主体。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本 20.00 亿元，实收资本 12.00 亿元，根据公司章程约定，剩余 8.00 亿元将于 2038 年末前到位。胶州市国有资产服务中心（以下简称“胶州市国资中心”）仍为公司唯一股东和实际控制人。

截至 2021 年 3 月末，公司本部设财务审计部、投融资发展部和工程管理部等职能部门；合并范围内一级子公司 5 家。

截至2020年末，公司资产总额405.60亿元，所有者权益 163.77 亿元（少数股东权益 0.06 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 15.29 亿元，利润总额 4.51 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 426.22 亿元，所有者权益 164.01 亿元（全部为母公司所有者权益）。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.34 亿元，利润总额 0.24 亿元。

公司注册地址：山东省青岛市胶州市胶州经济技术开发区长江路 1 号；法定代表人：逯卫。

三、债券概况与募集资金用途

截至 2021 年 7 月 5 日，联合资信所评级存续债券如下表所示，债券募集资金已按照募集说明书的约定使用完毕。“21 胶州湾 MTN001”“21 胶州湾 CP001”尚未到第一个付息日，其他债券已在付息日正常付息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 胶州湾 MTN002	8.00	8.00	2018/11/23	5
19 胶州湾 MTN001	7.00	7.00	2019/04/03	5
20 胶州湾 MTN001	4.00	4.00	2020/06/16	3
21 胶州湾 MTN001	6.00	6.00	2021/01/08	3
21 胶州湾 CP001	3.50	3.50	2021/04/14	1
合计	**28.50**	**28.50**	--	--

资料来源：联合资信整理

以上债券均设置了交叉保护条款。触发情形为公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何债务融资工具、银行贷款、信托贷款、公司债、企业债或境外债券的本金或利息，或未能清偿到期应付的任何金融机构贷款等，且单独或累计的总金额达到或超过公司最近一年合并财务报表净资产的 3%或者单独或累计的总金额达到或超过5000万元，以孰低者为准。

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00% ，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。

国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，

同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来

源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

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约束地方政府及其融资平台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）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年末以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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 年末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，建立了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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县

城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	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，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、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。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、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

胶州市经济和财政实力有所增强，胶州开发区作为国家级开发区，区位优势明显，未来随着中国－上海合作组织地方经贸合作示范区（以下简称“上合示范区”）建设逐步推进，公司将面临新一轮的发展机遇，外部发展环境良好。

（1）胶州市

胶州市为青岛市下辖县级市。截至 2020 年末，胶州市辖 4 个镇、8 个街道办事处、811 个行政村、65 个社区（居委会），陆地面积 1324 平方公里，户籍人口 82.8 万人。

根据《胶州市国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，胶州市地区生产总值有所增长，经初步核算，全市生产总值 1225.86 亿元，按可比价格计算，较上年增长 5.5%。其中，第一产业增加值 57.79 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 567.80 亿元，增长 6.2%；第三产业增加值 600.27 亿元，增长 4.9%。三次产业比例为 4.7:46.3:49.0。

2020 年，胶州市固定资产投资增速为 4.5%。其中，2020 年民间投资增长 2.1%，工业投资增长 12.5%，制造业技改投资增长 25.2%。胶州市新开工亿元项目 187 个，其中产业类投资项目 145 个，房地产项目 42 个。

根据《胶州市预算执行情况和预算草案的报告》，2020 年，胶州市一般公共预算收入完成 102.91 亿元，较上年增长 1.5%。其中税收收入完成 77.47 亿元，较上年增长 1.7%，占一般公共预算收入的 75.28%。2020 年，胶州市一般公共预算支出为 123.10 亿元，较 2019 年的 117.03 亿元有所增长，2020 年胶州市财政自给率[2]为 83.60%。

（2）胶州开发区

胶州开发区成立于 1992 年 4 月，同年被山东省政府批准为省级开发区，2012 年 12 月经国务院批复升级为国家级开发区，为青岛市第二个国家级开发区。胶州开发区位于胶州湾湾底，腹地辽阔，分为启动区、核心区、拓展区三个圈层。其中，启动区面积 36.40 平方公里；核心区涵盖产业新区、少海新城和九龙街道部分区域，总面积 102.00 平方公里；拓展区涵盖九龙街道、胶东街道、胶北街道、三里河街道、李哥庄镇、胶莱镇，总面积 697.70 平方公里。目前，胶州开发区重点围绕启动区进行招商引资工作。

2018 年 6 月 10 日，习近平总书记在上合组织峰会中宣布，中国政府支持在青岛建设中国－上海合作组织地方经贸合作示范区（以下简称“上合示范区”）；2019 年 7 月 24 日，习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第九次会议并发表重要讲话，会议审议通过

