

# 信用评级公告

联合〔2023〕3732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<sup>+</sup>，维持“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<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月八日

# 青岛胶州湾发展集团有限公司 2023 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
青岛胶州湾发展集团有限公司	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
18 胶州湾 MTN002	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
19 胶州湾 MTN001	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
20 胶州湾 MTN001	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
21 胶州湾 MTN001	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	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

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：2023 年 6 月 8 日

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 评级观点

跟踪期内，青岛胶州湾发展集团有限公司（以下简称“公司”）作为青岛市胶州经济技术开发区（以下简称“胶州开发区”）重要的基础设施建设及投融资主体，外部发展环境良好，业务具备区域专营优势，并继续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”）也关注到公司资金支出压力较大，全部债务大幅增长，债务结构有待优化等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着胶州开发区及中国—上海合作组织地方经贸合作示范区（以下简称“上合示范区”）建设的逐步推进，公司代建及自营类基础设施建设业务的有望稳定发展。

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>，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<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

## 优势

- 外部发展环境良好。**胶州市经济实力不断增强，胶州开发区区位优势明显，上合示范区为“一带一路”国际合作新平台，公司外部发展环境良好。
- 区域专营优势。**公司作为胶州开发区重要的基础设施建设和投融资主体，在胶州开发区发展中具有重要地位，业务具备区域专营优势。
- 有力的外部支持。**跟踪期内，公司在资产注入、股权划拨和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。2022 年，多家企业股权及资产注入公司，合计增加资本公积 222.59 亿元，带动公司资产及所有者权益规模大幅增长。

## 关注

- 跟踪期内，公司经营活动现金净流出规模扩大，项目建设资金支出压力较大。**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流出规模扩大。公司在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力。

本次评级模型打分表及结果:

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	3	
指示评级				a <sup>+</sup>
个体调整因素				--
个体信用等级				a <sup>+</sup>
外部支持调整因素: 政府支持				+3
评级结果				AA <sup>+</sup>

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

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022 年末			
所属区域	胶州市	胶州市	日照市	城阳区
GDP (亿元)	1541.09	1541.09	2306.77	1348.33
一般公共预算收入 (亿元)	112.98	112.98	185.31	114.62
资产总额 (亿元)	840.19	623.79	429.34	377.84
所有者权益 (亿元)	408.60	251.05	136.43	116.86
营业总收入 (亿元)	27.93	20.57	66.01	32.86
营业利润率 (%)	12.28	3.16	22.30	3.49
利润总额 (亿元)	5.39	2.40	2.17	1.60
资产负债率 (%)	51.37	59.75	68.22	69.07
全部债务资本化比率 (%)	49.20	55.70	62.16	59.45
全部债务/EBITDA	44.97	98.52	17.00	72.40
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.39	2.23	1.54	0.28

注: 公司 1 为青岛胶州城市发展投资有限公司, 公司 2 为日照城投集团有限公司, 公司 3 为青岛红建投资控股集团有限公司  
资料来源: 联合资信整理

分析师:

倪 昕 (R0040218020005)

赵晓敏 (R0150221070010)

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](http://www.lhratings.com)

2. 全部债务大幅增长, 债务结构有待优化。截至 2023 年 3 月末, 公司全部债务较 2021 年末增加 152.51 亿元, 增速快, 公司债务负担较重, 短期偿债压力较大, 债务结构有待优化。

主要财务数据:

项 目	合并口径			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产 (亿元)	18.75	41.26	21.13	47.53
资产总额 (亿元)	409.35	495.78	840.19	890.54
所有者权益 (亿元)	166.58	180.56	408.60	408.57
短期债务 (亿元)	56.97	95.66	131.43	133.16
长期债务 (亿元)	163.80	197.20	264.32	312.21
全部债务 (亿元)	220.77	292.86	395.75	445.37
营业总收入 (亿元)	15.29	25.16	27.93	6.11
利润总额 (亿元)	4.51	8.99	5.39	0.73
EBITDA (亿元)	5.73	10.49	8.80	--
经营性净现金流 (亿元)	-22.20	-17.02	-68.19	-5.61
营业利润率 (%)	9.54	9.41	12.28	8.98
净资产收益率 (%)	2.06	3.87	1.07	--
资产负债率 (%)	59.30	63.58	51.37	54.12
全部债务资本化比率 (%)	56.99	61.86	49.20	52.15
流动比率 (%)	451.36	346.13	304.33	316.03
经营现金流动负债比 (%)	-32.37	-15.60	-44.68	--
现金短期债务比 (倍)	0.33	0.43	0.16	0.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.05	41.08	1.39	--
全部债务/EBITDA (倍)	38.53	27.91	44.97	--

项 目	公司本部			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额 (亿元)	334.87	387.33	690.84	720.20
所有者权益 (亿元)	143.46	148.05	377.90	378.72
全部债务 (亿元)	145.67	205.87	274.04	308.17
营业总收入 (亿元)	6.77	6.63	6.39	0.39
利润总额 (亿元)	4.16	2.91	0.95	0.82
资产负债率 (%)	57.16	61.78	45.30	47.41
全部债务资本化比率 (%)	50.38	58.17	42.03	44.86
流动比率 (%)	303.37	290.03	256.55	286.52
经营现金流动负债比 (%)	-24.40	-32.75	-39.51	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 本报告将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; 4. 本报告 2020 年财务数据为 2021 年期初调整数; 5. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计, 相关指标未年化  
资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

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
18 胶州湾 MTN002、 19 胶州湾 MTN001、 20 胶州湾 MTN001、 21 胶州湾 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2022/06/29	杨婷 杨廷芳	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	<a href="#">阅读原文</a>
21 胶州湾 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	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	<a href="#">阅读全文</a>
20 胶州湾 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	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	<a href="#">阅读全文</a>
19 胶州湾 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	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）	<a href="#">阅读全文</a>
18 胶州湾 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	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）	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受青岛胶州湾发展集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用征信股份有限公司（以下简称“联合征信”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合征信之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

