

信用等级公告

联合〔2020〕016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及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定青岛胶州湾发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，青岛胶州湾发展集团有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年一月二日



青岛胶州湾发展集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：4.00 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年计息，到期一次还本

募集资金用途：全部用于偿还有息债务

评级时间：2020 年 1 月 2 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻	评级结果	AA ⁺
评价内容	评价结果	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	2
		基础素质	1
		企业管理	3
		经营分析	1
财务风险	F4	资产质量	4
		资本结构	2
		盈利能力	3
		现金流量	2
		偿债能力	4
调整因素和理由			调整子级
政府支持			2

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

评级观点：

青岛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。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司外部环境良好，在政府补助和债务置换等方面获得较大的外部支持。同时，联合资信也关注到，公司资产流动性较弱、营业收入规模波动较大、经营性净现金流持续流出、债务规模快速增长等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度尚可。

近年来，胶州市和胶州开发区经济实力发展迅速，为公司提供了良好的外部环境。2019 年 7 月 24 日，上合示范区建设方案正式获得通过，公司所在区域经济发展势头良好，公司获得的外部支持有望持续增强，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司系胶州开发区最重要的基础设施建设主体，面临良好的外部发展环境。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。胶州开发区作为国家级开发区，区位优势明显，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司持续获得外部支持。公司系胶州开发区最重要的基础设施建设主体，近年来，公司分别获得政府补助 0.50 亿元、3.80 亿元和 4.30 亿元；2016 年，公司获得青岛市财政局的债务置换资金 10.00 亿元；2019 年，公司获得胶州市财政局政府置换债券作为权益性资本注入 10.00 亿元。

关注

1. 公司营业收入规模波动较大。受胶州开发区项目完工进度影响，公司营业收入规模波动较大。近三年公司营业收入分别为 14.12 亿元、3.59 亿元和 5.06 亿元。
2. 公司资产流动性较弱。截至 2019 年 9 月底，公司存货占总

分析师：唐立倩 李思卓

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

资产比例为55.38%，公司存货占比较大，对资金形成较大占用；同期，公司受限资产总额73.06亿元，占总资产比例20.45%，受限资产规模较大，公司整体资产流动性较弱。

3. 公司债务规模快速增长，拟建未来投入面临较大融资压力。

近年来，公司债务规模快速增长且短期债务增长较快，年均复合增长率28.69%，截至2019年9月底，公司调整后短期债务29.68亿元，占调整后全部债务比例为17.30%；同期，公司拟建项目尚需投资145.86亿元，公司目前拟建项目资金需求大，面临较大的融资压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	1.75	9.04	11.83	24.68
资产总额(亿元)	280.89	293.71	301.89	357.30
所有者权益(亿元)	121.23	124.15	125.83	135.98
短期债务(亿元)	12.10	19.80	30.88	26.18
长期债务(亿元)	59.55	70.03	87.79	134.82
全部债务(亿元)	71.65	89.83	118.66	160.99
营业收入(亿元)	14.12	3.59	5.06	4.20
利润总额(亿元)	1.77	2.92	2.37	0.58
EBITDA(亿元)	1.99	3.87	3.43	--
经营性净现金流(亿元)	-18.48	-14.86	-20.61	-29.38
营业利润率(%)	13.18	11.13	-17.50	-6.62
净资产收益率(%)	1.14	2.35	1.33	0.15
资产负债率(%)	56.84	57.73	58.32	61.94
全部债务资本化比率(%)	37.15	41.98	48.53	54.21
流动比率(%)	268.17	297.18	357.53	412.41
现金短期债务比(倍)	0.14	0.46	0.38	0.94
经营现金流流动负债比(%)	-18.92	-17.01	-26.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.66	5.48	6.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	36.07	23.23	34.61	--
公司本部（母公司）				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	215.54	211.00	250.12	287.79
所有者权益(亿元)	105.44	106.37	108.41	120.18
全部债务(亿元)	23.93	22.51	45.15	95.87
营业收入(亿元)	14.07	2.36	7.02	4.76
利润总额(亿元)	1.59	0.93	2.38	2.02
资产负债率(%)	51.08	49.59	56.66	58.24
全部债务资本化比率(%)	18.50	17.46	29.40	44.37
流动比率(%)	227.12	238.91	215.90	324.58
经营现金流流动负债比(%)	3.69	-2.04	6.44	--

注：公司2019年三季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/12/31	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
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

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由青岛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，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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

青岛胶州湾发展集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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”）原名为青岛胶州湾发展有限公司，系经胶州市人民政府（以下简称“胶州市政府”）批准，于 2007 年 11 月 21 日由青岛胶州湾工业园管理委员会、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”），分别出资 15000 万元、3000 万元和 2000 万元成立的有限责任公司，初始注册资本 20000 万元，首期以货币形式实缴出资 4000 万元。2009 年 3 月，青岛胶州湾工业园管理委员会将其出资额 15000 万元全部转让给青岛胶州湾产业基地管理委员会；截至 2009 年 9 月，公司实收资本增加至 20000 万元。2011 年 8 月，公司股东青岛胶州湾产业基地管理委员会更名为胶州市产业新区管理委员会。2013 年 12 月，根据《关于青岛胶州湾发展集团有限公司国有股权无偿划转的批复》（胶国管发〔2013〕4 号文），胶州市产业新区管理委员会将持有的公司 75% 的国有股权无偿划转至胶州经济技术开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）。截至 2018 年 6 月底，公司注册资本和实收资本均为 2.00 亿元，开发区管委会、财资中心和新城建发分别持股 75%、15% 和 10%。2018 年 12 月，根据胶国资委〔2018〕39 号文，开发区管委会、财资中心和新城建发将持有的公司股权全部无偿划转至胶州市国有资产监督管理办公室（以下简称“胶州国资办”）。2019 年 1 月，根据股东决定及胶国资委〔2019〕2 号文，公司名称变更为现名，同时，公司注册资本增加至 20.00 亿元。2019 年 4 月，胶州国资办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”）。截至

