

青岛胶州湾发展集团有限公司

2025 年主体跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5374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⁺**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年六月二十五日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。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绿色发展有限公司（以下简称“联合绿发”）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绿发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。

三、本报告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。

四、该公司信用等级自本报告出具之日起至 2025 年 12 月 17 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。

五、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。

六、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。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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

2025 年主体跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
青岛胶州湾发展集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/25

主体概况 青岛胶州湾发展集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 2007 年 11 月，截至 2025 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，青岛上合控股发展集团有限公司持有公司 100.00% 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；公司主要负责胶州经济技术开发区（以下简称“胶州开发区”）的基础设施建设、资产租赁、土地一级开发整理、贸易等业务。

评级观点 跟踪期内，公司仍是胶州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。上合示范区由青岛市作为实施主体，覆盖青岛全域，核心区位于胶州市，战略地位突出；胶州市区域交通便捷，经济实力不断增强；胶州开发区为国家级开发区，区位优势明显，公司发展环境良好。公司基础设施建设业务已投入规模较大，回款程度一般，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；公司土地开发业务结算滞后，对公司资金形成占用；自营类项目的完工出租带动租赁收入小幅增长，公司租赁项目整体租赁期限较长，可为公司带来稳定的收入及现金流；房地产项目销售进度较慢，考虑到房地产下行情况，公司未来房地产销售情况有待关注；2024 年，公司贸易规模有所收缩，但毛利率低，对利润贡献有限，下游结算存在一定账期，需关注回款风险。公司资产中土地使用权、项目建设投入、往来款及对联营企业投资占比较高，公司整体资产质量一般；受股权划出影响，公司所有者权益较上年末有所下降，整体债务负担一般，债券融资占比高，短期债务占比较高，存在债券集中偿付压力，债务结构有待优化；短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标表现较好，存在一定的或有负债风险。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资金、资产注入和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

评级展望 未来，随着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推进，公司有望稳定发展。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司获得大量优质资产注入、资金支持明显；公司业务范围和区域范围扩大，职能定位提升。

可能引致评级下调的敏感性因素区：区域经济和财政实力出现大幅下降；发生重大资产变化，核心资产被划出；政府、股东支持意愿显著减弱；融资渠道受阻，融资能力大幅下降。

优势

- **外部发展环境良好。**青岛市为副省级城市和计划单列市，经济实力和财政实力在山东省内领先。胶州市交通便捷，产业以高端制造业为主，伴随山东首个 4F 级国际机场投运，叠加上海合示范区发展红利的释放，胶州市经济实力不断增强，一般公共预算收入质量尚可，财政自给能力较强。
- **业务具有区域专营优势。**公司是胶州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。
- **继续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司在资金及资产注入、政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

关注

- **资金支出压力较大。**受自营类项目建设投入及对外投资影响，公司投资活动现金流持续净流出，在建自营类项目后续尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力，且自营类项目未来运营情况有待观察。
- **资金占用较大。**公司资产中土地开发形成的项目成本、基础设施项目建设投入和往来款占比较高，对资金形成较大占用。
- **债务结构有待优化。**公司全部债务中债券融资占比高，截至 2025 年 3 月末，全部债务中短期债务占 42.38%，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.27 倍，短期偿债压力较大，公司债务融资结构有待优化。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

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

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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

