

# 信用等级公告

联合〔2019〕2190号

联合资信评估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”和“19 胶州湾 MTN001”信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“19 胶州港 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十三日

## 青岛胶州湾发展集团有限公司跟踪评级报告

### 评级结果

本次主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>

上次主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>

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
18 胶州湾 MTN002	8.00	2023/11/23	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
19 胶州湾 MTN001	7.00	2024/4/3	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
19 胶州港 CP001	3.50	2020/5/31	A-1	A-1

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2019 年 7 月 23 日

### 财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	1.75	9.04	11.83	29.11
资产总额(亿元)	280.89	293.71	301.89	326.73
所有者权益(亿元)	121.23	124.15	125.83	126.09
短期债务(亿元)	12.10	19.80	30.88	33.30
长期债务(亿元)	59.55	70.03	87.79	111.89
全部债务(亿元)	71.65	89.83	118.66	145.19
营业收入(亿元)	14.12	3.59	5.06	0.62
利润总额(亿元)	1.77	2.92	2.37	0.26
EBITDA(亿元)	1.99	3.87	3.43	--
经营性净现金流(亿元)	-18.48	-14.86	-20.61	-2.93
应收类款项/资产总额(%)	20.82	13.89	12.70	13.38
营业利润率(%)	13.18	11.13	-17.50	50.61
净资产收益率(%)	1.14	2.35	1.33	--
资产负债率(%)	56.84	57.73	58.32	61.41
全部债务资本化比率(%)	37.15	41.98	48.53	53.52
流动比率(%)	268.17	297.18	357.53	367.73
经营现金流流动负债比(%)	-18.92	-17.01	-26.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	36.07	23.23	34.61	--

分析师: 唐立倩 张 铖 姜泰钰

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

跟踪期内, 胶州市经济持续增长, 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”) 最重要的基础设施建设主体, 在政府补贴、资本金注入等方面获得有力的外部支持。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到, 公司资产流动性仍较弱、在建及拟建项目投资规模大、经营性现金流持续净流出、债务规模快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。随着胶州市及胶州开发区经济的发展, 以及未来上合示范区建设方案的批复, 公司经营前景良好。

综合评估, 联合资信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”和“19 胶州湾 MTN001”信用等级为 AA<sup>+</sup>, 维持“19 胶州港 CP001”信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

### 优势

- 跟踪期内, 胶州市经济持续增长, 胶州开发区作为国家级开发区, 区位优势明显, 为公司发展创造了良好的外部环境。
- 公司是胶州开发区最重要的基础设施建设和投融资主体, 在胶州开发区和胶州市发展中具有重要地位。公司持续在财政补贴方面获得有力的外部支持。
- 跟踪期内, 公司股东变更为胶州市国有资产服务中心, 注册资本由 2.00 亿元增至 20.00 亿元, 实收资本增至 12.00 亿元。

### 关注

- 公司存货占比高, 对资金形成较大占用, 资产受限规模大, 流动性仍较弱。
- 跟踪期内, 公司债务规模快速增长; 公司未来投资规模大, 面临较大的资金支出压力, 未来债务负担或继续加重。

3. 跟踪期内,公司经营性净现金流持续为负。
4. 公司对外担保规模大, 存在一定或有负债风险。

## 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。

## 青岛胶州湾发展集团有限公司跟踪评级报告

### 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”或“胶州湾发展集团”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

根据公司股东会决议，2019年1月，公司股东由胶州湾经济技术开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）、胶州市财政投资中心（以下简称“财资中心”）和青岛市胶州新城建设发展有限公司（以下简称“新城建发”）变更为胶州市国有资产监督管理委员会；根据《胶州市国有资产监督管理委员会关于青岛胶州湾发展集团有限公司进行集团化改革的批复》（胶国资委〔2019〕2号），2019年1月，公司名称由青岛胶州湾发展有限公司变更为青岛胶州湾发展集团有限公司，注册资本由2.00亿元增至20.00亿元。2019年4月，胶州市国有资产监督管理委员会更名为胶州市国有资产服务中心（以下简称“胶州市国资中心”）。2019年6月，胶州市国资中心将此前公司获得的10.00亿元政府置换债券，作为权益性资本注入。截至2019年6月底，公司注册资本20.00亿元，实收资本12.00亿元，剩余8.00亿元将于2038年底前到位。胶州市国资中心为公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2019年3月底，公司内设财务审计部、综合管理部、投融资发展部、工程管理部、资产运营部等9个职能部门；合并范围内一级子公司8家。

截至2018年底，公司资产总额301.89亿元，所有者权益（含少数股东权益0.04亿元）

125.83亿元；2018年公司实现营业收入5.06亿元，利润总额2.37亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额326.73亿元，所有者权益（无少数股东权益）126.09亿元；2019年1~3月公司实现营业收入0.62亿元，利润总额0.26亿元。

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使用情况

截至2019年6月底，联合资信所评公司存续债券尚需偿还余额合计18.50亿元。跟踪期内，“18胶州湾MTN002”“19胶州湾MTN001”和“19胶州港CP001”募集资金已分别使用7.52亿元、3.09亿元和0.34亿元，上述资金均用于偿还金融机构借款。跟踪期内，上述债券暂未到付息日。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18胶州湾MTN002	8.00	8.00	2018/11/23	5年
19胶州湾MTN001	7.00	7.00	2019/4/3	5年
19胶州港CP001	3.50	3.50	2019/5/31	1年

资料来源：联合资信整理

### 四、行业及区域经济环境

#### 1. 城市基础设施建设行业

##### （1）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，城投企业快速增加，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，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

## （2）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，依法依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》国办发〔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〔2018〕10号	严格按照要求规范的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。