2019 年 9 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，公司实际控制人为胶州市人民政府。

公司的经营范围：投资兴办企业，企业经营及管理策划，投资管理咨询，基础设施建设投资；批发、零售：建筑材料、水利建设。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年 9 月底，公司本部内设财务审计部、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 125.83 亿元（含少数股东权益 0.04 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 9 月底，公司资产总额 357.30 亿元，所有者权益 135.98 亿元；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 4.20 亿元，利润总额 0.58 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。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2020 年注册中期票据 10.00 亿元，本次拟发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）4.00 亿元，期限 3 年，按年计息，到期一次还本。募集资金计划全部用于偿还有息债务。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和

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

2019年1—6月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，我国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，我国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，2019年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许

表3 2016—2019年上半年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

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

4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速

5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，2019 年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月(8.3%)略有回升，较上年同期(9.4%)有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速(1.2%)较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1—6 月，我国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速(3.9%)较 1—3 月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速(-6.9%)较上年同期下滑了 38.9 个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019 年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加

大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和服务制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019 年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在 6.2% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(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健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，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，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 4 2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔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

近年来，胶州市经济迅速增长；胶州经济技术开发区作为国家级开发区，区位优势明显，近年来经济实力有所提升，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。

（1）胶州市发展概况

胶州市作为青岛市下辖县级市，是中国经济综合实力百强县市，1987 年 2 月经国务院批准，在青岛地区第一个撤县设市。胶州市辖 6 个镇、6 个街道办事处、811 个行政村、65 个

社区（居委会），区域陆地面积 1324 平方公里，户籍人口 82.8 万人。

近年来，胶州市经济持续保持较快增长速度，2016—2018 年分别实现地区生产总值 1035.9 亿元、1137.02 亿元和 1211.4 亿元，经济实力很强。2018 年，胶州市第一、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。

2016—2017 年，胶州市分别完成固定资产投资 1039.4 亿元和 1005.3 亿元，2018 年固定资产投资同比增长 9.9%。2018 年，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。

（2）胶州经济技术开发区概况

胶州经济技术开发区（以下简称“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 11 日，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 36.4 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 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 697.7 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过境而过。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，胶州开发区距青岛流亭国际机场约 20 公里，距新落户的青岛胶东国际机场（预计于 2019 年底前投入运营）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、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崛起。

根据胶州开发区财政局提供的数据，2015—2017 年，胶州开发区地区生产总值分别为 597.64 亿元、618.60 亿元和 687.81 亿元，年均复合增长 7.82%。2017 年，胶州开发区实现地区生产总值较上年增长 11.19%；其中第二产业增加值 402.51 亿元，第三产业增加值 253.34 亿元，较上年分别增长 3.33%和 26.43%。按照 2017 年末户籍人口计算，胶州开发区人均 GDP 为 816397 元，为同期全国人均 GDP 的 13.68 倍。2017 年，胶州开发区固定资产投资为 720.41 亿元，较 2016 年增长 6.03%。2018 年胶州开发区经济数据暂未披露。

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”）；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。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 9 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，公司实际控制人为胶州市人民政府。

2. 企业规模

公司作为胶州开发区基础设施建设及区域性资产运营管理主体，在项目建设及财政补贴等多方面获得外部的大力支持。自成立以来，公司资产规模快速增长。除公司外，胶州市主要的城投企业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”）和青岛少海投资发展有限公司（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。

表 5 胶州市主要城投企业财务数据

（单位：亿元）

公司名称	资产总额	所有者权益	全部债务	营业收入	利润总额
少海发展	118.38	63.99	53.03	7.10	1.16
胶州城投	362.18	159.62	86.29	18.20	2.27
公司	301.89	125.83	118.66	5.06	2.37

注：胶州城投财务数据时点为 2017 年底，胶州城投已无公开发行人债券，故无最新公开财务数据

3. 人员素质

公司高层管理人员具备丰富的管理经验，员工素质较好，能满足公司的经营发展需要。

公司拥有高层管理人员 2 人，包括执行董事兼总经理 1 人、财务总监 1 人。

逯卫先生，1979 年出生，中共党员，硕士学历；历任青岛胶州湾工业园管委会财务部部长，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，胶州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 月至今任公司执行董事、总经理兼法定代表人。

樊誉泽先生，1989 年出生；曾任青岛海达控股有限公司财务助理，2016 年至今任公司财务总监。

截至 2019 年 9 月底，公司在职员工共有 114 人。从文化程度来看，专科及以下学历 22 人，占 19.30%；本科学历 85 人，占 74.56%；研究生及以上学历 7 人，占 6.14%。从年龄构成来看，30 岁以下的 49 人，占 42.98%；30-50 岁的 65 人，占 57.02%。

4. 外部支持

胶州市和胶州开发区财政收入持续增长，且胶州开发区财政平衡能力很强；公司在政府补贴和债务置换等方面获得外部支持较大。

2016—2018 年，胶州市一般公共预算收入持续增长，分别为 92.07 亿元、96.52 亿元和

100.38 亿元，财政实力很强。其中，2018 年一般公共预算收入同比增长 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%。

2015—2017 年，胶州开发区一般公共预算收入持续增长，分别为 41.54 亿元、52.54 亿元和 59.41 亿元。其中，2017 年税收收入 38.01 亿元，占一般公共预算收入的 63.98%，财政收入质量一般。2015—2017 年，胶州开发区一般公共预算支出持续增长，分别为 29.04 亿元、35.86 亿元和 37.12 亿元。其中，2017 年社会保障和就业、教育、医疗卫生和一般公共服务支出占比 26.94%，财政支出弹性较强。2015-2017 年，胶州开发区财政自给率分别为 143.04%、146.51%和 160.05%，财政平衡能力很强。从历史数据来看，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。