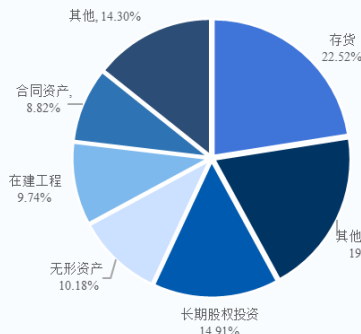
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	26.38	48.18	47.02
资产总额（亿元）	946.78	1066.60	1087.41
所有者权益（亿元）	418.34	398.21	399.87
短期债务（亿元）	154.71	181.83	173.88
长期债务（亿元）	273.26	241.72	236.42
全部债务（亿元）	427.97	423.55	410.31
营业总收入（亿元）	33.38	33.59	5.08
利润总额（亿元）	6.10	7.71	1.41
EBITDA（亿元）	9.93	11.86	--
经营性净现金流（亿元）	21.69	77.13	12.23
营业利润率（%）	10.91	11.56	25.76
净资产收益率（%）	1.30	1.64	--
资产负债率（%）	55.81	62.67	63.23
全部债务资本化比率（%）	50.57	51.54	50.64
流动比率（%）	236.01	172.44	168.35
经营现金流动负债比（%）	9.81	21.34	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.26	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	1.62	1.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	43.08	35.70	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	747.04	835.29	846.31
所有者权益（亿元）	387.26	369.85	370.64
全部债务（亿元）	290.41	262.02	246.62
营业总收入（亿元）	6.97	7.04	0.65
利润总额（亿元）	4.72	4.53	0.79
资产负债率（%）	48.16	55.72	56.20
全部债务资本化比率（%）	42.85	41.47	39.95
流动比率（%）	223.91	143.40	140.35
经营现金流动负债比（%）	8.85	25.23	--

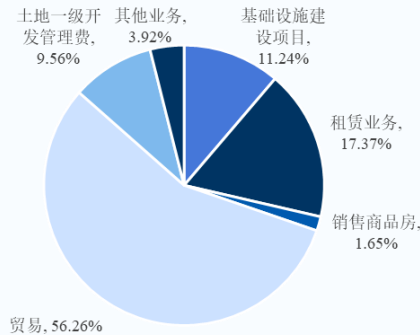
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将公司其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；4. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化

资料来源：联合资信根据公司财务数据及公司提供资料整理

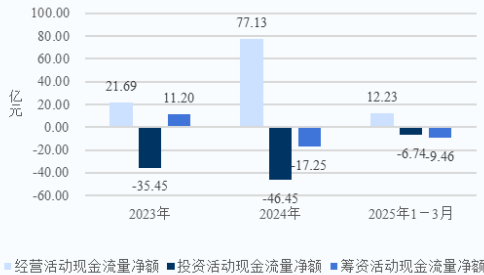
2024 年末公司资产构成



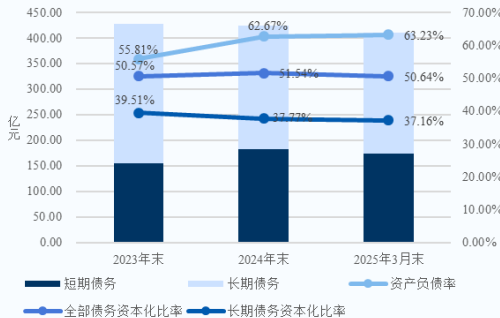
2024 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+/稳定	2024/12/18	崔竞元 张博	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	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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：崔竞元 cuijy@lhratings.com

项目组成员：刘 康 liukang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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（更名为青岛胶州湾工业园管理服务中心，以下简称“工业园管委会”）、胶州市财政投资中心和青岛市胶州新城建设发展有限公司（更名为青岛上合城乡融合发展集团有限公司，以下简称“上合城乡”）出资成立的国有企业，初始注册资本 2.00 亿元。历经数次增资及股权转让，截至 2025 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 20.00 亿元，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 100.00% 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”）¹。

公司主要负责胶州经济技术开发区（以下简称“胶州开发区”）的基础设施建设、资产租赁、土地一级开发整理和贸易等业务。截至 2025 年 3 月末，公司本部设财务部、融资发展部和工程管理部等职能部门；合并范围内一级子公司 10 家。

截至 2024 年末，公司合并资产总额 1066.60 亿元，所有者权益 398.21 亿元（含少数股东权益 12.76 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 33.59 亿元，利润总额 7.71 亿元。

截至 2025 年 3 月末，公司合并资产总额 1087.41 亿元，所有者权益 399.87 亿元（含少数股东权益 12.78 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.08 亿元，利润总额 1.41 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：朱炳强。