[2] 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

了《中国－上海合作组织地方经贸合作示范区建设总体方案》。上合示范区将按照“物流先导、贸易引领、产能合作、跨境发展、双园互动”的运作模式，内外统筹面向上合组织国家展开布局合作，建设“一带一路”地方经贸合作创新型开放平台，在上合示范区境内先导区建设一批物流、贸易、加工、金融、商务服务领域重点项目。上合示范区覆盖青岛全境，境内先导区的核心区主要包括胶州开发区欧亚经贸合作产业园 61.10 平方公里和青岛经济技术开发区中俄地方合作园 2 平方公里。未来随着上合示范区逐步建设，公司将迎来新一轮发展机遇。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本 20.00 亿元，实收资本 12.00 亿元，胶州市国资中心为公司唯一股东和实际控制人。

2. 规模与竞争力

公司业务具备区域专营优势。

公司为胶州开发区最重要的基础设施建设和投融资主体。除公司外，胶州市主要的基础设施建设和投融资主体还包括青岛胶州城市发展投资有限公司（以下简称“胶州城投”）和青岛少海发展集团有限公司（以下简称“少海发展”），胶州城投主要负责西部城区改造及临空经济区（新机场）建设的相关工作，少海发展主要负责少海片区旅游等基础设施的配套工作。公司与上述两家公司区域分工不同，业务上不存在竞争关系。

3. 外部支持

公司在政府补贴和资产划拨方面获得有力的外部支持。

（1）政府补贴

2020 年，公司获得政府补贴 1.38 亿元，计入其他收益。

（2）资产划拨

2020 年，依据《中国－上海合作组织地方经贸合作示范区管理委员会关于金湖、如意湖及跃进河水域使用权划转事项的决定》，中国－上海合作组织地方经贸合作示范区管理委员会（以下简称“上合示范区管委会”）将金湖、如意湖及跃进河水域使用权无偿划归公司，划转价值为评估价值，其中 17.00 亿元用以冲抵公司与上合示范区管委会的债权，25.77 亿元作为权益性资本金投入，增加公司资本公积。

4. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版，中征码：3702810000110921），截至 2021 年 6 月 11 日，公司本部无未结清或已结清的不良及关注类贷款记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2021 年 7 月 17 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司总经理和监事发生变动，总经理由逯卫变更为李健飞，选举吕伯超为监事，均系正常人事变动，对公司日常经营管理未产生重大影响。

李健飞先生，1976 年出生，本科学历，注册会计师；曾在胶州市财政局任职，2015 年 9 月转任胶州市医疗保险管理中心主任；自 2021 年 3 月至今担任公司总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，由于贸易业务规模扩大，公司营业收入快速增长，综合毛利率有所下降。

2020 年，公司营业收入快速增长，较上年增长 80.63%，主要系贸易收入增长所致。其中，基础设施建设收入受当年完工项目工程量影响有所下降，租赁收入基本保持稳定，销售商品房收入受当年交付进度影响有所下降。公司贸易量增加，贸易收入大幅增长。政府购买服务

规模较小，主要为办公楼物业服务、办公设备各项维保服务等业务。公司其他业务主要包括土地一级开发管理费收入、物业、人力资源、利息业务等，对公司收入形成一定补充。

表 4　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 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
基础设施建设项目	3.43	40.58	6.03	2.57	16.82	6.03	--	--	--
租赁业务	2.58	30.44	49.74	2.57	16.81	42.92	0.81	60.06	71.26
政府购买服务	0.15	1.80	-16.14	0.44	2.91	33.66	0.02	1.17	-417.03
销售商品房	0.64	7.53	-17.41	0.16	1.05	-9.83	0.09	6.73	-9.00
贸易	1.58	18.61	2.70	6.10	39.88	1.53	0.31	23.16	2.10
其他	0.01	1.05	-573.48	3.45	22.54	12.63	0.12	8.88	2.77
合计	**8.46**	**100.00**	**16.74**	**15.29**	**100.00**	**12.56**	**1.34**	**100.00**	**38.05**

注：尾差系四舍五入所致；租赁业务包含广告位和候车亭租赁；公司其他业务主要包括土地一级开发管理费收入、物业、人力资源、利息业务等
资料来源：公司提供

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率较上年下降 4.18 个百分点，主要系毛利率较低的贸易业务收入占比提高所致。公司销售商品房毛利率仍为负，主要系公司按较高的预估土地价格计算相关成本所致。

2021 年 1—3 月，公司营业收入 1.34 亿元，相当于上年全年营业收入的 8.78%，主要为租赁收入和贸易收入；公司综合毛利率为 38.05%，由于毛利率较低的贸易业务收入占比下降，公司综合毛利率水平有所提升。

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设业务

公司承担了胶州开发区的基础设施建设工作，尚需较大规模的投资，业务具有一定的持续性，但回款效率一般。

公司承担胶州开发区范围内基础设施一揽子建设项目，相关工作主要由公司本部承接。公司于 2008 年起，与胶州市财政局签订基础设施建设回购协议，由公司负责胶州开发区基础设施建设项目的筹资、建设工作，建设完成后由胶州市财政局或相关部门向公司回购，回购款包括项目总成本及 16.00%的回报收益。协议涉及胶州开发区道路建设、河道治理、征地拆迁等多个子项目，项目于 2009 年开工建设，计划总投资 99.58 亿元，截至 2021 年 3 月末，公司已经完成投资 78.35 亿元，尚需投资 21.23 亿元，尚需较大规模的投资。