# 青岛胶州湾发展集团有限公司

## 2023 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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，公司实收资本、控股股东及实际控制人发生变化，截至 2023 年 3 月末，公司注册资本 20.00 亿元，实收资本增长至 16.50 亿元，根据公司章程约定，剩余部分将于 2038 年末前到位，青岛上合控股发展集团有限公司（以下简称“上合控股”）持有公司 100.00% 股权，胶州市国有资产服务中心（以下简称“胶州市国资中心”）持有上合控股 100% 股权，公司实际控制人为中国—上海合作组织地方经贸合作示范区管理委员会（以下简称“上合管委会”）。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2023 年 3 月末，公司本部设财务部、融资管理部和工程管理部等职能部门；合并范围内一级子公司 10 家。

截至 2022 年末，公司资产总额 840.19 亿元，所有者权益 408.60 亿元（少数股东权益 0.84 亿元）。2022 年，公司实现营业总收入 27.93 亿元，利润总额 5.39 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额 890.54 亿元，所有者权益 408.57 亿元（少数股东权益 0.87 亿元）。2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 6.11 亿元，利润总额 0.73 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；公司法定代表人：逯卫。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券见下表，“18 胶州湾 MTN002”“19 胶州湾 MTN001”“20 胶州湾 MTN001”“21 胶州湾 MTN001”21 胶州湾募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 联合资信所评债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限（年）
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	15.00	15.00	2021/12/27	5

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

## 五、行业及区域环境分析

### 1. 城市基础设施建设行业

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

### 2. 区域经济环境

胶州市经济实力不断增强，胶州经济技术开发区（以下简称“胶州开发区”）作为国家级开发区，区位优势明显，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，公司经营发展的外部环境良好。

#### （1）胶州市

胶州市为青岛市下辖县级市，地处山东半岛西南部，胶州湾西北岸是山东半岛联结海内外的重要交通咽喉。胶州市陆地面积约 1324 平方公里，海岸线 25 公里，辖 4 个镇、8 个街道办事处、811 个行政村、65 个社区（居委会），另设有胶州开发区（国家级技术开发区）和大沽河省级生态旅游度假区。胶州市辖区内拥有两个铁路客运站和中铁联集青岛集装箱中心站，中铁联集青岛集装箱中心站作为全国 18 个集装箱中心站之一，是山东省内唯一铁路“陆港”。胶州市拥有青银、青兰、沈海三条高速公路，胶济、胶黄、胶新、胶济客运专线四条铁路。同时，青岛胶东国际机场距离胶州市中心 11 公里，为山东省首座国际级机场、区域性枢纽机场，机场跑道等级为 4F 等级，定位为“东北亚地区重要航空枢纽”和“面向日韩的重要门户枢纽机场”。

根据《胶州市国民经济和社会发展统计公报》及胶州市人民政府（以下简称“胶州市政府”）网站披露的统计数据，2020—2022 年，胶州市分别实现地区生产总值 1225.86 亿元、1456.27 亿元和 1541.09 亿元。2022 年，胶州市地区生产总值按可比价格计算，同比增长 5.0%。其中，第一产业增加值 65.98 亿元，同比增长 2.3%；第二产业增加值 740.16 亿元，同比增长 3.9%；第三产业增加值 734.95 亿元，同比增长 6.3%，三次产业结构为 4.3:48.0:47.7。2022 年，胶州市人均 GDP 为 15.00 万元。

根据《胶州市财政预算执行情况和财政预算草案的报告》及政府网站披露的统计数据，2020—2022 年，胶州市分别实现一般公共预算收入 102.91 亿元、115.46 亿元和 112.98 亿元。2022 年，胶州市一般公共预算收入同比下降 2.2%，其中税收收入 70.69 亿元，同比下降 18.8%。2020—2022 年，胶州市政府性基金收入分别为 135.28 亿元、100.49 亿元和 66.16 亿元，2022 年，胶州市政府基金收入同比下降 34.2%。同期，胶州市财政自给率（一般公共预算收入/

一般公共预算支出\*100.00%) 分别为 83.60%、88.96%和 80.97%。

根据胶州市政府网站数据, 2023 年一季度胶州市完成地区生产总值 359.67 亿元, 同比增长 5.7%。其中, 第一产业增加值 4.32 亿元, 同比增长 5.2%; 第二产业增加值 164.52 亿元, 同比增长 4.3%; 第三产业增加值 190.84 亿元, 同比增长 6.9%。同期, 胶州市实现一般公共预算收入 35.6 亿元, 同比增长 9.3%。

## (2) 胶州开发区及上合示范区

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、核心区和拓展区三个圈层。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。

胶州开发区区位优势明显, 处于“陆、海、空”交通 15 分钟经济圈内。陆路交通方面, 胶州开发区紧邻胶州湾高速胶州出口, 青银、青兰、沈海三条高速公路, 胶济、胶黄、胶新、胶济客运专线四条铁路穿境而过。海路交通方面, 胶州开发区距青岛前湾港约 15 公里, 可联通 130 多个国家和地区的 450 多个港口。空港方面, 胶州开发区距新落户的青岛胶东国际机场 15 公里。

胶州开发区着力打造高端制造、电力设备、现代物流、智能家居、互联网+、医疗生物和汽车制造七大产业集群, 培育壮大了以香港万信、美国 NOV 海工装备、日本电产、德国贝克曼沃玛、瑞典阿法拉伐、新加坡大牧人等项目为代表的千亿级高端装备制造产业链; 以青岛京东亚洲一号、有住智能集成产业园、传化公路

港、宝湾物流、俄罗斯纳吉日达跨境电商等项目为代表的千亿级互联网+及现代服务产业链; 依托国际胶东机场和国家级欧亚经贸产业园建设, 一批汽车整车、配件、航空制造企业落户, 千亿级航空航天和汽车制造产业链正在形成。

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市建设上合示范区; 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》。上合示范区按照“五新”(新平台、新方位、新范例、新格局、新载体) 战略定位, 第一时间制定行动纲要, 确定“一个目标”、“五大中心”<sup>1</sup>、“九大行动”, 全力打造“一带一路”国际合作新平台。上合示范区区辖域总面积约 108 平方千米, 包括核心区和 3 个片区。其中, 核心区位于胶州, 面积约 61.1 平方千米; 3 个片区的陆港片区面积约 15.4 平方千米、空港保税区面积约 3.6 平方千米、机场南片区面积约 27.9 平方千米。