资料来源：联合资信整理

### （3）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企业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。

## 2. 区域经济

**跟踪期内，胶州市经济持续增长，为公司发展创造了良好的外部环境；胶州经济技术开发区作为国家级开发区，区位优势明显，未来随着上合示范区建设方案的批复落地，公司将面临新一轮的发展机遇。**

胶州市为青岛市下辖县级市，是中国经济综合实力百强县市，2018年实现地区生产总值1211.4亿元，按可比价格计算增长8.0%。其中第一、第二、第三产业增加值分别为53.3亿元、604.0亿元和554.2亿元，同比分别增长3.9%、7.1%和9.5%。三次产业比例为由上年的4.5:51.7:43.8调整为4.4:49.9:45.7，产业结构持续优化。胶州市人均GDP达到135063元，为全国人均水平的2.09倍。截至2018年底，胶

州市常住人口 90.05 万人，增长 0.8%；常住人口城镇化率 60.5%，同比提高 2.35 个百分点。

2017 年胶州市完成固定资产投资 1005.3 亿元，2018 年固定资产投资增长 9.9%。其中民间投资增长 23.9%，工业投资增长 11.4%，技改投资增长 19.1%；新开工亿元项目 113 个，其中纯投资项目 84 个，房地产项目 29 个。胶州市 130 家房地产企业完成投资 141.0 亿元，同比增长 160.3%；商品房屋销售面积 258.1 万平方米，增长 3.4%，完成商品房销售额 245.7 亿元，增长 39.4%。全年实现社会消费品零售额 487.7 亿元，增长 15.4%。整体看胶州市各项经济指标保持较快增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

胶州经济技术开发区（以下简称“胶州开发区”）成立于 1992 年，2012 年升级为国家级开发区，为青岛市第二个国家级开发区。胶州开发区区位优势明显，处于青岛市“陆、海、空”交通 15 分钟经济圈内，距将于 2019 年年底投入运营的青岛胶东国际机场 15 公里。2017 年，胶州开发区实现地区生产总值 687.81 亿元，较上年增长 11.19%，人均 GDP 为 816397 元，固定资产投资为 720.41 亿元。2018 年胶州开发区最新经济数据暂未披露。

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”）。目前青岛市政府已提出《中国-上海合作组织地方经贸合作示范区建设总体方案》，该方案正在上报中。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 61.1 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建设方案的批复落地，公司将迎来新一轮发展机遇。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至 2019 年 6 月底，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. 外部支持

**跟踪期内，胶州市一般公共预算收入持续增长，公司在财政补贴、资本金注入等方面持续得到有力的外部支持。**

2018 年，胶州市实现一般公共预算收入 100.38 亿元，同比增长 4.00%，其中税收收入 66.47 亿元，占一般公共预算收入的 66.22%，财政收入质量一般；同期胶州市一般公共预算支出 116.96 亿元，同比增长 7.39%，财政自给率为 85.83%。2018 年，胶州市实现政府性基金收入 98.96 亿元，同比快速增长 237.81%。胶州开发区一般公共预算收入约占胶州全市的 60%左右，2018 年胶州开发区财力情况暂未披露。

2018 年，公司获得政府补助 4.30 亿元，反映在“其他收益”。

2019 年，公司股东变更为胶州市国资中心，注册资本由 2.00 亿元增至 20.00 亿元，根据胶财资字〔2019〕8 号文，同意将公司此前获得的 10.00 亿元政府置换债券作为权益性资本注入公司，同时根据青岛日月有限责任会计师事务所提供的验资报告，截至 2019 年 6 月 18 日，公司实收资本增至 12.00 亿元。

### 3. 企业信用记录

**公司过往债务履约情况良好，未发现公司其他不良信贷记录。**

根据中国人民银行企业信用信息报告



(G1037028100093070H)，截至 2019 年 6 月 11 日，公司无未结清或已结清不良贷款记录。整体看，公司过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 7 月 16 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化，各项管理制度执行情况良好。公司法定代表人、总经理及董事长由王亚男变更为逯卫，本次高级管理人员变动为正常变动，未对公司经营等领域产生重大影响。

逯卫，男，汉族，1977 年 2 月出生，山东省胶州人，1998 年 5 月参加工作，历任青岛胶州湾工业园管委会财务部副部长、部长，青岛胶州湾工业园党委委员、管委会副主任，青岛胶州湾产业基地党委委员、管委会副主任（兼青岛胶州湾工业园管委会副主任），市产业新区党委委员、管委会副主任，胶州经济技术开发区发展服务中心副主任，2019 年 1 月起任公司董事长、总经理。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

公司是胶州开发区最重要的基础设施建设和投融资主体。跟踪期内，公司营业收入有所增长，收入主要来自基础设施建设和租赁业务，毛利率有所下滑。

公司营业收入主要来自于胶州开发区基础设施项目建设、租赁业务、代建管理费收入等，跟踪期间新增政府购买服务及物业收入。

2018 年，公司确认营业收入 5.06 亿元，收入仍主要来自于基础设施建设及租赁业务，占营业收入的比重分别为 49.03%和 48.55%。从毛利率看，受两大主营业务板块毛利率下降影响，公司综合毛利率由 2017 年的 32.16%降至 20.84%。

2019 年 1~3 月，公司确认收入 0.62 亿元，收入规模相对较小主要系基础设施建设项目暂未进行收入结算所致，公司综合毛利率为 54.36%，增长系确认收入的租赁业务毛利率较高所致。