公司基础设施建设项目按完工进度逐年确认收入，并根据《基础设施建设投入、收益申报表》与胶州市财政局进行结算。截至 2021 年 3 月，公司基础设施建设项目累计确认收入 77.24 亿元，累计回款 30.58 亿元，回款效率一般。

（2）租赁业务

公司租赁项目主要承租方为开发区管委会，租赁收入较为稳定，租赁期限较长，带来持续稳定的收入及利润。

2017 年 5 月，公司与胶州经济技术开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）就西安交大青岛研究院工程项目、高新技术企业孵化器工程项目等[3]签订了《租赁协议书》（以下简称“协议书”），协议书约定，2017 年 1 月 1 日起至 2026 年 12 月 31 日，开发区管委会对上述项目每年按照审计投资成本的 8.00%支付租赁费用，2018 年租赁费率提升至 10.00%。

除上述项目外，公司主要可供出租物业还包括自建的创业大厦、管理楼南楼及北楼和社区服务中心等房产。除管理楼南楼和社区服务中心以外，其他项目的承租方均为开发区管委

[3] 上述项目为原开发区管委会发包至公司的施工建设项目，后转为公司自主运营

会，租赁费率为 10.00%，截至 2020 年末，对外出租的管理楼南楼和社区服务中心的出租率为 100.00%。公司主要租赁资产如下表所示。

表 5　公司租赁业务主要项目开展情况

（单位：万平方米、万元）

项目	可租赁面积	租赁收入		
		2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
高新技术企业孵化器项目	4.68	1655.90	1655.90	558.81
西安交大附中	6.17	2733.24	2733.24	683.31
西安交大研究院	14.00	7621.43	7621.43	1905.36
高新技术企业先导区	8.23	2812.38	2431.43	692.87
创业大厦	6.93	4502.10	4496.64	1125.52
管理楼南楼	0.58	30.66	50.36	11.19
管理楼北楼	0.33	212.00	212.00	53.00
胶州综合检测实验中心	2.10	3012.00	3169.25	792.31
青岛中加国际学校	4.00	1954.14	2021.03	505.26
中机孵化器	4.58	1229.36	1229.36	215.60
社区服务中心	0.71	--	25.85	--
上合国际贸易大厦	3.06	--	--	1503.49
合计	**55.37**	**25763.21**	**25646.49**	**8046.72**

注：1. 上表合计数与表 4 中租赁收入不等系未包含广告位、候车亭的租赁收入；2. 高新技术企业先导区 2019 年收入较高系公司将 2015 年收到的款项确认为收入
资料来源：公司提供

2019－2020 年，公司租赁业务收入较为稳定，受 2020 年维护成本增长影响，该业务毛利率有所下降。2021 年 1－3 月，公司确认租赁业务收入 0.81 亿元，毛利率为 71.26%。

公司大部分租赁资产均签订长期合同，未来公司租赁收入来源较有保障，且该业务毛利率较高，带来持续稳定的收入及利润。

（3）房地产业务

公司房地产业务收入规模不大，但因评估价值高，使得入账成本高，账面出现亏损。

公司房地产业务在建、在售项目仅有观澜文苑项目，计划总投资 6.50 亿元，截至 2021 年 3 月末已完成投资 5.50 亿元。公司自 2018 年 10 月初开始观澜文苑一期房地产预售，销售均价 9600.00 元/平方米，一期项目总可售房源 196 套，截至 2021 年 3 月末，已销售 94 套，销售金额为 1.62 亿元，累计交付 70 套，累计确认收入金额 0.89 亿元，累计收到回款 1.59 亿元。观澜文苑二期项目已开始预售，销售均价 9800.00 元/平方米，二期总可售房源 352 套，已销售 189 套，销售金额 2.45 亿元，累计收到回款 2.49 亿元，观澜文苑二期尚未交付，截至 2021 年 3 月末尚未确认收入。

自 2019 年起，观澜文苑项目开始交付，但受交付进度影响，确认收入的规模均不大。此外，商品房销售业务毛利率持续为负，主要系该地块系整体转让取得，评估价值高使得入账成本高，公司按较高的预估土地价格计算相关成本所致。拟建项目方面，公司未来计划将持有的长江路 190 亩地块打造为胶州开发区内高端的小区，该地块的规划手续正在办理审批。

（4）贸易业务

公司贸易业务规模快速扩大，主要覆盖青岛地区，但上下游集中度均较高，毛利率较低，对利润贡献有限。

公司二级子公司青岛胶发国际贸易有限公司负责公司贸易业务。公司贸易业务模式为以销定购，主要贸易商品为钢材、海产品、大宗粮油和木材等。

公司与供应商一般以现汇和信用证方式即期进行结算，与下游客户的结算方式亦为现汇和信用证，一般向下游客户收取一定比例的预付款，对下游客户给予 1~3 个月账期。

公司前五大供应商和客户情况见下表，上下游集中度均较高，公司贸易业务主要覆盖青岛地区。

表 6　公司前五大上游供应商和下游客户情况（单位：万元、%）

2019 年					
前五大上游供应商	采购金额	占比	前五大下游客户	销售金额	占比
青岛北洋佳美水产有限公司	2033.17	12.67	青岛天驰供应链管理有限公司	2768.15	16.79
青岛宝祥钢材加工配送有限公司	1875.09	11.69	青岛建祥建设集团有限公司	2814.13	17.07
青岛英莱尔商贸有限公司	5029.82	31.36	杭萧钢构（山东）有限公司	4430.60	26.87