## 六、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至 2023 年 3 月末, 公司注册资本 20.00 亿元, 实收资本 16.50 亿元, 上合控股持有公司 100.00% 股权, 为公司控股股东, 公司实际控制人为上合管委会。

### 2. 企业规模及竞争力

公司定位未发生重大变化, 公司仍是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. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告(自主查询版, 中征码: 3702810000110921), 截至 2023

<sup>1</sup>国际物流中心、现代贸易中心、双向投资合作中心、商旅文化交流发展中心、海洋合作中心。



年4月20日，公司本部无已结清或未结清的不良/关注类贷款记录，公司过往信用记录良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2023年6月8日，联合资信未发现公司本部被列入失信被执行人名单。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司在其他管理人员、管理体制、内部管理制度等方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**2022年，由于贸易量的增加以及租赁收入增长，公司营业总收入和综合毛利率较上年有所**

**增长。**

2022年，公司营业总收入较上年增长。各业务板块方面，公司基础设施建设收入略有下降；受益于合并范围变化影响，公司租赁业务收入较上年增长；销售商品房收入随交付结转进度影响有所下降；公司贸易规模持续扩大；2022年，土地一级开发管理费收入受项目结算进度影响较上年增长。公司其他业务主要包括政府购买服务、劳务派遣业务、利息收入等，对公司收入形成一定补充。

毛利率方面，受合并范围变化及结算项目不同影响，2022年公司基础设施建设项目毛利率较上年增长；2022年公司合并范围变化，新增部分租赁资产，毛利率较2021年有所下降；2022年公司销售商品房中确认别墅收入较多，因别墅售价高于普通住宅，所以毛利率转正；公司土地一级开发管理费毛利率无变化。

表2 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年			2022年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
基础设施建设项目	2.57	16.82	6.03	2.32	9.23	6.76	2.25	8.06	11.72
租赁业务	2.57	16.81	42.92	3.76	14.95	57.40	5.69	20.37	50.81
销售商品房	0.16	1.05	-9.83	1.91	7.58	-1.62	0.46	1.65	10.09
贸易	6.11	39.97	1.54	13.29	52.81	0.81	15.76	56.42	1.17
土地一级开发管理费	2.83	18.51	7.83	1.89	7.50	7.83	2.04	7.32	7.83
其他	1.05	6.84	34.67	2.00	7.93	20.97	1.73	6.19	18.20
<b>合计</b>	<b>15.29</b>	<b>100.00</b>	<b>12.56</b>	<b>25.16</b>	<b>100.00</b>	<b>11.76</b>	<b>27.93</b>	<b>100.00</b>	<b>13.82</b>

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 租赁业务包含广告位、候车亭收入；公司其他业务主要包括政府购买业务、劳务派遣业务、利息收入等；3. 公司基础设施建设收入和贸易收入统计口径有所变化

资料来源：审计报告及公司提供

2023年1-3月，公司实现营业总收入6.11亿元，同比增长81.31%，主要系贸易收入增长所致；当期综合毛利率为11.97%。

### 2. 业务经营分析

#### (1) 基础设施建设业务

**公司主要承担了胶州开发区的基础设施建设**工作，**基础设施建设业务已投入规模较大，回款程度一般。**

公司主要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和

青岛上合基石投资发展集团有限公司（以下简称“上合基石”）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，

部分项目仍在建设中，截至 2023 年 3 月末，公司已经完成投资 82.37 亿元。

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 2023 年 3 月末，公司主要基础设施建设项目拟回购金额 93.94 亿元，累计收到回款 37.50 亿元，回款程度一般。

在实际执行中，由于基础设施建设项目竣工决算周期较长，且该类项目投资金额较大，公司需要一定的回款进行经营周转，经公司与胶州经济技术开发区管委会（以下简称“开发区管委会”）和上合管委会签署补充协议，根据工程建设投入金额，适当确认应收合同价款，同时制定了 2018—2027 年部分合同价款的回款计划，并签署了相关补充协议。

### （2）土地一级开发

**公司待结算的土地一级开发面积较大，但土地整理业务结算滞后，对公司资金形成占用。**

2018 年 11 月，胶州市政府与公司签订了《土地一级开发整理封闭运作授权协议》，并与胶州市房产服务中心、胶州市住房服务保障中心以及胶州市九龙街道办事处等单位签署协议或取得相关主管单位关于确定土地开发整理单位的批复，根据委托情况及胶州市政府总体工作部署，开展相关片区的土地一级开发整理工作。公司土地整理业务采用成本加成模式，成本以公司实际发生开发支出为准，开发整理管理费为项目开发整理成本的 15%。

截至 2023 年 3 月末，公司主要土地开发整理项目计划总投资 60.20 亿元，已投资 52.68 亿元，已确认收入 6.64 亿元，已回款 7.25 亿元。公司土地整理项目结算滞后，对公司资金形成占用。

表 3 截至 2023 年 3 月末公司主要土地整理项目情况（单位：亩、亿元）

地块名称	整理期间	土地面积	计划总投资金额	已投资金额	已回款金额	已确认收入情况
贵州路以北片区	2019—2022 年	1000.00	29.00	13.62	3.05	2.87
东西营片区	2019—2022 年	4868.00	24.00	31.03	4.20	3.77
万洋片区	2020—2023 年	1200.00	4.60	4.78	--	--
春明物流片区	2021—2023 年	196.00	2.60	3.25	--	--
合计		<b>7264.00</b>	<b>60.20</b>	<b>21.65</b>	<b>52.68</b>	<b>7.25</b>

注：受项目规划变动和实际建设情况影响，部分项目已投资金额大于预计总投资金额  
资料来源：公司提供

### （3）租赁业务

**2022 年，受合并范围变化影响，公司新增部分可租赁资产，租赁收入大幅增长，公司租赁项目租赁期限较长，可为公司带来稳定的收入及利润。**

公司租赁业务主要由公司及子公司负责，自建项目租赁方面，主要租赁项目为胶州湾产业新区创业大厦、胶州湾产业新区管理楼、如意湖北区和南区管理楼等，其中创业大厦、如意湖北区管理楼租赁方为开发区管委会，双方签订《租赁协议书》租赁期为 2017 年至 2026 年，共计 10 年，每年租赁费为实际投资额的 10%；如意湖南区管理楼项目租赁方原为开发区管委会，双方签订《租赁协议书》租赁期为 2017 年