政府补助

2016—2019 年 9 月，公司分别取得政府补助 0.50 亿元、3.80 亿元、4.30 亿元和 1.60 亿元。

债务置换

2016 年，公司获得青岛市财政局的债务置换资金 10.00 亿元。

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。

5. 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 11 月 25 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 12 月 23 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司治理结构基本完善，但决策和监督机制有待进一步完善。

公司不设股东会 and 董事会，设执行董事一名，由股东选举产生，任期不超过三年，任期届满，可连选连任，执行董事为公司法定代表人。公司不设监事会，设监事一名，由股东选举产生，任期每届三年，任期届满，可连选连任；公司设经理一名，由执行董事聘任或者解聘，经理对执行董事负责。

2. 管理水平

公司建立了完善的管理制度，日常经营管理工作得以顺利开展。

公司根据职能定位、业务特点等设置了综合管理部、财务审计部、规划设计部、投融资发展部等职能部门，并制定了财务审计管理制度、工程管理制度、投融资管理制度、资产运营管理制度等。

财务审计管理制度方面，公司规定现金出纳应对库存现金做到日清月结，由财务主管或其他人员进行定期或不定期地盘点，做到账实相符；不得对外签发空头支票、远期支票，不得对外租借银行账户；公司对外签发票据时，经财务主管审核加盖印鉴后方可对外签发；对于没有经过审批或有关人员越权审批的付款业务，出纳员不予受理。

投融资管理制度方面，投融资发展部负责对公司投资项目的调查工作、可行性分析和收益预测。投融资发展部部长负责归口管理公司

所参与投资项目的前期工作及实施，并提供决策意见；在分管领导指导下，协助参与研究拟订公司经营开发战略和发展规划方案；投融资发展部人员配合参与公司投融资战略和规划发展等方案的拟订工作，配合参与公司具体项目的投融资策略、投融资方案等相关工作。

资产运营管理制度方面，资产运营部负责根据董事会或者监事会的要求，向董事会或者监事会报告公司重大合同的签订、执行情况、资金运用和盈亏情况；制定部内工作细则，建立资产监管制度，审批投资方案，把握工作流程，及时拿出最佳运营方案报董事会批准后实施。

工程管理制度方面，工程管理部负责配合工程招投标工作，完善建设手续。参与合同签订，具体负责合同条款执行，及时解决执行过程中的各项问题。监督设计、施工、监理等各方的合同履行情况。组织工程中竣工验收和竣工验收工作，落实工程造价，审核工程进度款支付申请和月度用款计划，配合竣工决算、审计及财务稽核工作。

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

设及投融资主体。公司自 2017 年起新增租赁业务，此后公司收入主要来自基础设施建设和租赁业务；近年来，受完工进度影响，公司基建收入波动较大；受业务结构变化以及各板块业务毛利率波动影响，公司近年综合毛利率波动较大。

公司营业收入主要来自于胶州开发区基础设施项目建设和租赁业务。2016—2018 年，公司分别实现营业收入 14.12 亿元、3.59 亿元和 5.06 亿元，波动较大，主要受区域项目完工进度影响所致。

从收入构成看，2016 年，公司营业收入以基础设施项目建设收入为主，占营业收入的比重为 99.64%。2017 年以来，公司收入主要来自基础设施建设和租赁业务，2018 年基建及租赁业务占营业收入的比重分别为 49.03%和 48.55%。

毛利率方面，2016—2018 年，公司综合毛利率波动较大，分别为 13.53%、32.16%和 20.84%；2018 年公司综合毛利率同比大幅下降，主要系两大主营业务板块毛利率下降所致。

2019 年 1—9 月，公司确认收入 4.20 亿元，公司综合毛利率为 23.52%，较 2018 年有所增长，主要系确认收入的租赁业务毛利率较高所致。

表 6 2016—2018 年及 2019 年 1—9 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—9 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	1.27	30.20	6.04
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	2.12	50.54	46.31
政府购买服务	--	--	--	--	--	--	0.12	2.41	49.09	0.04	0.97	-197.79
物业及其他收入	--	--	--	--	--	--	0.00	0.01	-104.29	0.77	18.38	2.50
合计	14.12	100.00	13.53	3.59	100.00	32.16	5.06	100.00	20.84	4.20	100.00	23.52

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

公司自成立以来，承担了胶州开发区大量的基础设施建设工作，但受完工进度放缓影响，公司基础设施业务收入波动下降。

公司是胶州开发区最重要的基础设施建设及投融资主体，承担胶州开发区范围内基础设施建设项目，相关工作主要由公司本部承接。公司于 2008 年起，与胶州市财政局签定基础设施建设回购协议，由公司负责胶州开发区基

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 9 月底，公司已经完成投资 73.00 亿元。

基础设施回购收入为公司最主要的收入来源。公司基础设施建设项目依据建造合同准则，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”。公司根据《基础设施建设投入收益申报表》和财政局进行结算，工程已完工未结算部分不体现“应收账款”，在未进行竣工审计时实际获得的回购款通过“其他应收款”科目进行过渡核算（现金流体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”），实际回款总额体现在“存货-工

程施工-工程结算”。

2016—2018 年，公司基础设施建设分别确认回购收入 14.07 亿元、1.97 亿元和 2.48 亿元。受开发区项目进度规划调整影响，2017 年以来公司基础设施项目投入及完工进度有所放缓，基础设施业务收入较 2016 年有明显下降。截至 2018 年底，胶州开发区基础设施建设项目累计确认收入 71.25 亿元，公司实际累计收到回款 15.25 亿元（此外，开发区管委会已垫付公司承建的城市基础设施建设项目工程成本 40.18 亿元，计入公司的应付账款，待相关工程完工决算后将与相关往来单位进行结算）；其中 2018 年收到回款 5.40 亿元，未收回的款项反映在“存货-工程施工”科目。