青岛绿建园开发投资有限公司	2408.06	15.01	青岛东城建设工程有限公司	2392.26	14.51
青岛中鸿钢铁有限公司	1625.47	10.13	青岛永信煜昌工贸有限公司	1317.78	7.99
合计	**12971.61**	**80.86**	**合计**	**13722.92**	**83.23**
2020 年					
前五大上游供应商	**采购金额**	**占比**	**前五大下游客户**	**销售金额**	**占比**
青岛品品好粮油集团有限公司	11000.00	18.32	青岛宝御品经贸有限公司	12000.00	19.68
青岛市海运杰物资有限公司	10000.00	16.65	青岛金胶州供应链管理服务有限公司	10000.00	16.40
青岛鑫泛奥物资有限公司	8000.00	13.32	杭萧钢构（山东）有限公司	9000.00	14.76
青岛英莱尔商贸有限公司	8000.00	13.32	青岛建祥建设集团有限公司	8000.00	13.12
青岛北洋佳美水产有限公司	6000.00	9.99	中国建筑第六工程局有限公司	2000.00	3.28
合计	**43000.00**	**71.59**	**合计**	**41000.00**	**67.24**

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来将继续加大重点项目投资规模，服务上合示范区建设，积极承担政府项目，加快公司各板块均衡发展。

除上述已签订回购协议的胶州开发区基础设施建设项目外，公司在建的项目还包括开发区初中项目、上合组织国际培训中心、中央商务区地下停车场综合体等，以上项目将通过对外出租平衡前期的投资。截至 2020 年末，上述在建项目预计总投资 54.59 亿元，已完成投资 6.90 亿元，面临较大资本支出压力。

表 7 截至 2020 年末公司主要在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资
开发区初中项目	3.17	2.15
黄河路小学项目	2.44	1.76
博爱街幼儿园项目	0.59	0.43
社区服务中心项目	0.56	0.33
上合国际交流中心（胶州市委党校）	9.92	0.58
中央商务区地下停车场综合体	4.72	0.57
特勤消防站	0.63	0.19
上合组织国家青年创业中心	21.00	0.15
上合跨境电商创业园	5.23	0.47
上合企业示范园二期	6.33	0.27
合计	**54.59**	**6.90**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020年财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内子公司 16 家。2020 年，公司合并范围内增加 4 家子公司；2021 年一季度公司合并范围未发生变化。合并范围变动的子公司规模均不大，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，其他应收款对资金形成较大占用，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

截至 2020 年末，公司资产总额较上年末增长 22.93%，主要系非流动资产增长所致。公司资产结构仍以流动资产为主。

表 8 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**298.97**	**90.61**	**309.48**	**76.30**	**325.97**	**76.48**
货币资金	16.20	4.91	18.75	4.62	30.97	7.27
其他应收款	75.07	22.75	72.10	17.78	74.48	17.47

存货	185.78	56.31	204.61	50.45	207.23	48.62
非流动资产	**30.99**	**9.39**	**96.12**	**23.70**	**100.25**	**23.52**
在建工程	10.13	3.07	20.47	5.05	22.62	5.31
无形资产	1.11	0.34	40.98	10.10	41.11	9.65
资产总额	**329.95**	**100.00**	**405.60**	**100.00**	**426.22**	**100.00**

注：其他应收款包括应收股利和应收利息
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动资产较上年末增长 3.52%，主要系存货增长所致。公司货币资金较上年末增长 15.74%，主要为银行存款和现金，其中使用受限资金为 0.10 亿元。公司其他应收款较上年末下降 3.96%，公司其他应收款主要为应收上合示范区管委会、胶州市财政局以及胶州市地方国企的往来款；前五名单位合计欠款金额 68.63 亿元，占余额的 95.19%，集中度高。

表 9　公司其他应收款前五名情况（单位：亿元）

债务人名称	余额	账龄
上合示范区管委会	54.02	1 年以内
胶州市财政局	5.88	1 年以内
青岛胶州湾科投置业有限公司	5.95	1 年以内
青岛市胶州新城建设发展有限公司	1.40	1 年以内
青岛金胶州资产经营有限公司	1.38	1 年以内
合计	**68.63**	**--**

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司存货主要为开发成本和基础设施项目投入，截至 2020 年末，公司存货较上年末增长 10.14%，主要系基础设施建设项目持续投入所致。公司存货包括开发成本（130.01 亿元，以土地资产为主）和基础设施项目未结算投入（72.03 亿元）；公司土地资产面积约 593.68 万平方米，主要为出让用地，用途以住宅及工业用地为主，另有少部分商服、科教用地，其中 35.97 亿元的土地资产用于抵押。