三、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期

¹ 因中国—上海合作组织地方经贸合作示范区（以下简称“上合示范区”）暂未设立地方金库，根据相关规定，上合管委会不能作为股东出资入股，上合示范区地方财政收支暂由胶州市财政局代管，故结合实际暂由胶州国资中心作为股东出资入股。因此，上合控股股东显示为胶州市国资中心，但实际控制人为上合管委会

变化存在阶段性的收紧与放松。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2025 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

青岛市为副省级城市和计划单列市，经济实力和财政实力在山东省内领先，财政自给能力尚可。上合示范区由青岛市作为实施主体，覆盖青岛全域，核心区位于胶州，目标定位为上合组织国家相关城市交流合作集聚的示范区，其作为“一带一路”国际合作新平台，战略地位突出。胶州市区域交通便捷，产业以高端制造业为主，伴随山东首个 4F 级国际机场投运，叠加上合示范区发展红利的释放，胶州市经济实力不断增强，一般公共预算收入质量尚可，财政自给能力较强。整体看，公司经营发展的外部环境良好。

（1）青岛市

青岛市总面积 11293 平方公里，下辖 7 个区（市南区、市北区、李沧区、崂山区、青岛西海岸新区、城阳区和即墨区）、代管 3 个县级市（胶州市、平度市和莱西市），是全国 15 个副省级城市之一、5 个计划单列市之一。青岛市地处山东半岛东南部沿海，胶东半岛东部，东、南濒临黄海，与朝鲜半岛隔海相望。青岛市是中国东部沿海重要的港口城市，是沿黄流域和环太平洋西岸重要的国际贸易口岸和海上运输枢纽，青岛胶东国际机场、青岛港和四通八达的高速公路构成了青岛市海陆空立体化的交通格局。截至 2024 年末，青岛市常住人口 1044.25 万人，城镇化率 78.87%。

图表 1• 青岛市主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	14968.32	15760.34	16719.46
GDP 增速（%）	3.9	5.9	5.7
固定资产投资增速（%）	4.5	5.0	0.8
三产结构	3.2:34.8:62.0	3.1:33.4:63.5	3.0:34.2:62.8
人均 GDP（万元）	14.49	15.20	16.01

注：部分年份人均 GDP 用当年 GDP/当年常住人口计算
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《青岛市国民经济和社会发展统计公报》，2022—2024 年，青岛市地区生产总值（GDP）持续增长，增速波动增长。2024 年，青岛市 GDP 在山东省各地市中排名第 1。产业结构方面，青岛市以第三产业为主。2024 年，青岛市规模以上工业增加值同比增长 9.4%，采矿业增长 124.4%，制造业增长 9.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.8%；分大类行业看，35 个工业大类行业中 27 个行业增加值比上年增长，增长面为 77.1%。固定资产投资方面，2022—2024 年，青岛市固定资产投资增速波动下降，其中 2024 年，第一产业投资增长 14.2%，第二产业投资增长 15.1%，第三产业投资下降 5.6%；重点投资领域中，制造业投资增长 18.2%，其中，高技术制造业投资增长 45.6%，战略性新兴产业投资增长 5.5%，占固定资产投资的比重为 47.6%。

图表 2• 青岛市主要财力指标

项目	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
一般公共预算收入（亿元）	1273.31	1337.85	1339.26
一般公共预算收入增速（%）	5.5	5.1	0.1
税收收入（亿元）	881.30	1006.09	937.77
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	69.21	75.20	70.02

一般公共预算支出（亿元）	1696.17	1718.95	1720.42
财政自给率（%）	75.07	77.83	77.84
政府性基金收入（亿元）	896.31	530.83	299.02
地方政府债务余额（亿元）	3079.63	3620.01	4382.57