2016—2017 年，公司基础设施建设业务毛利率均为 13.22%，较为稳定。2018 年，因确认收入为扣税后收入且适用增值税率有所调整，该板块业务的毛利率降至 5.17%。

表 7 公司基础设施建设回购项目情况 （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 9 月底已投资	未来投资计划		
					2019 年 10—12 月	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	73.00	1.50	5.00	5.00

资料来源：公司提供

（2）代建业务

公司代建收入规模较小，前期代建资产目前已转为公司租赁资产，未来将不再产生代建管理费收入。

2013 年 9 月，公司子公司青岛胶州湾科技投资有限公司（以下简称“胶州湾科技”）与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、西安交大附中工程工程项目、高端装备制造产业园-先导区四个项目分别签订了《委托代建协议书》，约定公司作为代建方进行项目建设，待工程竣工验收合格后，由开发区管委会分年度收回代建工程。开发区管委会以项目每年实际支出成本的 3% 作为公司代建管理费，公司确认为代建

管理费收入，项目投入反映在“存货”科目。2016—2017 年，公司分别确认代建管理费收入 0.05 亿元和 0.07 亿元，毛利率均为 100%。

2017 年，根据开发区管委会出具的项目处理意见函，开发区管委会决定公司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建成后不进行回购，留存公司进行市场化运营，受此影响，公司将相关投入从“存货”中进行结转，当年确认“应收账款”；开发区管委会将相关实物资产抵账至公司，增加“投资性房地产”，冲减“应收账款”。目前相关项目已作为公司租赁资产向开发区管委会收取租金收入，2018 年起公司无代

建管理费收入。

(3) 租赁业务

未来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。

2017年5月，公司与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项目签订了《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。

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，2017年租赁费率为实际投资额的8%，2018年提高到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8 2018年公司租赁收入主要项目开展情况
(单位：万平方米、万元)

项目	建筑面积	2018年	2019年1—9月
高新技术企业孵化器项目	4.68	1655.9	1304.25
西安交大附中	6.17	2733.24	2152.5
西安交大研究院	14.00	7621.43	6002.25
高新技术企业先导区	8.23	2431.43	1914.75
创业大厦	6.93	4502.10	3545.25
管理楼南楼	0.58	49.52	37.14
管理楼北楼	0.33	212.00	167.25
胶州综合检测实验中心	2.10	3277.18	2580.75
青岛中加国际学校	--	2098.03	1652.25
合计	--	24580.83	19356.39

资料来源：公司提供

2017—2018年，公司分别实现租赁业务收入1.56亿元和2.46亿元；2018年公司租赁业务收入同比增长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；2018年，公司租赁业务毛利率35.29%，同比有所下降系维护成本提升所致。2019年1

—9月，公司确认租赁业务收入2.12亿元，毛利率为46.31%。

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。

(4) 房地产

未来随着公司房地产项目逐步建成并销售，相关收入将成为公司收入较为重要的补充；但该板块未来发展受调控政策及市场环境影响较大，存在一定不确定性。

截至2019年9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1.20亿元（存在已签合同未到款或未全额到款的情况）。观澜文苑二期项目处于在建状态，二期总建筑面积为4.39万平方米，总可售房源348套。

拟建项目方面，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。但联合资信同时关注到，房地产业务收入及利润实现情况受调控政策及市场环境的影响较大，具有一定不确定性。

表9 截至2019年9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	尚需投资	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	4.80	1.70	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、二期项目的销售，三是贸易业务方面，随青岛胶发国际贸易有限公司（以下简称“胶发贸易”）划入，公司已经开展国内大宗商品贸易业务，2019年1—9月共确认收入0.77亿元，毛利率2.53%，主要交易商品为区域内建设用材，风险可控，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，公司随青岛胶发文化旅游发展有限公司（以下简称“胶发旅游”）划入，公司未来将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和思路，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。其中观澜文苑小区项目为公司房地产项目；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衡。截至2019年9月底，上述在建项目预算总投资30.84亿元，已完成投资12.16亿元。

表10 截至2019年9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10—12月	2020年	2021年
观澜文苑小区项目	6.50	4.80	2014—2019年	--	1.70	--
青岛幼儿师范项目	7.08	4.22	2017—2019年	0.86	2.00	--
青岛高端装备制造业孵化器项目	3.70	2.73	2016—2019年	0.97	--	--
开发区初中项目	3.17	0.02	2018—2020年	0.55	2.50	--
黄河路小学项目	2.44	0.04	2018—2020年	0.40	2.00	--
博爱街幼儿园项目	0.59	0.17	2018—2020年	0.20	0.22	--
社区服务中心项目	0.56	0.14	2019—2022年	0.10	0.10	0.10
上合组织国际培训中心	6.80	0.04	2019—2021年	0.75	3.00	3.00
合计	30.84	12.16	--	3.83	11.52	3.10

资料来源：公司提供

公司拟建基础设施项目较多，主要包括上合双创中心工程、上合国际培训中心工程、上合示范区中小企业园等，截至2019年9月底，

项目预计总投资145.86亿元。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。公司在建及拟建项目未

来资金需求大，公司面临较大的投资压力。

八、财务分析

1. 财务概况

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 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2016 年，公司合并范围内一级子公司 1 家，为胶州湾科技；2017 年公司投资设立 5 家子公司，分别为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（以下简称“胶州科投”）、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（以下简称“胶州科融”）；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—9 月，公司合并范围新增 5 家子公司，分别为青岛胶州湾上合示范区发展有限公司、胶发旅游、胶

发贸易、青岛胶发文化旅游发展有限公司和青岛胶发人力资源服务有限公司。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围内一级子公司合计 8 家。近年来，公司新设子公司规模较小且均为投资新设，公司财务数据可比性强。