至 2018 年二季度，自 2018 年三季度执行商业化运营，引进新租赁方，盘活企业资产，入驻企业包括京东、海尔及其他创业公司等。

原委托代建项目转租赁方面，主要租赁项目为西安交大青岛研究院工程、西安交大附中工程、高新技术企业孵化器工程（中机孵化器）、高端装备制造产业园-先导区（高新技术企业先导区）。开发区管委会在公司完成代建项目后，决定不收回上述资产，转为由公司自行出租运营，并出具文件《关于西安交大附中工程、高端装备制造产业园先导区工程、西安交大青岛研究院工程、高新技术企业孵化器工程项目处理

意见的函》，约定公司作为资产出租方，开发区管委会作为承租方，租赁费率为实际投资额的10%，租赁期为2017年至2026年共计10年。

水域使用权项目系2020年12月31日，公司与青岛上合发展集团有限公司<sup>2</sup>（以下简称“上合管委会”）签订金湖、如意湖和跃进河水域使用权租赁合同，租赁期限为2021年1月1日至2041年1月1日共计20年。

2022年公司合并上合基石，新增湿地养护、养殖租赁、停车场租赁、高立柱广告位租赁及设备租赁款等租赁收入，租赁收入较上年增长

51.28%。

#### （4）房地产业务

**公司在售房地产项目仅有观澜文苑，受较高的预估土地价格计算成本影响，2022年之前经营处于亏损状态。**

公司在售房地产项目仅有观澜文苑项目。观澜文苑估算总投资6.50亿元，该项目已于2021年竣工决算，观澜文苑一期、二期已主体封顶。截至2023年3月末，观澜文苑项目总建筑面积11.68万平方米，已销售金额4.70亿元，累计收到回款4.58亿元。

表4 截至2023年3月末公司房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目主体	项目位置	项目类别	总用地面积	总建筑面积	总投资金额	已销售总额	销售进度	已回款金额
观澜文苑	青岛胶州湾宏科置业有限公司	胶州经济技术开发区汇英街10号	住宅	52.56	11.68	6.50	4.70	59%	4.58

资料来源：公司提供

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很低，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小区一熙元府，该地块的规划手续正在办理审批。

#### （5）贸易业务

**公司贸易业务规模快速扩大，主要覆盖青岛地区，上下游集中度高，毛利率低，对利润贡献有限。**

公司贸易业务模式为以销定购，主要贸易商品为钢材、油、水产品等。

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。

2022年，公司前五大供应商和客户占比均超过77%，上下游集中度均较高，公司贸易业务主要覆盖青岛市。公司贸易业务毛利率低。

#### （6）自营类项目

**公司自营类项目尚需投资规模较大，存在较大的资金支出压力，未来运营情况有待观察。**

公司在建自营类项目主要为上合示范区内商务中心等项目，建成后拟通过出租及运营等方式平衡前期的投资。截至2023年3月末，公司主要在建自营类项目预计总投资73.52亿元，已完成投资25.20亿元，公司面临较大资金支出压力。同时，后续收入实现情况受运营规划和实际运营情况影响较大，未来投资收益及回收周期有待观察。

表5 截至2023年3月末公司主要在建自营类项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	项目概况及预计盈利模式
上合商务中心项目	12.35	2.79	项目总占地面积66.1亩，主要建设内容为一栋23层商务中心，建筑面积52639.87平方米；一栋3层会议中心，建筑面积9215.45平方米；公共连廊，建筑面积1112.37平方米；将建设集外事服务、行政办公、会议、商务接待等功能于一

<sup>2</sup> 2022年3月更名为上合基石，2022年上合基石划入公司，相关

租赁收入内部抵消。

			体的综合楼宇。项目建成后，公司拥有项目资产权属，并负责管理和运营商务中心，项目营业总收入包含酒店经营收入、会议中心出租收入、办公和展厅出租收入、停车位出租收入等
中法工业创新中心项目	2.01	0.80	项目用地面积约 31.2 亩，建筑面积约 15388 平方米（其中地上约 7219 平方米，地下约 8169 平方米），主要建设展厅、宴会厅、地下车库等。项目建成后拟通过运营出租的方式实现收入
上合示范区高新技术孵化器创新项目	0.59	0.23	项目用地面积 960.86 平方米，建设内容为新建办公楼一栋，建筑面积 6011.86 平方米，建筑层数为 6 层，新增地上停车位 197 个，其中配充电桩车位 65 个。项目建成后拟通过出租的方式实现收入
上合国际交流中心（胶州市委党校）	9.92	3.70	项目用地面积 66 亩，总建筑面积约 8.23 万平方米，主要建设教学综合楼、行政管理及教研办公楼、报告厅、专家学员公寓楼、中西餐厅及民族风味餐厅、变电站、锅炉房、门卫及地下车库，地下停车位 697 个。项目收入来源包括培训收入、公寓和餐厅经营收入、会议设施出租收入、停车位出租收入和其他收入
中央商务区地下停车场综合体	4.72	0.12	本项目建设内容为地下停车场综合体工程，包括建筑工程、广场道路铺装、景观绿化工程、配套设施、市政管线工程等，项目建成后拟通过运营出租的方式实现收入
上合组织国家青年创业中心（上合组织培训中心项目）	21.00	10.98	项目总用地面积 31375 平方米，规划新建总建筑面积约 179688 平方米，其中地上建筑面积 109813 平方米，地下建筑面积 69875 平方米，主要建设 1#和 2#创客 SOHO、3#创客中心、4#写字楼、5#休闲吧、配套用房及地下人防车库等。项目建成后拟通过出售、出租和广告及赞助等方式实现收入
上合跨境电商创业园	6.18	2.24	上合跨境电商创业园项目总占地面积 45571 平方米，总建筑面积 87229.00 平方米，包括厂房 6 座和配套厂房 7 座、1 处地下车库，同时进行绿化景观、道路硬化和室外管网等室外工程建设。建成后收入来源包括厂房出租、展销位出租、停车、物业及广告收入
上合跨境电商创业园（三期）	4.61	1.06	上合跨境电商创业园（三期）项目总占地面积 38087 平方米，总建筑面积 63100.00 平方米，包括厂房及会展中心一座、地下车库及餐厅，同时进行绿化景观、道路硬化和室外管网等室外工程建设。建成后收入来源包括厂房出租、展销位出租、停车、物业及广告收入
上合企业示范园	8.19	2.27	合企业示范园项目总占地面积 59567 平方米，总建筑面积 91737.20 平方米，包括 6 座智能化厂房、3 座研究孵化中心、1 座综合楼、2 座宿舍楼和 1 座食堂楼、1 处地下设备用房和 1 处地下车库，并配套建设绿化景观、道路硬化和室外管网等园区内室外配套工程。建成后收入来源包括厂房、孵化中心、宿舍、综合楼出租收入、餐厅、会议收入和停车收入及物业费收入
上合技术创新综合体项目	3.95	1.01	项目规划总建筑面积约 46014.5 平方米，主要建设内容为新建一栋综合楼，主体建筑 15 层，裙房 4 层，建设地下车库及设备用房及配套设施等。项目主要收入包括一层商铺出租、科研用房出租、会议设施出租、图书馆和展览出租以及停车位出租收入
<b>合计</b>	<b>73.52</b>	<b>25.20</b>	--