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据青岛市财政预算和决算报告，2022—2024 年，青岛市一般公共预算收入持续增长，增速持续下降，2024 年，青岛市一般公共预算收入在山东省排名第 1 位。2022—2024 年，青岛市税收收入波动增长，占一般公共预算收入比重较高。同期，青岛市一般公共预算支出持续增长，财政自给率持续上升，财政自给能力尚可。同期，受土地市场行情影响，青岛市政府性基金收入持续下降。截至 2024 年末，青岛市政府债务余额 4382.57 亿元，其中专项债务余额 3236.98 亿元，一般债务余额 1145.59 亿元。

（2）上合示范区

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》（以下简称“《总体方案》”），《总体方案》指出，上合示范区实施主体为青岛市，山东省全力支持青岛市建设上合示范区，依托全省资源提升上合示范区影响力和辐射作用；2019 年 9 月 20 日，国务院正式批复上合示范区建设总体方案；同年 10 月 20 日，商务部正式印发了《上合示范区建设总体方案》，上合示范区承担起青岛市打造长江以北地区国家纵深开放新的重大战略支点，推动形成中国高水平对外开放新格局的国家使命。2019 年 12 月，中共山东省委机构编制委员会在鲁编〔2019〕43 号文批复同意设立上合示范区管委会，暂为中共青岛市委、青岛市人民政府派出机构，且配备党工委书记、管委会主任 1 名，由青岛市级领导兼任。2020 年 2 月，根据中共青岛市委机构编制委员会文件《关于设立中国—上海合作组织地方经贸示范区管理机构的通知》（青编字〔2020〕1 号），上合示范区设立上合示范区管委会，撤销胶州经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）原内设机构和所属事业单位。2022 年 7 月，中共青岛市委、青岛市人民政府印发《关于全域联动推进上合示范区建设的意见》，明确提出“依托全域范围、全市资源深化与上合组织国家地方经贸合作，高标准建设好上合示范区”。2024 年以来，山东省政府印发《关于支持上合示范区高质量发展的意见》，出台 21 条支持措施，为上合示范区建设提供有力政策支持；青岛市委市政府印发《关于高质量建设中国—上海合作组织地方经贸合作示范区的若干措施》，围绕“四个中心”扩能提质和体制机制创新等方面，推出 28 项务实举措，全力建设好制度型开放示范区打造“一带一路”国际合作新平台。

上合示范区覆盖青岛全域，辖域总面积约 108 平方千米，包括核心区和 3 个片区。其中，核心区位于胶州市，面积约 61.1 平方千米，包括 36.7 平方千米的胶州经济技术开发区（以下简称“胶州开发区”）和 24.4 平方千米的概念性规划新区；3 个片区中的陆港片区面积约 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。

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，制定行动纲要，确定“一个目标”、“五大中心”、“九大行动”，全力打造“一带一路”国际合作新平台，即立足与上合组织国家相关城市交流合作，通过建设国际物流中心、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，打造上合组织国家面向亚太市场的“出海口”，形成与上合组织国家相关城市交流合作集聚的示范区。未来，上合示范区将成为与上合组织国家相关地区间双向投资贸易制度创新的试验区、企业创业兴业的聚集区、“一带一路”地方经贸合作的先行区及对外开放新高地。

（3）胶州市

胶州市为青岛市下辖县级市，地处山东半岛西南部，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。截至 2024 年末，胶州市常住总人口为 104.99 万人，比上年增加 0.86 万人，常住人口城镇化率为 65.72%，比上年末提高 0.87 个百分点。

胶州市拥有河海湖交汇、陆空铁联动优势。胶州市拥有青银、青兰、沈海、新机场等高速公路；拥有胶济、胶黄、胶新、胶济客运专线、青连、济青高速铁路 6 条铁路，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，其中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”；胶州市拥有山东省唯一一座 4F 级国际机场，青岛胶东国际机场距离胶州市中心 11 公里；同时胶州市拥有全省唯一的国家级临空经济示范区、全省唯一的空港综合保税区、全省唯一集装箱中心站--上合多式联运中心，常态化开行 24 条国内国际班列，通达上合组织和“一带一路”沿线 20 个国家、48 个城市；中国传化（上合）国际物流港坐落胶州市，紧靠全球第四大港、中国第二大外贸口岸的国际枢纽海港--青岛港，区域交通便捷。