表 3 2016~2019 年 3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	收入	占比	毛利率
基础设施建设项目	14.07	99.64	13.22	1.97	54.69	13.22	2.48	49.03	5.17	--	--	--
代建管理费	0.05	0.36	100.00	0.07	1.94	100.00	--	--	--	--	--	--
租赁业务	--	--	--	1.56	43.37	53.00	2.46	48.55	35.29	0.62	99.68	61.06
政府购买服务	--	--	--	--	--	--	0.12	2.41	49.09	--	--	--
物业收入	--	--	--	--	--	--	0.00	0.01	-104.29	0.00	0.32	65.33
合计	14.12	100.00	13.53	3.59	100.00	32.16	5.06	100.00	20.84	0.62	100.00	54.36

注：2018~2019 年 3 月，公司分别实现物业收入 7.28 万元和 19.70 万元  
资料来源：审计报告及公司提供

### 2. 业务经营分析

#### (1) 基础设施建设回购业务

跟踪期内，公司基础设施建设业务收入有所增长，回款情况有所好转；未来项目面临一定的资金支出压力。

公司是胶州开发区最重要的基础设施建设和投融资主体，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%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，目前部分项目仍在建设中，截至 2019 年 3 月底，公司已经完成投资 71.80 亿元。

公司基础设施建设项目按照建造合同准则，按完工进度逐年确认收入，项目投入成本反映在“存货-工程施工-工程成本”，利润部分体现在“存货-工程施工-工程毛利”，工程已完工未结算部分不体现“应收账款”，项目实际获得的回购款冲减存货，体现在“存货-工程施工-工程结算”，现金流体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”。

2018年，公司基础设施建设项目投入2.35

亿元，扣除增值税后确认收入2.48亿元，因确认收入为扣税后收入且适用增值税率有所调整，毛利率由2017年的13.22%降至5.17%。当年收到回款5.40亿元，回款情况有明显好转，截至2018年底项目累计收到回款15.25亿元。

截至2019年3月底，公司基础设施建设项目尚需投资27.78亿元，计划每年投入5.00亿元，仍存在一定的资金压力。

表4 公司基础设施建设项目回购项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	回购期间	计划总投资	截至2019年3月底已投资	未来投资计划		
					2019年	2020年	2021年
胶州开发区基础设施建设项目	2009年至今	项目竣工验收合格后两年内	99.58	71.80	5.00	5.00	5.00

资料来源：公司提供

### （2）代建管理费及租赁业务

**公司前期代建项目目前已转为租赁资产，跟踪期间未产生代建管理费收入，公司租赁收入来源较有保障，有望给公司带来持续稳定的收入及利润。**

公司前期为开发区管委会代建的西安交大附中工程、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和高科技企业孵化器工程四个项目原计划回购，建设期间按项目每年实际投入成本的3%确认为代建管理费收入。2017年，开发区管委会决定将上述四个项目留存公司进行市场化运营，并与公司签订了《租赁协议书》，协议约定，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的8%支付租赁费用。相关资产由“存货”结转至“投资性房地产”，未来将不再产生代建管理费收入，但可获取稳定的租赁收入。

除上述四个项目外，公司主要可供出租物业还包括自建的创业大厦、管理楼南楼及北楼等，其中创业大厦和管理楼北楼项目租赁方为开发区管委会，租赁期限为2017~2026年，2018年，租赁费率由实际投资额的8%提高到10%。管理楼南楼于2018年下半年起开展商业化运营，入驻企业主要包括京东、海尔及其他创业

公司等。

表5 2018年公司租赁业务主要项目开展情况

（单位：万平方米、万元）

项目	建筑面积	租赁收入
高新技术企业孵化器项目	4.68	1655.9
西安交大附中	6.17	2733.24
西安交大研究院	14.00	7621.43
高新技术企业先导区	8.23	2431.43
创业大厦	6.93	4502.10
管理楼南楼	0.58	49.52
管理楼北楼	0.33	212.00
胶州综合检测实验中心	2.10	3277.18
青岛中加国际学校	--	2098.03
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>24580.83</b>

资料来源：公司提供

2018年，公司实现租赁业务收入为2.46亿元，同比增长57.69%，主要系新增青岛中加国际学校、胶州综合检测实验中心两处租赁物业所致；租赁业务毛利率35.29%，下降系维护成本提升所致。2019年1~3月，公司租赁业务收入0.62亿元，毛利率为61.06%。

公司大部分在租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，有望给公司带来持续稳定的收入及利润。

### （3）政府购买服务及物业收入

**公司2018年新增政府购买服务及物业收入，对公司收入形成一定补充。**

跟踪期内，公司新增政府购买服务及物业收入，服务购买方为经开区管委会，双方已签订《胶州经济技术开发区管委会政府购买服务合同》，服务内容主要包括办公楼物业服务、办公设备各项维保服务、员工餐厅服务以及项目引进、扶持企业发展及临时性项目服务，服务期限自2018年4月1日至2019年3月31日，双方对合同履行无异议则可在到期后自动延期。目前该合同已自动延期，未来政府购买服务收有望保持稳定。2018年，公司确认政府购买服务收入1221.15万元，毛利率49.09%，对公司收入及利润形成一定补充。

### (3) 房地产

**未来随着公司房地产项目逐步建成并销售，房地产业务将会对公司收入形成较为重要的补充，但该板块未来发展受调控政策及市场环境较大影响，存在一定不确定性。**

截至2019年3月底，公司在建的房地产项目为观澜文苑。该项目位于胶州经济技术开发区汇英街10号，总用地面积为52560平方米，总建筑面积为11.68万平方米，估算总投资6.50亿元，预计可实现收入8.71亿元，项