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，承担政府项目，加快公司各板块均衡发展。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2020—2022年度财务报告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2023年一季度财务数据未经审计。因会计准则修订，公司部分会计政策变更，报表项目列报有所调整，本报告2020数据采用2021年期初调整数。

合并范围变化方面，截至2023年3月末，公司合并范围内一级子公司10家。2020年，合并范围内增加4家子公司（投资设立）；2021年，公司合并范围内增加6家子公司，其中3家为新设，3家为划拨；2022年，公司合并范围内新增加15家子公司，其中无偿划入13家子公司，投资设立2家，划出1家子公司。2023年1—3月，公司合并

范围新增1家子公司。上述合并范围变动的子公司数量较多，公司财务数据可比性一般。

## 2. 资产质量

跟踪期内，随着股权、资产的划入和公司项目的投入，公司资产规模持续增长，土地使用权、基础设施项目建设投入和往来款占比较高，公司整体资产质量一般。

2020—2022年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长43.27%。

表6 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020年末		2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
<b>流动资产</b>	<b>309.48</b>	<b>75.60</b>	<b>377.52</b>	<b>76.15</b>	<b>464.40</b>	<b>55.27</b>	<b>504.72</b>	<b>56.68</b>
货币资金	18.75	4.58	40.90	8.25	20.59	2.45	47.00	5.28
其他应收款	72.10	17.61	74.40	15.01	112.30	13.37	123.80	13.90
存货	132.58	32.39	145.54	29.36	222.83	26.52	222.31	24.96
合同资产	72.03	17.60	105.72	21.32	89.40	10.64	89.40	10.04
<b>非流动资产</b>	<b>99.86</b>	<b>24.40</b>	<b>118.26</b>	<b>23.85</b>	<b>375.79</b>	<b>44.73</b>	<b>385.82</b>	<b>43.32</b>
长期股权投资	3.34	0.82	6.55	1.32	155.29	18.48	156.21	17.54
投资性房地产	19.15	4.68	27.25	5.50	29.65	3.53	29.65	3.33
在建工程	20.47	5.00	25.08	5.06	54.66	6.51	59.26	6.65
无形资产	40.98	10.01	40.14	8.10	109.44	13.03	113.23	12.72
<b>资产总额</b>	<b>409.35</b>	<b>100.00</b>	<b>495.78</b>	<b>100.00</b>	<b>840.19</b>	<b>100.00</b>	<b>890.54</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2020—2022年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长22.50%。

2020—2022年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长4.79%。截至2022年末，公司货币资金中有9.22亿元受限资金，为用于担保的定期存款或通知存款、建筑劳务保证金、信用证保证金、汇票保证金，受限比例为44.78%。

2020—2022年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长24.80%，主要为公司与胶州市政府部门和国有企业的往来款。截至2022年末，前五名单位合计欠款金额101.70亿元，占余额的90.57%，集中度高，账龄以1年以内（含1年，占96.04%）为主，公司其他应收款累计计提坏账准备125.75万元。

表7 截至2022年末公司其他应收款前五名情况  
(单位：亿元)

名称	余额	占比(%)
上合管委会	77.11	68.67
青岛鑫瑞杰产业投资发展有限公司	12.00	10.69
胶州市财政局	5.73	5.10
青岛上合航天科技有限公司	4.50	4.01
胶州市土地交易中心保证金	2.36	2.10
<b>合计</b>	<b>101.70</b>	<b>90.57</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020—2022年末，公司存货持续增长，年均复合增长29.64%，主要系开发成本增长所致。截至2022年末，公司存货主要为开发成本（土地使用权，主要为注入及招拍挂取得）。

2020—2022年末，公司合同资产波动增长，年均复合增长11.41%，主要系公司基础设施建设和土地开发整理项目投资增加所致。

2020—2022年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长93.98%。

2020—2022年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长581.91%，主要系划入青岛金胶州资产经营有限公司（以下简称“金胶州”）、上合城乡融发及青岛市胶州城市建设发展集团有限公司（以下简称“胶州城建”）部分股权，使得公司对联营企业的投资增加所致。

2020—2022年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长24.44%，主要由胶州湾产业新区创业大厦和西安交大青岛研究院等租赁资产构成。2021年末公司投资性房地产年初大幅增长，主要系公司投资性房地产由成本模式转变为公允价值模式计量所致。2021年投资性房地产根据合佳评报字（2022）第027号资产评估报告评估入账，2021年确认公允价值变动收益52457.34万元。

2020—2022年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长63.40%，主要系基础设施建设项目和自营类项目投入持续投入所致。公司承担胶州开发区及上合示范区内的部分基础设施建设工作，但部分基础设施业务具体收益的比例和结算模式未进行确认，尚在协商过程中，因此相关工程支出暂时归集在建工程科目列示。