胶州市重点布局“3+3+3”产业体系²，共有 7 家上市公司（东方铁塔、天能重工、德固特、丰光精密、汇金通、青达环保、建邦科技），行业覆盖金属制品制造、电气机械和器材制造、专用设备制造、商务服务等领域，区域产业以高端制造业为主。根据《胶州市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，胶州市将围绕互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，发展新一代信息技术、高端装备制造、医药健康和现代金融服务等四大战略性新兴产业，促进电力装备、家居家电、食品制造、服装服饰、现代物流和高效农业等六大特色产业提质升级，布局数字经济、生命科学等两个引领性未来产业，同时，全面提升产业链现代化水平。

图表 3 • 胶州市主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	1541.09	1637.50	1728.04
GDP 增速（%）	5.0	6.8	5.9
固定资产投资增速（%）	9.1	2.1	1.9
三产结构	4.3:48.0:47.7	4.1:46.2:49.7	4.0:44.2:51.8
人均 GDP（万元）	14.99	15.78	16.53

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据胶州市国民经济和社会发展统计公报，2022—2024 年，胶州市地区生产总值持续增长，增速波动上升。2024 年，胶州市 GDP 在青岛市下属区域中排名第 2 位，人均 GDP 处于较高水平。产业结构方面，胶州市产业结构以二、三产业为主，第三产业占比逐年提升。固定资产投资方面，2022—2024 年，胶州市固定资产投资增速持续下降，2024 年，工业投资增长 11.8%，民间投资占比 79.3%，三次产业投资构成为 1.2:43.8:55.0。

图表 4 • 胶州市主要财力指标

项目	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
一般公共预算收入（亿元）	112.98	116.27	110.70
一般公共预算收入增速（%）	-2.1	3	-4.8
税收收入（亿元）	70.91	83.47	73.57
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	62.76	71.79	66.46
一般公共预算支出（亿元）	139.53	133.82	128.65
财政自给率（%）	80.97	86.89	86.05
政府性基金收入（亿元）	66.16	43.00	30.07
地方政府债务余额（亿元）	307.24	364.15	452.44

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据胶州市政府数据，2022—2024 年，胶州市一般公共预算收入波动下降；税收收入波动增长，财政收入质量尚可。同期，胶州市一般公共预算支出持续下降，财政自给能力较强。同期，受土地市场行情影响，胶州市政府性基金收入持续下降。截至 2024 年末，胶州市地方政府债务余额 452.4 亿元，其中，一般债务余额 41.4 亿元，专项债务余额 411.0 亿元。

（4）胶州开发区

胶州开发区成立于 1992 年 4 月，同年被山东省政府批准为省级开发区，2012 年 12 月经国务院批复升级为国家级开发区，为青岛市第二个国家级开发区。胶州开发区位于胶州湾湾底，腹地辽阔，分为启动区、核心区和拓展区三个圈层。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。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

² 做强智能家电、机械装备、食品饮料等 3 大优势产业集群，做大集成电路、智能制造装备、生物医药及医疗器械等 3 大新兴产业集群，做优现代金融、现代物流、现代商贸等 3 大现代服务业产业集群

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。

五、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司股权结构、控股股东、实际控制人无变化；公司定位未发生变动，仍是胶州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。

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 2025 年 5 月 28 日，公司本部无已结清或未结清的不良/关注类贷款记录，公司本部过往信用记录良好。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（中征码：3702810000621491），截至 2025 年 5 月 8 日，公司重要子公司青岛胶州湾科技投资有限公司本部无已结清或未结清的不良/关注类贷款记录，过往信用记录良好。

根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 25 日，联合资信未发现近三年公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