截至 2020 年末，公司非流动资产较上年末大幅增长 210.20%。公司在建工程大幅增长 102.01%，主要系上合示范区相关项目持续投入所致。公司在建项目主要包括青岛幼儿师范项目、上合示范区环境景观综合整治及优化提升工程项目等。公司无形资产较上年末增加 39.87 亿元，包括水域使用权（39.69 亿元）和土地使用权（1.29 亿元），其中水域使用权为 2020 年新增。

截至 2020 年末，公司受限资产 45.86 亿元，分别为用于抵押的土地使用权 35.97 亿元、用于质押的应收账款 9.80 亿元和少部分货币资金，资产受限比例为 11.31%。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额较上年末增长 5.09%，资产规模及结构变化不大。其中，公司货币资金较上年末增长 65.15%，主要系新增融资所致。

3. 资本结构

因上合示范区管委会划入水域使用权，公司所有者权益有所增长；所有者权益中实收资本和资本公积占比大，权益稳定性较好。

截至 2020 年末，公司所有者权益较上年末增长 21.70%，主要系资本公积增长所致。

截至 2020 年末，公司实收资本较上年末未发生变化；资本公积较上年末增长 24.51%，主要系上合示范区管委会将金湖、如意湖及跃进河水域使用权作为权益性资本金投入所致；未分配利润较上年末增长 19.33%，系利润留存所致。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益规模与结构较上年末变化小，所有者权益稳定性较好。

表 10　公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	12.00	8.92	12.00	7.33	12.00	7.32
资本公积	105.14	78.13	130.91	79.93	130.91	79.82
未分配利润	16.01	11.90	19.11	11.67	19.40	11.83
所有者权益总额	**134.57**	**100.00**	**163.77**	**100.00**	**164.01**	**100.00**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

公司全部债务增长较快，债务结构仍以长期债务为主，整体债务负担有所加重。

截至 2020 年末，公司负债总额较上年末增长 23.77%，主要系非流动负债增长所致。公司负债结构较上年末变化不大，仍以非流动负债为主。

表 11　公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**50.28**	**25.73**	**68.57**	**28.35**	**74.08**	**28.25**
短期借款	10.62	5.43	10.99	4.55	16.68	6.36
一年内到期的非流动负债	17.76	9.09	32.93	13.62	32.88	12.54
其他流动负债	3.50	1.79	11.99	4.96	11.99	4.57
非流动负债	**145.11**	**74.27**	**173.26**	**71.65**	**188.13**	**71.75**
长期借款	47.37	24.24	72.38	29.93	75.73	28.88
应付债券	87.26	44.66	89.03	36.82	99.51	37.95
长期应付款	5.77	2.95	2.39	0.99	3.43	1.31
负债总额	**195.39**	**100.00**	**241.82**	**100.00**	**262.21**	**100.00**

注：长期应付款不包括专项应付款
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

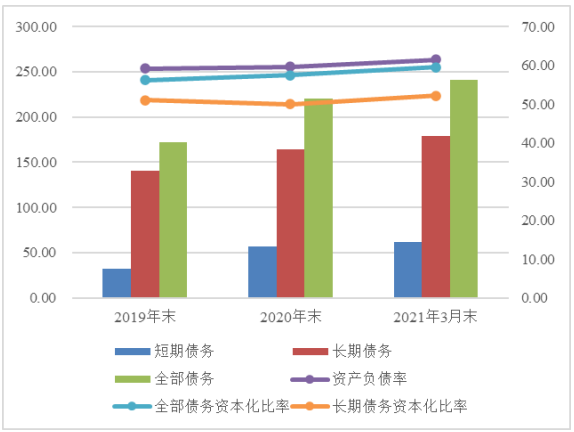
截至 2020 年末，公司流动负债较上年末增长 36.37%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债大幅增长所致。公司短期借款较上年末增长 3.54%，全部为保证借款。公司一年内到期的非流动负债较上年末大幅增长 85.45%，主要系一年内到期的应付债券大幅增长所致。其中，一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为 9.29 亿元、20.25 亿元和 3.40 亿元。公司其他流动负债较上年末大幅增长 242.66%，系新发行短期融资券和债权融资计划产品所致。本报告已将其他流动负债中的有息债务计入短期债务核算。

截至 2020 年末，公司非流动负债较上年末增长 19.40%，主要系长期借款增长所致。公司长期借款较上年末大幅增长 52.81%，主要为保证借款和质押、抵押借款。公司应付债券较上年末增长 2.03%，主要系发行多期定向工具和中期票据所致。公司长期应付款较上年末下降 58.61%，主要系一年内到期的融资租赁款转入流动负债所致。本报告已将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算。

有息债务方面，截至 2020 年末，公司全部债务 220.77 亿元，较上年末增长 28.15%，债务结构以长期债务（占 74.20%）为主。截至 2020 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年末有所增长，分别为 59.62%和 57.41%，较上年末分别增加 0.41 个百分点和 1.27 个百分点；长期债务资本化比率有所下降，较上年末减少 1.06 个百分点至 50.00%。公司整体债务负担有所加重。从债务到期期限结构看，截至 2020 年