目预计于2019年底建成。目前观澜文苑一期已主体封顶，一期总建筑面积为5.16万平方米，包括住宅3.43万平方米；一期项目中的1号楼、2号楼和5号楼已经获得预售证并开始预售，项目自2018年10月初开盘销售，销售均价9500元/平方米，一期项目总可售房源145套，已销售110套，销售进度为75.86%，预收房款0.95亿元。观澜文苑二期项目处于拟建状态，预计二期总建筑面积为6.52万平方米。

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最高端的小区，目前该地块的规划手续正在办理审批。此外，公司自2017年以来，共支付近32亿元购置约1300亩商住用地，并成立6家房地产相关子公司，拟进行商业房地产开发。公司房地产板块土地储备充足，未来随着公司房地产项目逐步建成并进行销售回款，房地产业务将会对公司收入形成重要的补充。但联资信同时关注到，房地产业务收入及利润实现情况受调控政策及市场环境较大影响，具有一定不确定性。

表6 截至2019年3月底公司商品房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目位置	项目进展	总投资	已投资	拟投资	总建筑面积	预计收入
观澜文苑	胶州经济技术开发区汇英街10号	一期主体封顶	6.50	3.47	2.41	11.68	8.71

资料来源：公司提供

### 3. 未来发展

**公司未来发展思路清晰，业务将不断拓展，有望实现收入多元化。公司目前在建及拟建项目资金需求较大，未来面临较大的投资压力。**

公司未来三年发展的总体思路包括以下方面：一是重点工程项目建设方面，公司将稳步推进开发区项目建设，高效承接示范区建设任务协助示范区完成区域范围内村庄拆迁、土地征收、基础设施投资等工作任务，继续跟进东西大通道建设；二是房地产开发方面，公司已启动观澜文苑小区一期项目的销售，观澜文

苑二期项目正在规划中，预计2019年9月开盘销售，长江路190亩地块项目前期市场调研已完成，方案已基本确定，正在进一步深化，一期预计2019年10月推向市场；三是贸易业务方面，公司拟成立贸易公司开展国内建材贸易业务，并逐步开展国内大宗商品贸易业务，未来时机成熟时将依托上合示范区，积极拓展国际贸易业务；四是文化旅游方面，公司计划成立文旅公司，与专业运营团队合作，加快推进洋河乡村驿站建设，项目运营成功后，根据项目建设运营的经验思路，逐步在其他区域推广；五是城市能源类产业方面，公司拟通过

已投资的近3亿元电力管线资产与胶州市华林电力实业公司合作，建设、运营增量配电网，并根据开发区近远期供热和热电联产规划，以合资或合作方式，共同投资运营燃气热电联产机组项目，建设园区供热管网及分布式能源供热站，为园区居民及企业提供优质服务；此外，公司探索以青岛胶州湾科技投资有限公司（以下简称“胶州湾科技”）为主体推进上市。

在建及拟建项目方面，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

在建的项目还包括观澜文苑、青岛幼儿师范项目和青岛高端装备制造业孵化器等项目。其中青岛幼儿师范项目建设资金由青岛市市本级教育费附加列支，分年度安排，开发区管委会将前期项目资金拨入胶州湾科技，由其代支付；青岛高端装备制造业孵化器项目为公司二级子公司青岛中机科技产业有限公司的在建项目，未来主要依靠对外出租实现资金平稳。截至2019年3月底，上述在建项目预算总投资30.84亿元，已完成投资8.85亿元。

表7 截至2019年3月底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	预计建设时间	投资计划		
				2019年4-12月	2020年	2021年
观澜文苑小区项目	6.50	3.47	2014-2019年	3.03	--	--
青岛幼儿师范项目	7.08	3.94	2017-2019年	3.14	--	--
青岛高端装备制造业孵化器项目	3.70	1.09	2016-2019年	2.61	--	--
开发区初中项目	3.17	0.12	2018-2020年	1.05	2.00	--
黄河路小学项目	2.44	0.10	2018-2020年	0.84	1.50	--
博爱街幼儿园项目	0.59	0.07	2018-2020年	0.17	0.35	--
社区服务中心项目	0.56	0.06	2019-2022年	0.15	0.35	--
上合组织国际培训中心	6.80	0.00	2019-2021年	0.80	2.50	3.50
<b>合计</b>	<b>30.84</b>	<b>8.85</b>	--	<b>11.79</b>	<b>6.70</b>	<b>3.50</b>

注：上合组织国际培训中心项目已投资19.93万元

资料来源：公司提供

公司拟建基础设施项目较多，主要包括胶州湿地公园、青岛大学医学院附属医院胶州分院、胶州开发区内十六道路及欧亚经贸产业园西扩等，截至2019年3月底，项目预计总投资177.13亿元。上述项目未来拟通过财政补贴、土地出让收入返还、对外出租等方式实现资金平衡。

同时考虑到胶州开发区基础设施建设项目，截至2019年3月底，公司主要在建及拟建项目总投资额为307.55亿元，已完成投资80.65亿元，尚需投资226.90亿元，资金需求大，公司面临较大的投资压力。

## 八、财务分析

公司提供了2016~2018年度合并财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至2017年底，公司合并范围内拥有6家一级子公司，为胶州湾科技、青岛胶州湾科创置业有限公司、青岛胶州湾科睿置业有限公司、青岛胶州湾科投置业有限公司、青岛胶州湾科顺置业有限公司和青岛胶州湾科融置业有限公司，其中房地产相关公司均为当年新设；2018年，公司投资设立2家子公司，为青岛胶州湾宏科置业有限公司和青岛胶州湾上合示范区发展有限公司。2019年1~3月，公司合并范围未发生变化。截至2019年3月底，公司合并范围内一级子公司8家。跟踪期间，公司新设子公司规模较小且均为公司投资新设，财务数据可比性强。