2025 年 2 月，公司发布公告，因工作调整，公司原董事匡春顺、职工董事吕伯超及监事郁磊离任，新任董事王秀良、职工董事郁磊、监事席格。截至 2025 年 3 月末，公司拥有董事 5 人，监事 1 人，高级管理人员 2 人（董事长兼任总经理）。此外，跟踪期内，公司在其他管理人员、内部管理制度等方面无重大变化。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司业务构成相对稳定，营业总收入规模较上年变化不大，综合毛利率有所提升。

公司主要负责胶州开发区基础设施建设、土地开发、租赁及贸易等业务。2024 年，公司营业总收入较上年变化不大，基础设施建设项目、租赁业务和土地一级开发管理费收入同比有所增长，销售商品房和贸易业务收入规模有所下降。毛利率方面，2024 年，公司业务综合毛利率同比有所提升。

2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.08 亿元，同比增长 23.61%，当期未确认基础设施建设项目及土地一级开发管理费收入；综合毛利率为 29.74%。

图表 5 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
基础设施建设项目	2.45	7.32	12.91	3.77	11.24	8.74	--	--	--
租赁业务	5.33	15.96	48.80	5.84	17.37	54.38	2.16	42.63	62.54
销售商品房	1.10	3.28	9.96	0.55	1.65	10.18	0.04	0.73	9.95
贸易	21.01	62.94	1.22	18.90	56.26	0.66	2.73	53.78	0.61
土地一级开发管理费	2.08	6.22	7.83	3.21	9.56	7.83	--	--	--
其他	1.43	4.28	55.75	1.32	3.92	61.62	0.15	2.86	93.64
合计	33.38	100.00	12.70	33.59	100.00	14.13	5.08	100.00	29.74

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

（1）基础设施建设及自营业务

跟踪期内，公司仍主要承担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。

跟踪期内，公司基础设施建设和自营类项目业务模式无变化。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子公司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工程的筹资、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加成一定比例的回报收益。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2025年3月末，公司已完成投资87.68亿元，暂无拟建项目。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2025年3月末，公司主要基础设施建设项目拟回购金额101.71亿元，累计收到回款49.11亿元，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”）、胶州市财政局、上合管委会³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，2024年，公司实际收到回款2.20亿元。

此外，公司还进行自营类项目建设，公司在建自营类项目主要为上合示范区内项目，建成后拟通过出租及运营等方式平衡前期的投资。截至2025年3月末，公司主要在建自营类项目预计总投资98.35亿元，已完成投资46.79元，公司面临较大资金支出压力。同时，自营项目后续收入实现情况受运营规划和实际运营情况影响较大，未来收益实现及回收周期有待观察。

图表6•截至2025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
上合商务中心项目	13.93	8.39
中法工业创新中心项目	2.01	1.25
上合示范区高新技术孵化器创新项目	0.59	0.23
上合国际交流中心（胶州市委党校）	9.92	5.47
中央商务区地下停车场综合体	4.72	0.13
上合技术创新综合体项目	3.95	1.99
上合国际会议中心项目	35.41	17.38
上合企业示范园（二期）	6.79	2.55
卡奥斯三期工程项目	7.66	4.83
尼得科全球电器产业园项目	11.37	4.57
合计	98.35	46.79

资料来源：公司提供

（2）土地一级开发业务

公司土地开发业务结算滞后，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》，公司与胶州市房产服务中心、胶州市住房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。公司土地开发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。

截至2025年3月末，公司主要土地开发项目计划总投资60.20亿元，已投资54.40亿元，已回款13.55亿元。公司土地开发项目结算滞后，对公司资金形成占用。

³ 经省委编委批准，设立上合示范区工委、管委，与胶州经济技术开发区党工委、管委会“一个机构、两块牌子”，为青岛市委、市政府派出机构

图表 7 • 截至 2025 年 3 月末公司土地开发项目情况（单位：亩、亿元）

项目名称	土地面积	计划总投资金额	已投资金额	已回款金额
贵州路以北片区	1000.00	29.00	15.16	6.65
东西营片区	4868.00	24.00	31.74	6.00
万洋片区	1200.00	4.60	4.25	--
春明物流片区	196.00	2.60	3.25	0.90
合计	7264.00	60.20	54.40	13.55