末，公司 2021－2023 年到期债务规模分别为 56.97 亿元、58.33 亿元和 68.99 亿元。

图 1 公司财务杠杆情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 8.43%，负债结构变化不大。其中，短期借款、长期借款和应付债券分别较上年末增长 51.68%、4.63%和 11.77%，系公司资金需求增加，融资规模扩大所致。截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 240.71 亿元，较上年末增长 9.03%，其中短期债务 62.03 亿元、长期债务 178.68 亿元。同期末，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较上年末分别增长至 61.52%、59.48%和 52.14%，公司债务负担继续加重。

4. 盈利能力

公司营业收入快速增长，其他收益对利润实现贡献程度较大，整体盈利能力尚可。

2020 年，公司营业收入较上年大幅增长 80.63%，营业成本较上年大幅增长 89.69%，成本增速大于收入增速。2020 年，公司利润总额较上年增长 189.94%。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	8.46	15.29	1.34
营业成本	7.05	13.37	0.83
费用总额	1.00	-1.54	0.19
其中：管理费用	0.64	0.62	0.16
财务费用	0.24	-2.28	0.02
其他收益	2.61	1.38	0.00
利润总额	1.55	4.51	0.24
营业利润率	-0.72	9.54	31.45
总资本收益率	0.30	0.90	--
净资产收益率	0.68	2.10	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

费用总额方面，2020 年公司费用总额较上年大幅下降 253.53%，系形成汇兑损益所致。同期，公司费用总额占营业收入比重由 2019 年的 11.83%下降至-10.05%。

2019－2020 年，公司分别获得政府补助 2.61 亿元和 1.38 亿元，分别占当年实现利润总额的 167.89%和 30.66%，政府补助对利润实现的贡献程度较大。

从盈利指标看，2020 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均较上年有所增长。公司整体盈利能力尚可。

2021 年 1－3 月，公司营业收入为 1.34 亿元，相当于 2020 年全年收入的 8.78%；当期公司未获得政府补助，利润总额 0.24 亿元。

5. 现金流

公司主营业务现金回流情况好，但受项目持续建设及往来款支出规模较大影响，经营活动和投资活动现金仍呈净流出状态，为平衡项目投入及债务偿还需求，公司筹资活动保持较大力度。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	24.08	83.85	4.26
经营活动现金流出小计	64.16	106.05	6.69
经营活动现金流量净额	**-40.08**	**-22.20**	**-2.43**
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	4.03	27.64	3.44
投资活动现金流量净额	**-4.03**	**-27.64**	**-3.44**
筹资活动现金流入小计	75.23	89.15	26.80
筹资活动现金流出小计	26.94	36.86	8.72
筹资活动现金流量净额	**48.29**	**52.29**	**18.08**
现金收入比	**131.46**	**139.22**	**108.08**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与政府相关单位和关联方的往来款等。2020 年，公司经营活动现金流入量大幅增长，主要系当年收回的往来款规模大幅增加所致。同期，公司经营活动现金流出亦大幅增长，一方面系代建业务、房地产业务和贸易业务成本支出增加，一方面系支付的往来款规模大幅增加所致。2020 年，公司经营活动现金流量仍为大额净流出。同期，受商品房预收款影响，公司现金收入比保持高水平。

2020 年，公司无投资活动现金流入。投资活动现金流出为在建工程投入及股权投资支出，2020 年投资活动现金流出大幅增加系在建项目投入及对产业基金、股权投资基金出资[4]所致。2020 年，公司投资活动现金流量仍呈净流出，净流出规模有所扩大。

为平衡经营及投资活动现金缺口，公司筹资活动保持较大力度。2020 年，公司筹资活动现金流入量有所扩大，主要为取得借款、发行债券收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金。2020 年，公司筹资活动现金流量仍呈净流入，净流入规模有所扩大。

2021 年 1－3 月，公司经营活动和投资活动现金流量仍为净流出，筹资活动现金流量保持净流入。

6. 偿债能力

公司长、短期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司是青岛市胶州经济技术开发区最重要的基础设施建设及投融资主体，获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

表 14 公司偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

项目	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年 3 月（末）
短期偿债能力指标			
流动比率	594.60	451.36	440.03
速动比率	225.11	152.94	160.29
现金短期债务比	0.51	0.33	0.50
长期偿债能力指标			
EBITDA	2.62	5.73	--
全部债务/EBITDA	65.71	38.53	--
EBITDA 利息倍数	6.39	20.05	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均呈下降趋势。公司货币资金受限规模小，若剔除受限资金，截至 2020 年末，公司现金短期债务比仍为 0.33 倍。截至 2021 年 3 月末，流动比率较上年末有所下降，速动比率和现金短期债务比较上年末有所提升，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 大幅增长，全部债务/EBITDA 有所下降，EBITDA 利息倍数大幅增长。公司长期偿债能力一般。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额 61.68 亿元，担保比率为 37.61%。被担保企业均为胶州市国有企业，上述企业经营正常，公司对外担保的或有负债风险可控。