### 1. 资产质量

跟踪期内，受土地购置影响公司资产规模持续增长，资产构成中存货、预付款项及其他应收款占比高，对资金形成较大占用，公司受限资产规模较大，资产流动性仍较弱。



表8 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.75	0.62	9.04	3.08	11.83	3.92	29.11	8.91
应收账款	0.15	0.05	0.00	0.00	0.86	0.28	0.89	0.27
预付款项	31.04	11.05	47.36	16.12	30.44	10.08	30.49	9.33
其他应收款	58.32	20.76	40.80	13.89	37.48	12.42	42.82	13.11
存货	170.73	60.78	162.32	55.27	194.13	64.30	194.15	59.42
<b>流动资产</b>	<b>262.02</b>	<b>93.28</b>	<b>259.56</b>	<b>88.37</b>	<b>275.13</b>	<b>91.14</b>	<b>297.84</b>	<b>91.16</b>
可供出售金融资产	10.13	3.61	10.13	3.45	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	15.55	5.29	15.85	5.25	15.85	4.85
固定资产	3.62	1.29	3.55	1.21	3.34	1.11	3.28	1.00
在建工程	4.20	1.50	3.03	1.03	6.01	1.99	8.19	2.51
<b>非流动资产</b>	<b>18.87</b>	<b>6.72</b>	<b>34.15</b>	<b>11.63</b>	<b>26.75</b>	<b>8.86</b>	<b>28.89</b>	<b>8.84</b>
<b>资产总额</b>	<b>280.89</b>	<b>100.00</b>	<b>293.71</b>	<b>100.00</b>	<b>301.89</b>	<b>100.00</b>	<b>326.73</b>	<b>100.00</b>

资料来源:根据公司年报及季报整理

截至2018年底,公司资产总额301.89亿元,同比增长2.78%。公司资产中流动资产占91.14%,资产仍以流动资产为主。

截至2018年底,公司流动资产275.13亿元,同比增长6.00%,主要系存货增长所致。公司货币资金11.83亿元,同比增长30.82%,货币资金无受限情况;公司预付款项30.44亿元,同比下降35.72%,主要系预付胶州市土地储备管理中心的土地出让金结算所致;公司预付款项主要包括对青岛海达控股有限公司<sup>1</sup>18.36亿元及青岛森城鑫投资有限责任公司<sup>2</sup>11.97亿元的未结算工程款。截至2018年底,公司存货194.13亿元,包括137.57亿元开发成本(以土地资产为主,含少部分房地产开发投入)和56.56亿元基础设施项目未结算投入;公司存货同比增长19.59%,主要系新购置土地入账所致;公司土地资产面积约8000余亩,全部为出让用地,用途以住宅及商服用地为主,另有少部分工业、科教用地,其中59.09亿元的土地资产已用于抵押。公司其他应收款37.48亿元,主要包括应收开发区管委会14.81

亿元、胶州开发区财政局12.97亿元、胶州市财政局5.88亿元、新城建发1.40亿元和青岛金胶州资产经营有限公司(以下简称“金胶州公司”)1.38亿元,前五名应收对象合计占比98.06%,其他应收款集中度高;截至2018年底其他应收款同比下降8.15%,主要系当年将该科目中的往来款与“其他应付款”进行冲减所致;从账龄看,公司其他应收款账龄一年以内占49.09%,1~2年的占33.45%,2~3年的占17.46%,综合账龄尚可;总体看,公司其他应收款规模大,集中度高,对公司资金形成较大占用。

表9 2018年底公司其他应收款余额前五名情况  
(单位:亿元、%)

单位名称	款项性质	金额	占比
开发区管委会	往来款	14.81	60.92
胶州开发区财政局	往来款	12.97	15.92
胶州市财政局	往来款	5.88	14.40
新城建发	往来款	1.40	3.43
金胶州公司	往来款	1.38	3.39
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>36.44</b>	<b>98.06</b>

资料来源:公司审计报告

截至2018年底,公司非流动资产26.75亿元,同比下降21.67%,主要系子公司划转导致可供出售金融资产减少所致。截至2017年

<sup>1</sup>青岛海达控股有限公司为国有企业,因开发区部分盐碱滩涂地原属海达控股所有,土地被征用后,海达控股转为承建征用地的部分工程项目。

<sup>2</sup>青岛森城鑫投资有限责任公司为民营企业,为上市公司福建三木集团股份有限公司的子公司。



底，公司可供出售金融资产 10.13 亿元，2018 年胶州湾科投持有的金胶州公司 10.00 亿元股权被无偿划给胶州市国资委，由于公司对金胶州公司投入资金来自于开发区管委会，资产划出后同时减少公司对开发区管委会的其他应付款；当年公司所持 0.13 亿元青岛特斯拉亚星新能源汽车研发有限公司股权因该公司清算注销而减少。公司投资性房地产 15.85 亿元，主要为西安交大青岛研究院等在租项目，同比变动不大。公司固定资产 3.34 亿元，以房屋建筑物为主，因计提折旧等同比下降 5.86%。公司在建工程 6.01 亿元，系在青岛幼儿师范项目（3.74 亿元）、青岛高端装备制造业孵化器（0.80 亿元）等项目上的投入，同比增长 98.21%。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 326.73 亿元，较 2018 年底增长 8.23%，主要系货币资金随债券发行大幅增长所致。公司货币资金

29.11 亿元，较 2018 年底大幅增长 146.06%；公司其他应收款 42.82 亿元，较 2018 年底增长 14.25%；在建工程 8.19 亿元，较 2018 年底增长 36.40%。公司其他科目变动不大。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产总额 59.09 亿元，为用于抵押的土地资产，受限资产占总资产的 18.08%，受限规模较大。公司应收类款项占总资产的 13.38%，由于公司对胶州湾产业基地基础设施建设项目按进度确认收入，未结算部分（截至 2018 年底为 56.56 亿元，其中开发区管委会已垫付 40.18 亿元）仍在存货中核算，公司实际资金占用情况高于指标值。