2019 年 10 月，公司将胶州科投和胶州科融股权无偿划转至胶州城投，上述两家子公司截至 2018 年底总资产 10.10 亿元，所有者权益 9.98 亿元，划出资产主要为土地（190 亩，评估法入账），划出公司 2018 年净亏损合计 253.71 万元，子公司划出对公司生产经营和财务状况不构成重大影响。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，存货及其他应收款占比高，对资金形成较大占用，公司受限资产比例较高，资产流动性较弱。

2016—2018 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长 3.67%，截至 2018 年底，公司资产总额 301.89 亿元，较上年底增长 2.78%。公司资产中流动资产占 91.14%，资产以流动资产为主。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 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	24.68	6.91
应收账款	0.15	0.05	0.00	0.00	0.86	0.28	2.13	0.60
预付款项	31.04	11.05	47.36	16.12	30.44	10.08	30.49	8.53
其他应收款	58.32	20.76	40.80	13.89	37.48	12.42	72.00	20.15
存货	170.73	60.78	162.32	55.27	194.13	64.30	197.87	55.38
流动资产	262.02	93.28	259.56	88.37	275.13	91.14	327.39	91.63
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	15.46	4.33
固定资产	3.62	1.29	3.55	1.21	3.34	1.11	3.18	0.89
在建工程	4.20	1.50	3.03	1.03	6.01	1.99	9.73	2.72
非流动资产	18.87	6.72	34.15	11.63	26.75	8.86	29.90	8.37
资产总额	280.89	100.00	293.71	100.00	301.89	100.00	357.30	100.00

资料来源：根据公司年报及季报整理

2016—2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 2.47%，主要系货币资金和存货增加所致；截至 2018 年底，公司流动资产 275.13

亿元，较上年底增长 6.00%。

截至 2018 年底，公司货币资金 11.83 亿元，较上年底增长 30.82%，货币资金无受限情况。

公司预付款项主要为尚未结算的工程款和预付土地出让金，2016—2018 年，预付款项波动较大；截至 2018 年底，公司预付款项 30.44 亿元，较上年底下降 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¹ 18.36 亿元及青岛森城鑫投资有限责任公司² 11.97 亿元的未结算工程款；公司预付账款账龄较长，3 年以上占 99.62%，主要系项目建设周期较长所致。

公司其他应收款主要为应收政府及关联方的往来款，2016—2018 年，其他应收款年均复合下降 19.84%；截至 2018 年底为 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 年底其他应收款较上年底下降 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 1 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 12 截至 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
合计	--	36.44	98.06

资料来源：公司审计报告

公司存货主要为开发成本和工程施工，

¹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。

²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。

2016—2018 年，存货年均复合增长 6.63%；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；公司存货较上年底增长 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。

2016—2018 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 19.08%；截至 2018 年底，公司非流动资产 26.75 亿元，较上年底下降 21.67%，主要系子公司划转导致可供出售金融资产减少所致。

2016—2018 年，公司投资性房地产快速增长，主要系下列原因所致：（1）2017 年，子公司胶州湾科投取得为开发区管委会代建的 4 个项目的实物资产，冲抵公司对开发区管委会的应收账款；（2）2017 年，公司在建工程智慧胶州信息大厦项目、胶州湾产业新区管理楼项目已达到预定可使用状态，预转至投资性房地产。截至 2018 年底，公司投资性房地产 15.85 亿元，较上年底变动不大。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产快速下降。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 10.13 亿元，系公司对青岛金胶州资产经营有限公司（以下简称“金胶州公司”）10.00 亿元和青岛特斯拉亚星新能源汽车研发有限公司 0.13 亿元的权益投资。2018 年，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；同期，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。截至 2018 年底，公司无可供出售金融资产。

2016—2018 年，公司固定资产变动不大；截至 2018 年底，公司固定资产 3.34 亿元，以

房屋建筑物为主，因计提折旧等较上年底下降 5.86%。

2016—2018 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 19.64%；截至 2018 年底，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，较上年底增长 98.21%。

截至2019年9月底，公司资产总额357.30亿元，较2018年底增长18.35%，主要系其他应收款和货币资金大幅增长所致。公司货币资金 24.68 亿元，较 2018 年底大幅增长 108.58%；公司其他应收款 72.00 亿元，较 2018 年底增长 92.10%，主要系应收开发区管委会的利息费用、应收九龙街道办事处拆迁款和应收的往来款增长所致；在建工程 9.73 亿元，较 2018 年底增长 61.98%，系公司租赁业务所用资产投入所致。公司其他科目变动不大。

截至2019年9月底，公司受限资产总额 73.06 亿元，为用于抵押的土地资产及用于质押的应收账款，受限资产占总资产的 20.45%，受限规模较大。公司应收类款项占总资产的

20.75%，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。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益规模稳步增长，资本公积占比很大，权益结构稳定性较好。

2016—2018 年，公司所有者权益稳步增长，年均复合增长 1.88%；截至 2018 年底，公司所有者权益合计 125.83 亿元，随未分配利润增加较上年底小幅增长 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 9 月底，公司所有者权益 135.98 亿元，其中实收资本 12.00 亿元，较 2018 年底增加 10.00 亿元，系胶州市人民政府增资所致，为之前年度政府置换债券转记实收资本，无现金流。所有者权益规模与结构较上年底变化不大。

表13 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 9 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	12.00	8.82
资本公积	107.31	88.52	107.31	86.44	107.32	85.29	107.32	78.92
未分配利润	10.86	8.96	13.78	11.10	15.47	12.29	15.66	11.52
所有者权益	121.23	100.00	124.15	100.00	125.83	100.00	135.98	100.00

资料来源：根据公司年报及季报整理

近年来，随着项目投资规模的扩大，公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，债务负担尚可；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。