表 15 公司对外担保情况（单位：亿元）

担保对象	担保余额
青岛胶州城市发展投资有限公司	15.78
青岛金胶州资产经营有限公司	15.00
青岛少海水利开发有限公司	13.60
青岛市胶州新城建设发展有限公司	6.00
青岛创赢隆达实业发展有限公司	5.00
青岛上合发展集团有限公司	4.30
青岛胶州渠成水务工程有限公司	1.00
青岛少海发展集团有限公司	1.00
合计	**61.68**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月末，公司共获得各银行授信总额 209.85 亿元，已使用授信额度 153.52 亿元，尚未使用额度 56.33 亿元，公司尚有一定规模的未使用授信额度。

截至 2021 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

[4] 2020 年，公司作为有限合伙人出资青岛胶州市国宏股权投资基金合伙企业（有限合伙）、青岛乐通华资智慧产业基金（有限合伙）、杭州岛城时空一号股权投资合伙企业（有限合伙）、青岛胶州市盛锐股权投资基金合伙企业（有限合伙）和青岛金胶州新旧动能转换基金（有限合伙），合计出资金额为 11.36 亿元，公司对以上企业不具有控制、共同控制或重大影响，且不参与企业的日常经营活动。

7. 母公司财务概况

母公司资产、负债、权益占合并口径比例较高。受发行债券影响，母公司全部债务规模大幅增长，整体债务负担适中，短期偿债压力一般。

截至 2020 年末，母公司资产总额 334.87 亿元，较上年末增长 32.78%，占合并口径资产总额的 82.56%。

截至 2020 年末，母公司负债总额 191.41 亿元，较上年末增长 39.84%，占合并口径负债的 79.15%。截至 2020 年末，母公司全部债务 145.67 亿元，较上年末增长 49.58%；资产负债率和全部债务资本化比率分别增长至 57.16%和 50.38%。

截至 2020 年末，母公司所有者权益 143.46 亿元，较上年末增长 24.41%，占合并口径所有者权益的 87.60%。

2020 年，母公司实现营业收入 6.77 亿元，占同期合并口径营业收入的 44.30%，母公司利润总额 4.16 亿元，占同期合并口径利润总额的 92.19%。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流净额为-19.56 亿元，投资活动现金流净额-23.44 亿元，筹资活动现金流净额 45.11 亿元。

截至 2021 年 3 月末，母公司资产总额 346.50 亿元，所有者权益为 143.51 亿元，负债总额 202.99 亿元，全部债务 158.45 亿元。2021 年 3 月末，母公司资产负债率 58.58%、全部债务资本化比率 52.47%，债务负担适中；现金短期债务比为 0.53 倍，短期偿债压力一般。2021 年 1－3 月，母公司营业收入 0.27 亿元，利润总额 0.05 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强，但存续债券于 2024 年存在集中偿付压力。

截至 2021 年 7 月 5 日，公司存续债券余额 107.22 亿元[5]，应于 2021 年到期偿付债券余额 2.30 亿元。若考虑存续债券行权，公司于 2024 年达到待偿债券峰值 42.79 亿元。截至 2020 年末，公司剔除受限货币资金后的现金类资产 18.66 亿元，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 83.85 亿元、-22.20 亿元和 5.73 亿元，对公司存续债券保障情况见下表，存续债券于 2024 年存在集中偿付压力。

表 16　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

主要指标	指标值
本年度剩余到期债券金额	2.30
未来待偿债券本金峰值	42.79
现金类资产/本年度剩余到期债券金额	8.11
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.96
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.52
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.13

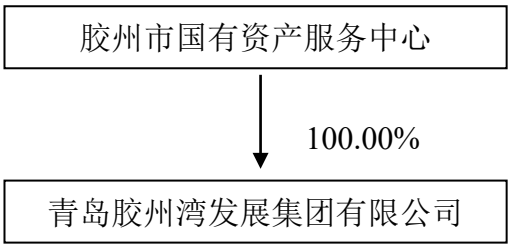
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用 2020 年末剔除受限资金的数据；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年度数据
资料来源：联合资信根据财务报表及公开资料整理

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+，维持“18 胶州湾 MTN002”“19 胶州湾 MTN001”“20 胶州湾 MTN001”“21 胶州湾 MTN001”的信用等级为 AA+，维持“21 胶州湾 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