注：由于片区实际开发过程中项目建设难度和工作量发生变化，出现土地开发项目已投资额超过或不足计划总投资额的情况

资料来源：公司提供

（3）租赁业务

公司自营类项目的完工出租带动租赁收入小幅增长，公司租赁项目整体租赁期限较长，可为公司带来稳定的收入及现金流。

自建项目租赁方面，公司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，公司于 2017 年就前述项目与开发区管委会签订三个租赁协议书，《租赁协议书》租赁期为 2017 年至 2026 年，共计 10 年，租赁费率暂定为实际投资额的 8%。2018 年，公司与开发区管委会就前述项目的租赁协议书签订补充协议，约定创业大厦项目、如意湖北区管理楼项目的租赁费用自 2018 年 1 月 1 日起增至实际投资额的 10%；如意湖南区管理楼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。

此外，2024 年，公司对自营项目完工部分进行出租，可租赁资产为上合企业示范园二期（部分）、尼得科全球电器产业园（部分）、上合跨境电商创业园、上合企业创新产业园等，租赁对象主要是入驻上合示范区的企业，包括济南市历城区智博教育培训学校有限公司、尼得科电机(青岛)有限公司、尼得科电控电器(青岛)有限公司、青岛新动航空科技发展有限公司、青岛华合拜奥生物科技有限公司、天朗浩达(青岛)国际贸易发展有限公司等。上合企业示范园二期租赁期限 3 年，自 2024 年 2 月 15 日开始收取租金，第一年租金 10003.06 万元，自第二年起在上一年租金的基础上递增 3%；公司对尼得科全球电器产业园项目已完工的部分进行出租，租期自 2025 年 1 月 15 日开始，期限为 20 年，前 8 年租金为 689.40 万元，八年后租金为 1378.81 万元；上合跨境电商创业园的部分楼宇已出租，租期自 2025 年 2 月 1 日开始，到 2026 年末或 2027 年末不等；上合企业创新产业园部分房屋出租，租期自 2025 年 2 月 1 日至 2025 年年末。

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项目、西安交大附中工程项目、高端装备制造产业园—先导区项目（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。

除房产租赁外，公司租赁资产还包括高立柱广告位、金湖、如意湖、跃进河水域使用权、停车场、湿地滩涂养殖使用权，出租给上合管委会，年化租金约 3.83 亿元，租赁期限自 2021 年起，租期在 20 年或 30 年。

（4）房地产业务

公司在售房地产项目销售进度较慢，考虑到房地产下行情况，公司未来房地产销售情况有待关注。

公司已完工且在售房地产项目为观澜文苑项目。观澜文苑项目自 2018 年 10 月初开盘销售，自 2019 年起陆续交付，于 2021 年竣工决算。截至 2025 年 3 月末，该项目已销售金额 5.41 亿元，销售进度 69.16%，已回款金额 5.39 亿元。

在建项目方面，公司将持有的长江路 190 亩地块打造为胶州开发区内高端小区熙园府（一期），该项目于 2024 年 8 月 3 日预售，截至 2025 年 3 月末该项目回款 0.05 亿元。

图表 8 • 截至 2025 年 3 月末公司在建及在售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目类别	总用地面积	总建筑面积	预估总投资额	已投资额	已销售额	销售进度	已回款金额
观澜文苑	住宅	5.26	11.68	6.50	7.50	5.41	69.16%	5.39
熙园府（一期）	住宅	12.60	34.50	14.82	8.73	/	/	0.05
合计	--	65.16	46.18	21.32	16.23	5.41	--	5.44

注：1. 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，观澜文苑有别墅及商品房；2. 观澜文苑还有零星工程款需要支付，所以已投还会有小额增加；3. 熙园府（一期）已投资情况含作价入股的土地；4. 熙园府（一期）于 2024 年 8 月 3 日开始预售，截至 2025 年 3 月末，项目收入主要为收到的定金，已销售额及销售进度无法列示，用“/”表示