2020—2022年末，公司无形资产波动增长，年均复合增长63.42%，2022年增幅较大主要系合并范围变化使得土地使用权和水域使用权增

长所致。截至2022年末，公司无形资产包括水域使用权（96.16亿元）和土地使用权（5.34亿元）。

截至2022年末，公司资产受限情况如下表所示。

表 8 截至 2022 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	9.22	1.10	用于担保的定期存款或通知存款、建筑劳务保证金、信用证保证金、汇票保证金
存货	20.67	2.46	贷款抵押
投资性房地产	8.94	1.06	贷款抵押
无形资产	0.44	0.05	贷款抵押
合计	39.27	4.67	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2023年3月末，公司合并资产总额较上年末增长5.99%，公司资产结构相对均衡，资产结构较上年末变化不大。

### 3. 资本结构

跟踪期内，受益于政府的股权划入及资产划拨等，公司所有者权益持续增长，稳定性较好。

2020—2022 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 56.61%。2022 年，公司实收资本增加 4.5 亿元至 16.50 亿元；2020—2022 年末，公司资本公积持续增长，增长原因详见政府支持部分；同期，公司未分配利润逐年增长，系利润留存所致。

截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益较上年末变化不大。公司所有者权益稳定性较好。

表 9 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	12.00	7.20	12.00	6.65	16.50	4.04	16.50	4.04
资本公积	130.91	78.58	137.87	76.36	360.43	88.21	360.43	88.22
未分配利润	21.77	13.07	28.52	15.80	28.73	7.03	28.58	7.00
所有者权益总额	166.58	100.00	180.56	100.00	408.60	100.00	408.57	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

公司全部债务规模大幅增长，其中应付债券占比较高，债务负担较重，公司短期偿债压力较大，债务结构有待优化。

2020—2022年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长33.34%。

2020—2022年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长49.18%。

2020—2022年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长50.22%，截至2022年末，公司短

期借款主要由保证借款（150.10亿元）和抵押借款（9.00亿元）构成。

2020—2022年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长55.89%。截至2022年末，公司一年内到期的非流动负债由一年内到期长期借款23.12亿元、一年内到期的应付债券49.92亿元、一年内到期的长期应付款6.51亿元和一年内到期的租赁负债0.48亿元构成。

表10 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020年末		2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
<b>流动负债</b>	<b>68.57</b>	<b>28.24</b>	<b>109.07</b>	<b>34.60</b>	<b>152.60</b>	<b>35.36</b>	<b>159.71</b>	<b>33.14</b>
短期借款	10.99	4.53	22.54	7.15	24.81	5.75	30.85	6.40
一年内到期的非流动负债	32.93	13.57	62.30	19.76	80.03	18.54	75.68	15.70
其他流动负债	12.24	5.04	10.65	3.38	23.41	5.42	23.19	4.81
<b>非流动负债</b>	<b>174.19</b>	<b>71.76</b>	<b>206.15</b>	<b>65.40</b>	<b>278.99</b>	<b>64.64</b>	<b>322.26</b>	<b>66.86</b>
长期借款	72.38	29.82	65.62	20.82	94.52	21.90	105.20	21.83
应付债券	89.03	36.67	123.53	39.19	156.30	36.22	182.14	37.79
长期应付款	8.56	3.53	13.23	4.20	21.24	4.92	27.87	5.78
<b>负债总额</b>	<b>242.76</b>	<b>100.00</b>	<b>315.22</b>	<b>100.00</b>	<b>431.59</b>	<b>100.00</b>	<b>481.97</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2020—2022年末，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长38.32%，主要系公司发行短期和超短期融资券所致。本报告将其他流动负债中带息部分纳入短期债务核算。2020—2022年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长26.55%。

2020—2022年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长14.27%。截至2022年末，公司长期借款主要由保证借款（66.03亿元）、抵质押借款（18.10亿元）和信用借款（17.00亿元）构成。

2020—2022年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长32.50%，主要系公司发行多期债券所致。

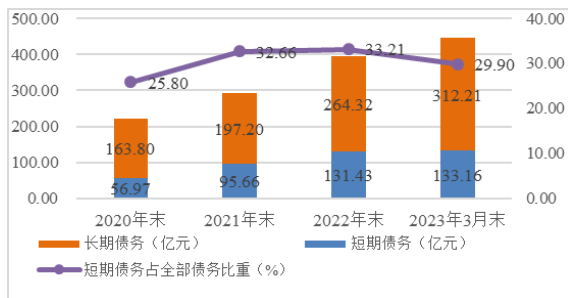
2020—2022年末，公司长期应付款持续增长，年均复合增长57.54%，主要系专项应付款增长所致。截至2022年末，公司长期应付款中专

项应付款11.59亿元，其他主要为融资租赁款，本报告已将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算。

截至2023年3月末，公司负债总额较上年末增长11.67%，主要系长期借款和应付债券增长所致，负债结构较上年末变化不大。

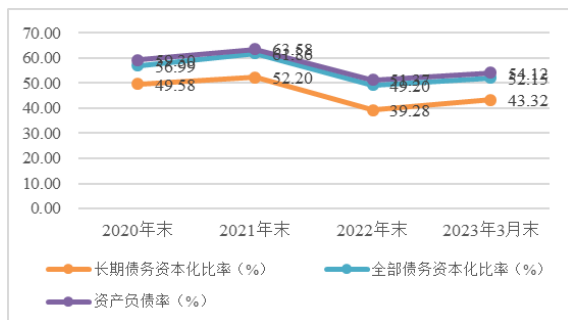
有息债务方面，2020—2022年，公司全部债务持续增长，年均复合增长33.89%。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率波动下降。截至2023年3月末，公司全部债务较上年末增长12.54%。债务结构方面，长期债务占70.10%，其中应付债券占比高。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末均有提高。公司整体债务负担较重，债务结构有待优化。

图1 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图2 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从债务期限分布看，截至2023年3月末，公司2023年4—12月、2024年、2025年的到期的有息债务到金额约119亿元、139亿元、109亿元。

#### 4. 盈利能力

2022年，公司营业总收入较上年增长，政府补助较上年提高，整体盈利能力指标表现较强。

2020—2022年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长35.15%；同期，公司营业成本持续增长，年均复合增长34.17%。同期，公司营业利润率波动上升。