## 2. 资本结构

**跟踪期内，公司所有者权益随未分配利润增长小幅上涨；所有者权益中资本公积占比大，权益结构稳定性较好。**

表 10 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	2.00	1.65	2.00	1.61	2.00	1.59	2.00	1.59
资本公积	107.31	88.52	107.31	86.44	107.32	85.29	107.32	85.11
未分配利润	10.86	8.96	13.78	11.10	15.47	12.29	15.77	12.51
<b>所有者权益总额</b>	<b>121.23</b>	<b>100.00</b>	<b>124.15</b>	<b>100.00</b>	<b>125.83</b>	<b>100.00</b>	<b>126.09</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司年报及季报整理

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 125.83 亿元，随未分配利润增加同比小幅增长 1.35%。公司实收资本及资本公积保持稳定，规模未发生变化，公司资本公积主要为划入的

土地资产。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 126.09 亿元，所有者权益规模与结构较上年底变化不大。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.00	1.88	4.00	2.36	6.58	3.74	9.00	4.49
应付账款	39.81	24.93	40.45	23.86	40.97	23.27	41.96	20.91
其他应付款	42.96	26.91	24.24	14.30	0.06	0.03	1.55	0.77
一年内到期的非流动负债	9.10	5.70	15.80	9.32	24.30	13.80	24.30	12.11
<b>流动负债</b>	<b>97.70</b>	<b>61.19</b>	<b>87.34</b>	<b>51.51</b>	<b>76.95</b>	<b>43.71</b>	<b>80.99</b>	<b>40.37</b>
长期借款	50.41	31.57	63.17	37.26	54.23	30.80	53.08	26.46
应付债券	9.14	5.72	6.86	4.05	33.56	19.06	58.81	29.31
长期应付款	1.16	0.73	9.46	5.58	8.58	4.87	5.02	2.50

非流动负债	61.95	38.80	82.22	48.49	99.10	56.29	119.64	59.63
负债总额	159.66	100.00	169.56	100.00	176.06	100.00	200.64	100.00

资料来源：根据公司年报及季报整理

**跟踪期内，受项目投入及土地购置支出扩大影响，公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主；未来随着在建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。**

截至2018年底，公司负债总额176.06亿元，同比增长3.83%；公司非流动负债占56.29%，负债结构以非流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债76.95亿元，同比下降11.89%，主要受其他应付款下降影响。公司其他应付款由2017年底的24.24亿元大幅降至0.06亿元，主要系对开发区管委会的应付往来款与“其他应收款”进行冲减，以及金胶州公司划出冲减所致。公司应付账款40.97亿元，同比变动不大，应付账款中应付开发区管委会40.18亿元，主要系公司承建的城市基础设施建设项目工程成本暂由经开区管委会垫付，待相关工程完工决算后将与相关往来单位进行结算。公司短期借款6.58亿元，均为保证借款；一年内到期的非流动负债同比增长53.82%至24.30亿元，其中将于一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为15.77亿元、2.30亿元和6.23亿元。

截至2018年底，公司非流动负债99.10亿元，同比增长20.53%。公司长期借款余额54.23亿元，同比下降14.14%；其中质押、抵押及保证借款分别占30.85%、30.36%和38.78%。公司应付债券33.56亿元，同比大幅增长26.69亿元，主要系发行5亿元“18胶州湾PPN001”、8亿元“18胶州湾MTN001”、8亿元“18胶州湾MTN002”和1.2亿美元“JZBD B2106”所致。公司长期应付款为融资租赁款，截至2018年底为8.58亿元，调整至有息债务核算；公司专项应付款仍为2.70亿元，为青岛幼儿师范项目收到的前期建设资金。

截至2019年3月底，公司负债总额200.64亿元，较上年底增长13.96%，主要系应付债券

快速增长所致。公司应付债券58.81亿元，较2018年底增长75.28%，主要系新发行0.8亿美元债、5亿元“19胶州湾PPN001”和7亿元“19胶州湾MTN001”及部分理财直融产品所致；同期，公司短期借款增长至9.00亿元、长期应付款下降至5.02亿元，其他科目规模变动不大。

有息债务方面，截至2018年底，公司全部债务118.66亿元，考虑到长期应付款中的融资租赁款，公司调整后全部债务127.25亿元，同比快速增长28.16%；公司调整后长期债务占75.73%，债务结构以长期债务为主。跟踪期间，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本比率均持续增长，截至2018年底分别为58.32%、50.28%和43.37%，同比分别上涨0.59个、5.84个和4.34个百分点，债务负担有所加重。截至2019年3月底，公司调整后全部债务150.21亿元，较2018年底增长18.05%，系发债规模较大所致。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别增长至61.41%、54.37%和48.11%。根据公司提供的数据，截至2019年6月底，公司待偿还有息债务本息合计187.28亿元，其中2019~2022年到期债务本息规模分别为37.28亿元、32.16亿元、30.82亿元和29.67亿元。

### 3. 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入有所增长，但因土地及房产项目产生的税金较高，营业利润率大幅下滑；公司期间费用率较高，利润总额对政府补助依赖大。**

2018年，公司实现营业收入5.06亿元，同比增长40.90%；同期，公司营业成本增长64.41%至4.01亿元，公司营业利润率由11.13%快速下降至-17.50%，系当年产生1.94亿元税