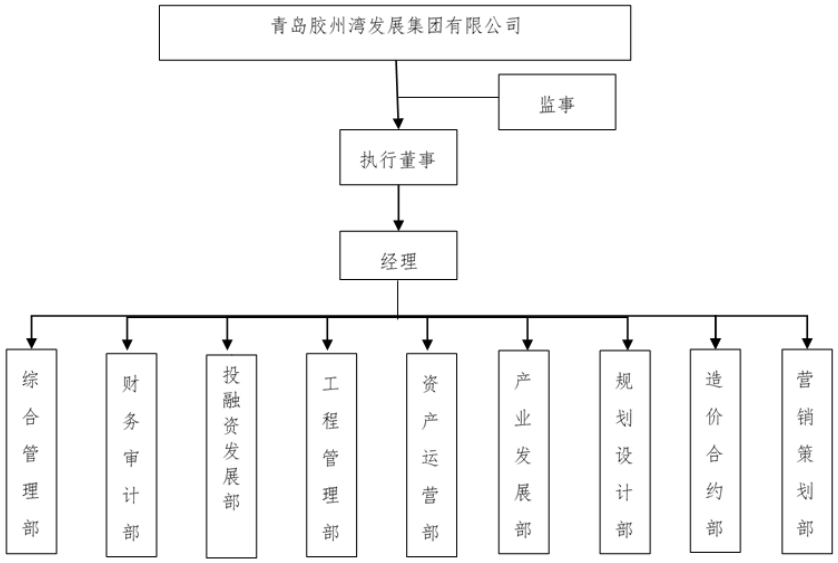
[5] 2019 年，公司发行 3.00 亿美元境外债券，起息日为 2019 年 6 月 28 日。2021 年，公司发行 2.00 亿元美元境外债券，起息日为 2021 年 6 月 7 日。本报告分别按照中国人民银行公布的 2019 年 6 月 28 日美元兑人民币汇率中间价和 2021 年 6 月 7 日美元兑人民币汇率中间价计算其本金规模

附件 1-1　截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月末公司合并范围内一级子公司情况

序号	企业名称	注册地	注册资本（万元）	持股比例（%）	享有的表决权（%）	取得方式
1	青岛胶州湾科技投资有限公司	青岛胶州市	150000.00	100.00	100.00	投资设立
2	青岛胶州湾科顺置业有限公司	青岛胶州市	10000.00	100.00	100.00	投资设立
3	青岛胶州湾宏科置业有限公司	青岛胶州市	60000.00	100.00	100.00	投资设立
4	青岛胶州湾上合示范区发展有限公司	青岛胶州市	100000.00	100.00	100.00	投资设立
5	青岛胶州湾科创置业有限公司	青岛胶州市	10000.00	100.00	100.00	投资设立

资料来源：审计报告及公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.83	16.20	18.75	30.97
资产总额（亿元）	301.89	329.95	405.60	426.22
所有者权益（亿元）	125.83	134.57	163.77	164.01
短期债务（亿元）	30.88	31.88	56.97	62.03
长期债务（亿元）	96.37	140.40	163.80	178.68
全部债务（亿元）	127.25	172.27	220.77	240.71
营业收入（亿元）	5.06	8.46	15.29	1.34
利润总额（亿元）	2.37	1.55	4.51	0.24
EBITDA（亿元）	3.43	2.62	5.73	--
经营性净现金流（亿元）	-20.61	-40.08	-22.20	-2.43
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.71	7.08	4.51	--
存货周转次数（次）	0.02	0.04	0.07	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.03	0.04	--
现金收入比（%）	153.09	131.46	139.22	108.08
营业利润率（%）	-17.50	-0.72	9.54	31.45
总资本收益率（%）	0.66	0.30	0.90	--
净资产收益率（%）	1.33	0.68	2.10	--
长期债务资本化比率（%）	43.37	51.06	50.00	52.14
全部债务资本化比率（%）	50.28	56.14	57.41	59.48
资产负债率（%）	58.32	59.22	59.62	61.52
流动比率（%）	357.53	594.60	451.36	440.03
速动比率（%）	105.26	225.11	152.94	160.29
经营现金流动负债比（%）	-26.78	-79.71	-32.37	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.51	0.33	0.50
全部债务/EBITDA（倍）	6.15	6.39	20.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	37.12	65.71	38.53	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.14	11.11	13.21	19.81
资产总额（亿元）	250.12	252.19	334.87	346.50
所有者权益（亿元）	108.41	115.31	143.46	143.51
短期债务（亿元）	10.61	7.18	34.68	37.68
长期债务（亿元）	34.54	90.20	110.98	120.77
全部债务（亿元）	45.15	97.38	145.67	158.45
营业收入（亿元）	7.02	7.95	6.77	0.27
利润总额（亿元）	2.38	4.03	4.16	0.05
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	6.55	-53.90	-19.56	-6.04
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	144.34	--
存货周转次数（次）	0.03	0.03	0.04	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.02	--
现金收入比（%）	92.54	92.28	184.58	5.50
营业利润率（%）	26.72	27.98	18.36	11.58
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	1.88	3.15	2.35	--
长期债务资本化比率（%）	24.16	43.89	43.62	45.70
全部债务资本化比率（%）	29.40	45.79	50.38	52.47
资产负债率（%）	56.66	54.28	57.16	58.58
流动比率（%）	215.90	524.38	303.37	316.69
速动比率（%）	74.12	195.26	104.96	114.70
经营现金流动负债比（%）	6.44	-125.91	-24.40	--
现金短期债务比（倍）	0.96	1.55	0.38	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将母公司其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款有息部分纳入长期债务核算；3. 母公司 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. “/”表示相关数据未获取，该指标无法计算；母公司 2018 年末和 2019 年末无应收账款，相关指标不适用
资料来源：母公司财务报表，联合资信整理

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/营业收入×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-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%
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

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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-4　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

权利与免责声明

1．本报告所列示的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。

2．本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3．联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4．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。

5．联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6．任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。