2016—2018 年，公司负债总额不断增长，

年均复合增长 5.01%；截至 2018 年底，公司负债总额 176.06 亿元，较上年底增长 3.83%；公司非流动负债占 56.29%，负债结构以非流动负债为主。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 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	8.00	3.61
应付账款	39.81	24.93	40.45	23.86	40.97	23.27	41.54	18.77
其他应付款	42.96	26.91	24.24	14.30	0.06	0.03	3.76	1.70

一年内到期的非流动负债	9.10	5.70	15.80	9.32	24.30	13.80	18.18	8.21
流动负债	97.70	61.19	87.34	51.51	76.95	43.71	79.39	35.87
长期借款	50.41	31.57	63.17	37.26	54.23	30.80	51.20	23.13
应付债券	9.14	5.72	6.86	4.05	33.56	19.06	83.62	37.78
长期应付款	1.16	0.73	9.46	5.58	8.58	4.87	7.08	3.20
非流动负债	61.95	38.80	82.22	48.49	99.10	56.29	141.93	64.13
负债总额	159.66	100.00	169.56	100.00	176.06	100.00	221.32	100.00

资料来源：根据公司年报及季报整理

2016—2018 年，公司流动负债持续下降，年均复合下降 11.25%；截至 2018 年底，公司流动负债 76.95 亿元，较上年底下降 11.89%，主要受其他应付款下降影响。

2016—2018 年，公司短期借款持续上升，年均复合增长 48.05%；截至 2018 年底，公司短期借款 6.58 亿元，均为保证借款。

2016—2018 年，公司应付账款保持相对稳定，年均复合增长 1.44%；公司应付账款 40.97 亿元，较上年底变动不大，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开发区管委会垫付，待相关工程完工决算后将与相关往来单位进行结算。

2016—2018 年，公司其他应付款持续下降，年均复合下降 96.23%；截至 2018 年底，公司其他应付款由 2017 年底的 24.24 亿元大幅下降至 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。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底快速增长 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。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 26.48 %；截至 2018 年底，公司非流动负债 99.10 亿元，较上年底增长 20.53%，主要系应付债券增加所致。

2016—2018 年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长 3.72%；公司长期借款余额 54.23 亿元，较上年底下降 14.14%；其中质

押、抵押及保证借款分别占 30.85%、30.36%和 38.78%。

2016—2018 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 91.58%；公司应付债券 33.56 亿元，较上年底大幅增长 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 2.00 亿美元“城发集团 6.5% 2021”所致。

公司长期应付款均为融资租赁款，2016-2018 年年均复合增长 171.91%，截至 2018 年底为 8.58 亿元，调整至有息债务核算。

此外，截至 2018 年底，公司专项应付款 2.70 亿元，系开发区管委会拨入的青岛幼儿师范项目款。

截至 2019 年 9 月底，公司负债总额 221.32 亿元，较上年底增长 25.71%，主要系应付债券快速增长所致。公司应付债券 83.62 亿元，较 2018 年底增长 149.20%，主要系新发行 3.00 亿美元海外债、5.00 亿元“19 胶州湾 PPN001”、7 亿元“19 胶州湾 MTN001”、15.00 亿元债权融资计划及部分理财直融产品所致；同期，公司短期借款增长至 8.00 亿元；其他应付款 2.38 亿元，较 2018 年底增加 2.31 亿元，主要系增加应付开发区管委会 1.32 亿元和九龙街道办事处 1.00 亿元所致，预计年底会与其他应收款冲抵；公司新增其他流动负债中 3.50 亿元，系发行的“19 胶州湾 CP001”，系有息债务，应调整至短期债务进行核算；长期借款下降至 51.20 亿元；长期应付款下降至 7.08 亿元；。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部

债务快速增长，年均复合增长 28.69%；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，较上年底快速增长 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。2016—2018 年，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不断增长，2018 年底分别为 58.32%、50.28%和 43.37%，较上年底分别上升 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 9 月底，公司调整后全部债务 171.57 亿元，较 2018 年底增长 34.84%，系发债规模较大所致，其中调整后短期债务 29.68 亿元，占比 17.30%；调整后长期债务 141.90 亿元，占比 82.70%，公司有息债务以长期债务为主。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 61.94%、55.79%和 51.07%，公司整体债务负担有所加重。根据提供的数据，截至 2019 年 9 月底，公司待偿还有息债务合计 171.57 亿元，公司于 2020 年 9 月—2021 年 8 月及 2021 年 9 月—2022 年 8 月分别需偿付有息债务 40.00 亿元和 46.00 亿元，公司未来面临一定集中兑付压力

表 15 截至 2019 年 9 月底未来需偿还有息债务分布情况（单位：亿元、%）

	≤1 年	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4 年以上	合计
到期金额	29.68	40.00	46.00	12.00	43.89	171.57
占比	17.30	23.31	26.81	6.99	25.58	100.00

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入波动较大，营业利润率逐年下降；公司期间费用率较高，利润总额对政府补助依赖很大。

公司的营业收入主要来自胶州开发区基础设施建设项目和租赁业务。2016—2018 年，公司分别实现营业收入 14.12 亿元、3.59 亿元和

5.06 亿元，年均复合下降 40.12%，波动较大；同期，公司营业成本年均复合下降 42.70%，成本降速大于收入降速。2016—2018 年，公司营业利润率逐年下降，2018 年公司营业利润率由 2017 年的 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。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 24.77%，2018 年期间费用 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。2016—2018 年，公司期间费用占营业收入比重波动较大，分别为 4.52%、33.08%和 19.62%；总体来看，近两年公司期间费用占营业收入比重较大，对利润形成较大侵蚀。

2016—2018 年，公司分别获得政府补助 0.50 亿元、3.80 亿元和 4.30 亿元；公司利润总额分别为 1.77 亿元、2.92 亿元和 2.37 亿元，对政府补助依赖程度很大。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司总资产收益率和净资产收益率有所波动；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，公司盈利指标偏弱。