金及附加所致，主要系公司购置土地、以土地作价入股子公司及观澜文苑项目在子公司之间划转产生的城镇土地使用税、土地增值税及房产税。公司期间费用 0.99 亿元，受开发区财政局对公司利息支出进行贴息影响，公司财务费用规模较小，期间费用主要为管理费用；受营业收入增长影响，公司期间费用率由上年的 33.08% 降至 19.62%。公司期间费用率较高，对利润形成较大侵蚀。

2018 年，公司获得政府补助 4.30 亿元，包括开发区管委会给予本部的 1.00 亿元和给予子公司胶州湾科技的 3.30 亿元补贴。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 0.69% 和 1.33%，均较上年有所下降，公司整体盈利能力弱。

2019 年 1~3 月，公司营业收入为 0.62 亿元，相当于 2018 年全年收入的 12.33%；当期公司暂未获得政府补助，利润总额 0.26 亿元。

#### 4. 现金流分析

**跟踪期内，公司主营业务现金回流情况向好，但受往来规模减少及流出规模较大影响，经营活动现金流缺口进一步扩大；公司投资活动仍呈净流出状态，为平衡项目投入及债务偿还需求，筹资活动持续保持较大力度。**

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。2018 年，公司经营活动现金流入 21.80 亿元，其中销售商品、提供劳务收到现金同比大幅增长 373.73% 至 7.75 亿元、收到其他与经营活动有关现金下降 43.12% 至 14.04 亿元。2018 年公司现金收入比由 2017 年的 45.53% 增长至 153.09%，主要系 2018 年基础设施建设项目回款规模较大所致。2018 年，公司购买商品、接受劳务支付现金 18.64 亿元，主要为土地购置款，支付其他与经营活动有关的现金 21.47 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 -20.61 亿元，经营活动现金流缺口进一步扩大。

公司投资活动现金流入规模很少，投资活

动现金流出为在建工程投入，2018 年投资活动现金流量净额 -3.57 亿元。

为平衡经营及投资活动现金缺口，公司筹资活动依然保持较大力度，2018 年取得借款 19.48 亿元、发行债券收到现金 28.64 亿元，偿还债务等合计流出 21.10 亿元，筹资活动现金流量净额 2.79 亿元。

2019 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到现金回流 2.51 亿元，经营活动现金流量净额 -2.93 亿元；投资活动主要表现为在建工程投入，投资活动净流出 2.19 亿元；筹资活动现金净流入 22.40 亿元，发行债券筹资力度较大。

#### 5. 偿债能力

**公司短期偿债能力一般，长期偿债能力弱。考虑到公司获得的外部支持力度较大，整体偿债能力很强。**

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 357.53% 和 105.26%，考虑到公司存货规模较大且变现时间存在一定不确定性，资产实际流动性低于上述指标值。2017~2018 年，公司经营活动净现金流量持续为负，对流动负债无保障能力。截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产 29.11 亿元，为短期债务的 0.87 倍，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，公司 EBITDA 由 2017 年的 3.87 亿元降至 3.43 亿元（其中利润总额占 69.13%）；调整后全部债务/EBITDA 增至 37.12 倍，公司长期偿债能力弱。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 56.36 亿元，担保比率为 44.69%；主要被担保对象包括青岛胶州城市发展投资有限公司 25.28 亿元、青岛少海水利开发有限公司 10.08 亿元、青岛金胶州资产经营有限公司 1.50 亿元和青岛市胶州新城建设发展有限公司 0.60 亿元。公司被担保企业均为区域内国有企业，目前上述企业经营正常，但公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得各银行授

信总额107.15亿元，已使用授信额度87.35亿元，尚未使用额度18.80亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

考虑到公司获得的外部支持力度较大，整体偿债能力很强。

#### 6. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额250.12亿元，较上年底增长18.54%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。其中流动资产占87.82%，资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的82.85%，占比较高。

截至2018年底，母公司所有者权益合计108.41亿元，较上年底增长1.92%，主要系未分配利润增长所致。母公司所有者权益占合并报表所有者权益的86.16%，占比较高。

截至2018年底，母公司负债合计141.71亿元，较上年底增长35.44%，主要系其他应付款和应付债券等增长所致。其中，流动负债占71.79%，负债结构以流动负债为主；母公司负债占合并报表负债的80.49%，占比较高。

2018年，母公司实现营业收入7.02亿元，占同期合并报表营业收入的138.73%，主要系土地转让给子公司产生的土地处置收入未在合并层面反映所致；母公司利润总额2.38亿元，占同期合并报表利润总额的100.57%，母公司对合并报表利润总额的贡献度很高。

#### 九、存续期内债券偿债能力

截至2019年6月底，公司存续债券余额57.15亿元<sup>3</sup>，需于一年内兑付债券本金5.80亿元，公司现金类资产充裕，存续债券短期兑付能力较强，未来待偿债券本金峰值规模较大，存在一定集中偿付压力。

截至2019年6月底，公司需于一年内偿付债券本金5.80亿元；截至2018年底，公司现金类资产11.83亿元，存续债券短期兑付能力较

强。

公司预计于2021年达到存续债券本金偿还高峰期，合计需偿还21.04亿元。2018年，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21.80亿元、-20.61亿元和3.43亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018年
一年内到期债券余额	5.80
未来待偿债券本金峰值	21.04
现金类资产/一年内到期债券余额	2.04
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.04
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.16

资料来源：联合资信整理

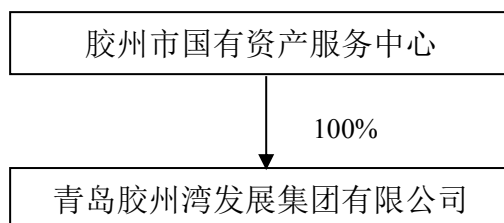
整体看，公司存续债券短期兑付能力较强，但存续债券于2021年到期规模较大，存在一定集中偿付压力。