表11 公司盈利能力情况 (单位：亿元)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
营业总收入	15.29	25.16	27.93	6.11
营业成本	13.37	22.20	24.07	5.38
费用总额	-1.54	0.81	5.47	0.60
其中：管理费用	0.62	0.82	1.49	0.35
财务费用	-2.28	-0.04	3.90	0.23
其他收益	1.38	2.07	4.47	0.02
利润总额	4.51	8.99	5.39	0.73

营业利润率 (%)	9.54	9.41	12.28	8.98
总资产收益率 (%)	0.89	1.53	0.58	--
净资产收益率 (%)	2.06	3.87	1.07	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从期间费用看，2020—2022年，公司费用总额持续增长。2020年费用总额为负系汇兑损益所致。2020—2022年，公司费用总额占营业总收入比重分别为-10.05%、3.24%和19.59%。

2020—2022年，公司其他收益分别为1.38亿元、2.07亿元和4.47亿元，为政府补助，分别占当年利润总额的22.99%、23.07%和83.00%，政府补助对利润总额的形成有一定贡献。

从盈利指标看，2020—2022年，公司总资本收益率和净资产收益率波动下降，公司盈利能力指标表现较好。

2023年1—3月，公司实现营业总收入6.11亿元，同比增长81.31%，利润总额0.73亿元。

#### 5. 现金流

由于项目建设持续投入、往来款支出规模较大及对外投资等影响，公司经营活动和投资活动现金保持大额净流出状态，考虑到在建及拟建项目整体尚需投资规模较大，公司未来具有较大筹资需求。

表12 公司现金流量情况 (单位：亿元)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
经营活动现金流入小计	83.85	112.32	97.81	105.42
经营活动现金流出小计	106.05	129.34	166.00	111.03
经营活动现金流量净额	-22.20	-17.02	-68.19	-5.61
投资活动现金流入小计	0.00	1.09	0.68	0.10
投资活动现金流出小计	27.64	31.73	28.72	4.81
投资活动现金流量净额	-27.64	-30.64	-28.04	-4.71
筹资活动现金流入小计	89.15	130.07	198.14	64.29
筹资活动现金流出小计	36.86	66.02	130.62	31.19
筹资活动现金流量净额	52.29	64.05	67.52	33.10
现金收入比 (%)	139.22	107.51	114.97	44.26

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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。从经营活动来看，2020—2022年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合



增长 8.01%；经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长 25.11%，一方面系基础设施建设、房地产、贸易等业务成本支出增加，另一方面系支付的往来款规模大幅增加所致。2020—2022 年，公司经营活动现金流持续净流出，且 2022 年缺口扩大。同期，公司现金收入比维持在高水平。

投资活动现金流出主要为上合示范区的基础设施工程项目（主要为自营类项目）投入及为配合招商引资工作进行的产业投资与股权投资。2020—2022 年，公司投资活动现金流持续净流出。

2020—2022 年，公司筹资活动现金流入量逐年扩大，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。同期，公司筹资活动现金流持续净流入。

2023 年 1—3 月，受项目建设持续投入、往来款支出及对外投资等影响，公司经营活动和投资活动现金流量仍为净流出；公司筹资活动现金流持续净流入。

## 6. 偿债指标

**公司短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标表现一般，公司间接融资渠道畅通，或有负债风险可控。**

表 13 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	451.36	346.13	304.33	316.03
	速动比率（%）	258.00	212.69	158.31	176.83
	现金类资产/短期债务（倍）	0.33	0.43	0.16	0.36
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	5.73	10.49	8.80	--
	全部债务/EBITDA（倍）	38.53	27.91	44.97	--
	EBITDA/利息支出（倍）	20.05	41.08	1.39	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2020—2022 年，公司流动比率和速动比率持续下降，现金短期债务比波动下降。截至 2023 年 3 月末，公司流动比率和速动比率较上年末有所提升，公司现金短期债

务比为 0.36 倍。整体看，公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2020—2022 年，公司 EBITDA、全部债务/EBITDA 波动上升，EBITDA 利息倍数波动下降，公司长期偿债指标表现一般。

银行授信方面，截至 2023 年 3 月末，公司共计获得银行授信额度 332.40 亿元，剩余授信额度 133.63 亿元，公司间接融资渠道畅通。

对外担保方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额 50.33 亿元，担保比率为 12.32%，被担保对象均为胶州市国有企业。整体看，公司或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至 2023 年 5 月末，公司本部无重大未决诉讼。

## 7. 公司本部财务分析

**公司资产、负债和所有者权益主要集中于公司本部，公司本部对子公司的控制能力较强，债务负担较重。**

公司通过行使股东权利和制定管理制度等方式实现对子公司的控制和管理，财务和融资方面均由公司本部统一管理，公司本部对子公司控制能力较强，

公司资产、负债和所有者权益主要集中于公司本部。截至 2023 年 3 月末，公司本部资产总额 720.20 亿元，所有者权益为 378.72 亿元，负债总额 341.48 亿元；公司本部资产负债率 47.41%；全部债务 308.17 亿元，全部债务资本化比率 44.86%。公司本部债务负担较重，现金短期债务比为 0.27 倍。2023 年 1—3 月，公司本部营业总收入 0.39 亿元，利润总额 0.82 亿元。

## 十、外部支持

### 1. 支持能力

2020—2022 年，胶州市经济持续发展，一般公共预算收入中税收占比较高。2023 年，公司实际控制人变更为上合管委会，上合示范区作为“一带一路”国际合作新平台，是开展地方经贸合作的国家级平台。截至 2022 年末，胶

州市政府债务余额为 307.03 亿元，政府债务率约为 140.75%。胶州市政府财政实力很强，支持能力很强。

## 2. 支持可能性

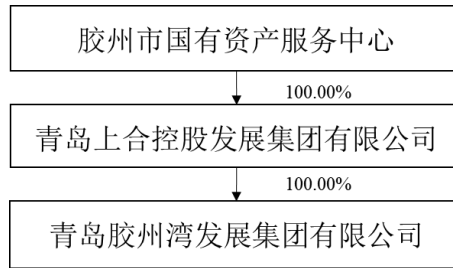
公司是胶州市胶州经济技术开发区重要的基础设施建设和投融资主体，业务具备区域专营优势。上合管委会为公司实际控制人。近年来，公司在资产注入、股权划拨和政府补助等方面获得有力的外部支持。2022 年，胶州市国资委划转上合基石 51.00% 股权至公司，划转完成后公司持有上合基石 100.00% 股权，同时，胶州市国资委将金胶州、上合城乡融发及胶州城建 49% 股权划入公司，将位于胶州市福州南路 19 号地连同地上建筑物无偿划转至公司，共增加公司资本公积 222.59 亿元。2020—2022 年及 2023 年 1—3 月，公司分别获得政府补助 1.38 亿元、2.07 亿元 4.47 亿元和 0.02 亿元，同时公司获得财政贴息减免部分资本化利息。