2019 年 1—9 月，公司营业收入为 4.20 亿元，相当于 2018 年全年收入的 83.01%；共获得政府补助 1.60 元，利润总额 0.58 亿元。

5. 现金流分析

近年来，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。2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为15.44亿元、26.33亿元和21.80亿元，主要由收到其他与经营活动有关现金构成，主要为往来款和补贴款。同期，公司现金收入比分别为0.00%、45.53%和153.09%，2018年增长主要系2018年基础设施建设项目回款规模较大所致。2016—2018年，公司经营活动现金流出持续增长，分别为33.92亿元、41.19亿元和42.41亿元；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，主要为往来款支出。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，分别为-18.48亿元、-14.86亿元和-20.61亿元，经营活动现金流缺口逐渐扩大。

近年来，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出为在建工程投入，2016—2018年投资活动现金流量净额分别为-1.22亿元、-2.54亿元和-3.57亿元。

为平衡经营及投资活动现金缺口，2016—2018年公司筹资活动保持较大力度；2016—2018年取得借款收到的现金分别为26.19亿元、47.89亿元和19.48亿元，2018年发行债券收到现金28.64亿元，公司筹资活动现金流出主要由偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金构成，2016—2018年分别为8.57亿元、23.20亿元和21.10亿元。同期，公司筹资活动现金流量净额分别为17.62亿元、24.69亿元和27.02亿元。

2019年1—9月，公司销售商品、提供劳务收到现金回流2.77亿元，主要为租金和售房款；收到其他与经营活动有关的现金27.78亿元，主要为往来款；经营活动现金支出59.93亿元，主要由购买商品、提供劳务支付的现金20.88亿元和支付其他与经营活动有关的现金37.13亿元构成，主要为支出的拆迁款和往来款，经营活动现金流量净额-29.38亿元；投资活动主要表现为在建工程投入，投资活动净流出1.45亿元；筹资活动现金净流入43.67亿元，其中，流入主

要由发行债券收到的现金56.65亿元构成；支出全部为偿还债务支付的现金24.45亿元。

6. 偿债能力

近年来，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较弱；考虑到公司获得的外部支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率持续上升，速动比率波动上升，2018年底分别为357.53%和105.26%。2019年9月底，上述指标分别为412.41%和163.16%。2016—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。2018年底，公司现金类资产为同期短期债务的0.38倍，2019年9月底上升为0.94倍。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2016—2018年，公司EBITDA规模持续增长，分别为1.99亿元、3.87亿元和3.43亿元；同期，公司调整后全部债务/EBITDA分别为36.66倍、25.68倍和37.12倍。公司长期偿债能力较弱。

截至2019年9月底，公司对外担保余额60.42亿元，担保比率为44.43%；主要被担保对象包括青岛胶州城市发展投资有限公司28.20亿元、青岛胶州渠成水务工程有限公司1.00亿元、青岛金胶州资产经营有限公司15.00亿元、青岛市胶州新城投资发展有限公司6.00亿元、青岛少海水利开发有限公司10.75亿元和胶州市第二中学670.00万元，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9月底，公司获得各银行授信总额106.77亿元，已使用授信额度82.10亿元，尚未使用额度24.67亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

考虑到公司获得的外部支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

7. 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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行金额为 4.00 亿元，占 2018 年底公司调整后长期债务和调整后的全部债务的 4.15% 和 3.14%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2018 年底，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为 58.32%、50.28% 和 43.37%。以 2018 年底财务数据为基础，若不考虑其他因素，本期中期票据发行后，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将分别上升至 58.86%、51.05% 和 44.37%，公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据计划全部用于偿还有息债务，实际债务比率将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行金额的 0.50 倍、0.97 倍和 0.86 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度较低；公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行金额的 3.86 倍、6.58 倍和 5.45 倍，保障程度好；公司经营活动现金净流量近三年持续为负，对本期中期票据无保障能力。总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度尚可。

集中兑付方面，公司存续期债券中“18 胶州湾 MTN001”和“18 胶州湾 MTN002”合计 16.00 亿元预计于 2023 年兑付，若本期债券于 2020 年发行，则公司将需于 2023 年兑付债券本金合计 20.00 亿元，公司将面临一定集中兑付压力。

考虑到公司受到政府在政府补助等方面的持续支持，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

十、结论

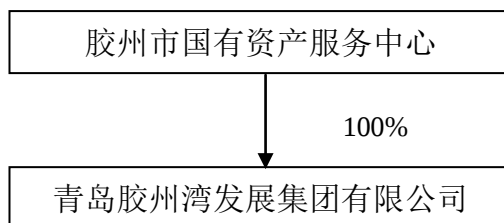
公司是胶州开发区最重要的基础设施建设及投融资主体。胶州市为青岛下辖县级市，近年来经济实力快速增长，胶州开发区作为国家级开发区，区域位置优势明显，为公司提供了良好的外部环境。