#### 十、结论

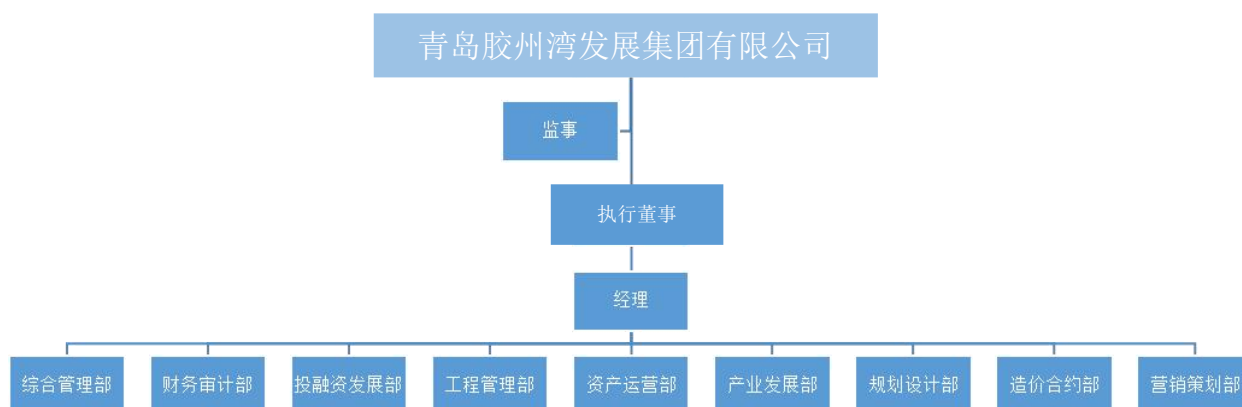
综合评估，联合资信确定维持青岛胶州湾发展集团有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“18胶州湾MTN002”和“19胶州湾MTN001”的信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“19胶州港CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

<sup>3</sup> 公司美元债按1美元兑6.8749元人民币计算。

附件 1-1 截至 2019 年 6 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 2019 年 3 月底公司合并范围子公司情况

序号	企业名称	级次	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
1	青岛胶州湾科技投资有限公司	一	基础设施建设, 房屋建筑工程施工及租赁, 企业管理咨询服务, 酒店管理, 滩涂匡围、围垦及配套建设、水利建设	150000.00	100.00
2	青岛中机科技产业有限公司	二	孵化器投资、运营、管理; 中小企业投资与服务	11000.00	81.82
3	青岛胶州湾城市物业经营有限公司	二	物业管理服务、房屋租赁	3000.00	100.00
4	青岛绿建园开发投资有限公司	二	产业园区运营管理、市政公用设施管理维护; 城市基础设施建设; 物业管理服务; 园林绿化、污水管道安装修理	20000.00	100.00
5	青岛胶州湾科创置业有限公司	一	房地产开发经营	10000.00	100.00
6	青岛胶州湾科投置业有限公司	一	房地产开发经营	10000.00	100.00
7	青岛胶州湾科顺置业有限公司	一	房地产开发经营	10000.00	100.00
8	青岛胶州湾科睿置业有限公司	一	房地产开发经营	10000.00	100.00
9	青岛胶州湾科融置业有限公司	一	房地产开发经营	10000.00	100.00
10	青岛胶州湾宏科置业有限公司	一	房地产开发经营	10000.00	100.00
11	青岛胶州湾上合示范区发展有限公司	一	产业园区运营管理、市政公共设施管理维护; 城市基础设施建设; 物业管理服务; 园林绿化、污水管道安装修理	100000.00	100.00

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

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	1.75	9.04	11.83	29.11
资产总额(亿元)	280.89	293.71	301.89	326.73
所有者权益(亿元)	121.23	124.15	125.83	126.09
短期债务(亿元)	12.10	19.80	30.88	33.30
长期债务(亿元)	59.55	70.03	87.79	111.89
调整后长期债务(亿元)	60.72	79.49	96.37	116.91
全部债务(亿元)	71.65	89.83	118.66	145.19
调整后全部债务(亿元)	72.81	99.29	127.25	150.21
营业收入(亿元)	14.12	3.59	5.06	0.62
利润总额(亿元)	1.77	2.92	2.37	0.26
EBITDA(亿元)	1.99	3.87	3.43	--
经营性净现金流(亿元)	-18.48	-14.86	-20.61	-2.93
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	114.98	48.38	11.71	--
存货周转次数(次)	0.08	0.01	0.02	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.01	0.02	--
现金收入比(%)	0.00	45.53	153.09	401.93
应收类款项/资产总额(%)	20.82	13.89	12.70	13.38
营业利润率(%)	13.18	11.13	-17.50	50.61
总资本收益率(%)	0.71	1.36	0.69	--
净资产收益率(%)	1.14	2.35	1.33	--
长期债务资本化比率(%)	32.94	36.06	41.10	47.02
调整后长期债务资本化比率(%)	33.37	39.04	43.37	48.11
全部债务资本化比率(%)	37.15	41.98	48.53	53.52
调整后全部债务资本化比率(%)	37.52	44.44	50.28	54.37
资产负债率(%)	56.84	57.73	58.32	61.41
流动比率(%)	268.17	297.18	357.53	367.73
速动比率(%)	93.43	111.33	105.26	128.02
经营现金流动负债比(%)	-18.92	-17.01	-26.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	36.07	23.23	34.61	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	36.66	25.68	37.12	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务。

### 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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> ]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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%

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

## 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