公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持，且公司在资产注入、股权划拨和政府补助等方面获得有力的政府支持，政府支持可能性非常大。

## 十一、 结论

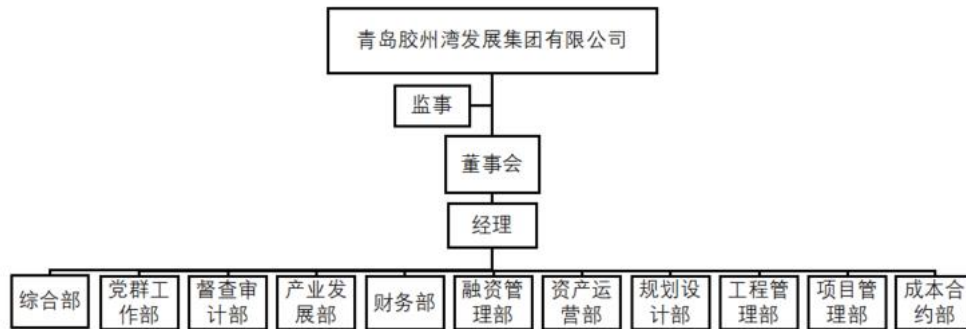
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“18 胶州湾 MTN002”“19 胶州湾 MTN001”“20 胶州湾 MTN001”“21 胶州湾 MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2023 年 3 月末公司股权结构图



资料来源:

### 附件 1-2 截至 2023 年 3 月末公司组织架构图



资料来源:

### 附件 1-3 截至 2023 年 3 月末公司一级子公司情况

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	享有的表决权	取得方式
青岛胶州湾科技投资有限公司	150000	100%	100%	投资设立
青岛胶发城市建设有限公司	100000	100%	100%	投资设立
青岛上合基石投资发展集团有限公司	100000	100%	100%	无偿划转
青岛绿建园开发投资有限公司	20000	100%	100%	投资设立
青岛胶州湾科顺置业有限公司	10000	100%	100%	投资设立
青岛胶州湾宏科置业有限公司	60000	100%	100%	投资设立
青岛胶州湾产业投资发展有限公司	50000	100%	100%	投资设立
青岛鑫隆公路建设工程有限公司	3000	100%	100%	无偿划转
青岛上合元基投资有限公司	10000	100%	100%	投资设立
青岛胶州湾科投置业有限公司	10000	100%	100%	无偿划转

资料来源: 公司提供

**附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)**

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	18.75	41.26	21.13	47.53
资产总额 (亿元)	409.35	495.78	840.19	890.54
所有者权益 (亿元)	166.58	180.56	408.60	408.57
短期债务 (亿元)	56.97	95.66	131.43	133.16
长期债务 (亿元)	163.80	197.20	264.32	312.21
全部债务 (亿元)	220.77	292.86	395.75	445.37
营业总收入 (亿元)	15.29	25.16	27.93	6.11
利润总额 (亿元)	4.51	8.99	5.39	0.73
EBITDA (亿元)	5.73	10.49	8.80	--
经营性净现金流 (亿元)	-22.20	-17.02	-68.19	-5.61
<b>财务指标</b>				
现金收入比 (%)	139.22	107.51	114.97	44.26
营业利润率 (%)	9.54	9.41	12.28	8.98
总资本收益率 (%)	0.89	1.53	0.58	--
净资产收益率 (%)	2.06	3.87	1.07	--
长期债务资本化比率 (%)	49.58	52.20	39.28	43.32
全部债务资本化比率 (%)	56.99	61.86	49.20	52.15
资产负债率 (%)	59.30	63.58	51.37	54.12
流动比率 (%)	451.36	346.13	304.33	316.03
速动比率 (%)	258.00	212.69	158.31	176.83
经营现金流动负债比 (%)	-32.37	-15.60	-44.68	--
现金短期债务比 (倍)	0.33	0.43	0.16	0.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.05	41.08	1.39	--
全部债务/EBITDA (倍)	38.53	27.91	44.97	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 系四舍五入造成;  
 3. 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; 4. 本报告 2020 年财务数据为 2021 年期初调整数; 5. 公司 2023 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化  
 资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	13.21	30.19	11.15	25.51
资产总额 (亿元)	334.87	387.33	690.84	720.20
所有者权益 (亿元)	143.46	148.05	377.90	378.72
短期债务 (亿元)	34.68	66.99	97.95	93.77
长期债务 (亿元)	110.98	138.87	176.09	214.40
全部债务 (亿元)	145.67	205.87	274.04	308.17
营业总收入 (亿元)	6.77	6.63	6.39	0.39
利润总额 (亿元)	4.16	2.91	0.95	0.82
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-19.56	-32.13	-53.23	-8.50
<b>财务指标</b>				
现金收入比 (%)	184.58	152.06	100.73	0.86
营业利润率 (%)	18.36	22.94	28.85	24.57
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	2.35	1.47	0.23	--
长期债务资本化比率 (%)	43.62	48.40	31.79	36.15
全部债务资本化比率 (%)	50.38	58.17	42.03	44.86
资产负债率 (%)	57.16	61.78	45.30	47.41
流动比率 (%)	303.37	290.03	256.55	286.52
速动比率 (%)	104.96	201.36	167.40	191.17
经营现金流动负债比 (%)	-24.40	-32.75	-39.51	--
现金短期债务比 (倍)	0.38	0.45	0.11	0.27
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2. 母公司 2023 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 未获取母公司计入财务费用的利息支出和资本化利息，EBITDA 及其相关指标和总资本收益率无法计算，以“/”表示；4. 本报告 2020 年财务数据为 2021 年期初调整数；5. 本报告将公司本部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

资料来源：联合资信根据公司本部财务数据整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表：

信用等级设置	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持