公司在政府补助和债务置换等多方面获得较大的外部支持。同时，公司资产流动性较弱，近年来营业收入受基础设施完工进度影响波动较大，债务规模快速增长。

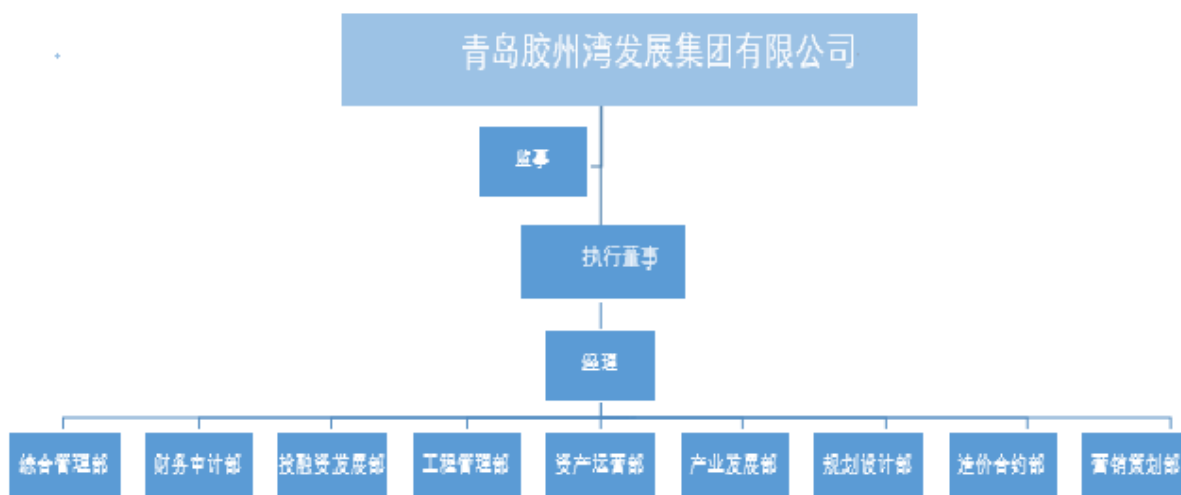
未来，随着胶州开发区发展规划的进一步完善及上合示范区建设方案的批复落地，区域经济发展势头良好，公司获得的外部支持有望持续增强，联合资信对公司的评级展望为稳定。

考虑到政府在补助等多方面对公司予以持续支持，一定程度上提升了公司对本期中期票据的偿付能力。总体来看，公司主体偿债能力很强，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 2019 年 9 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, 滩涂围垦、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
12	青岛胶发人力资源服务有限公司	三	劳务派遣、人力资源、人力资源信息咨询服务、职业中介服务	10000.00	100.00
13	青岛胶发文化旅游发展有限公司	三	会议及展览展示服务旅游信息咨询服务; 企业形象设计; 文化艺术交流活动	10000.00	100.00
14	青岛胶发国际贸易有限公司	三	批发、零售: 建材、金属材料(不含贵金属)、钢材、木材、石材、矿产品、装饰材料、五金交电、塑料制品、工艺品、日用百货; 零售: 初级农产品、水产品、冷冻水产品、生鲜肉、冷冻肉、预包装食品、散装食品、乳制品; 货物及技术进出口	10000.00	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（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.75	9.04	11.83	24.68
资产总额(亿元)	280.89	293.71	301.89	357.30
所有者权益(亿元)	121.23	124.15	125.83	135.98
短期债务(亿元)	12.10	19.80	30.88	26.18
调整后短期债务(亿元)	12.10	19.80	30.88	29.68
长期债务（亿元）	59.55	70.03	87.79	134.82
调整后长期债务(亿元)	60.72	79.49	96.37	141.90
全部债务(亿元)	71.65	89.83	118.66	160.99
调整后全部债务(亿元)	72.81	99.29	127.25	171.57
营业收入(亿元)	14.12	3.59	5.06	4.20
利润总额(亿元)	1.77	2.92	2.37	0.58
EBITDA(亿元)	1.99	3.87	3.43	--
经营性净现金流(亿元)	-18.48	-14.86	-20.61	-29.38
财务指标				
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	65.84
营业利润率(%)	13.18	11.13	-17.50	-6.62
总资本收益率(%)	0.71	1.36	0.69	--
调整后总资本收益率(%)	0.71	1.31	0.66	--
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	49.79
调整后长期债务资本化比率(%)	33.37	39.04	43.37	51.07
全部债务资本化比率(%)	37.15	41.98	48.53	54.21
调整后全部债务资本化比率(%)	37.52	44.44	50.28	55.79
资产负债率(%)	56.84	57.73	58.32	61.94
流动比率(%)	268.17	297.18	357.53	412.41
速动比率(%)	93.43	111.33	105.26	163.16
现金短期债务比(倍)	0.14	0.46	0.38	0.94
经营现金流动负债比(%)	-18.92	-17.01	-26.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.66	5.48	6.15	--
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 年三季度财务数据未经审计；调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息债务；调整后长期债务=长期债务+长期应付款；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.43	2.33	10.14	19.54
资产总额(亿元)	215.54	211.00	250.12	287.79
所有者权益(亿元)	105.44	106.37	108.41	120.18
短期债务(亿元)	6.03	11.30	10.61	9.28
长期债务(亿元)	17.90	11.20	34.54	86.59
全部债务(亿元)	23.93	22.51	45.15	95.87
营业收入(亿元)	14.07	2.36	7.02	4.76
利润总额(亿元)	1.59	0.93	2.38	2.02
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	3.37	-1.71	6.55	-41.84
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.09	0.01	0.03	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.01	0.03	--
现金收入比(%)	--	17.64	92.54	21.03
营业利润率(%)	13.07	16.62	26.72	26.92
总资本收益率(%)	0.92	0.72	1.33	--
净资产收益率(%)	1.13	0.88	1.88	--
长期债务资本化比率(%)	14.51	9.53	24.16	41.88
全部债务资本化比率(%)	18.50	17.46	29.40	44.37
资产负债率(%)	51.08	49.59	56.66	58.24
流动比率(%)	227.12	238.91	215.90	324.58
速动比率(%)	67.22	63.14	74.12	138.15
经营现金流动负债比(%)	3.69	-2.04	6.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：母公司 2019 年三季度财务数据未经审计

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] ×100%
利润总额年复合增长率	
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

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 青岛胶州湾发展集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

青岛胶州湾发展集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

青岛胶州湾发展集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对青岛胶州湾发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，青岛胶州湾发展集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注青岛胶州湾发展集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现青岛胶州湾发展集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对青岛胶州湾发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如青岛胶州湾发展集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对青岛胶州湾发展集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与青岛胶州湾发展集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。