资料来源：公司提供

（5）贸易业务

2024 年，公司贸易规模所有收缩，公司贸易业务主要覆盖青岛市，毛利率低，对利润贡献有限；下游结算存在一定账期，需关注回款风险。

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。公司主要向建筑施工类以及工贸类企业销售钢材，贸易业务盈利主要体现为贸易差价，贸易业务毛利率低。贸易商品采购端，公司通过自身信用优势，主要采用先货后款模式，收货后即付款，不设置付款信用期，以此提高自身采购议价能力；贸易商品销售端，采用先货后款模式，客户预先按一定比例支付保证金，公司先向客户发货，收货验收后，向客户提供一定的信用期，一般 2~6 个月。

2024 年，公司贸易规模所有收缩，公司前五大供应商和客户占比分别为 39.20%和 52.51%，集中度一般；2025 年前三季度，公司前五大供应商和客户占比均为 100.00%，集中度高。公司贸易业务主要覆盖青岛市，客户主要为青岛市民营企业，联合资信暂未查询到 2024 年及 2025 年一季度公司前五大供应商及客户存在失信被执行等舆情信息。

2 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，促进公司各板块均衡发展。

（五）财务方面

公司提供了 2024 年度财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2024 年，因股东上合控股组建建投公司，公司合并范围无偿划出 9 家子公司（主要为置业、园区运营投资开发、投资、新能源管理、餐饮等子公司），并购 2 家子公司，新设 1 家子公司。2025 年一季度，公司合并范围无变化。截至 2025 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司共 10 家。公司合并范围无偿划出的子公司规模对公司财务数据可比性造成一定影响⁴。

1 资产质量

受货币资金、项目投入、往来款项增长影响，公司资产规模持续增长，资产中土地使用权、基础设施及自营项目建设投入、往来款及对联营企业投资占比较高，公司整体资产质量一般。

截至 2024 年末，公司资产总额较上年末增长 12.66%，流动资产占比较高，资产结构较上年末变化不大。

图表 9 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	521.93	55.13	623.34	58.44	634.64	58.36
货币资金	26.38	2.79	43.29	4.06	42.26	3.89
其他应收款	155.57	16.43	208.36	19.54	218.91	20.13
存货	222.95	23.55	240.19	22.52	240.61	22.13
合同资产	92.49	9.77	94.07	8.82	94.07	8.65

⁴ 根据公司发布的公告，公司无偿划出子公司 8 家，单次合并口径净资产减 161416.71 万元，占公司合并口径 2023 年年末净资产的 3.86%，8 家子公司资产规模、营业收入和净利润在 2023 年合计分别为 143430.43 万元、1509.91 万元、-890.79 万元

非流动资产	424.85	44.87	443.26	41.56	452.77	41.64
长期股权投资	162.92	17.21	159.00	14.91	160.69	14.78
在建工程	91.82	9.70	103.94	9.74	106.65	9.81
无形资产	111.18	11.74	108.56	10.18	107.95	9.93
资产总额	946.78	100.00	1066.60	100.00	1087.41	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2024 年末，公司货币资金较上年末增长 64.13%，货币资金中有 20.80 亿元受限资金，主要为信用证保证金；公司其他应收款较上年末增长 33.94%，主要系往来款增长所致，公司其他应收款主要由公司与政府机构和国有企业往来款构成，账龄在 1 年以内的占 35.84%，1 至 2 年的占 21.36%，2 至 3 年的占 14.18%，累计计提坏账准备 64.87 万元，公司其他应收款前五名单位款项余额合计 175.77 亿元，占其他应收款账面余额的 85.40%，集中度高；存货较上年末小幅增长，主要为开发成本（土地使用权，主要为注入及招拍挂取得，主要为住宅及商业、商服、教育用地）；合同资产较上年末小幅增长，主要为公司基础设施建设和土地开发整理项目投资。

图表 10 • 截至 2024 年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元）

应收对象	账面余额	占其他应收款余额比例（%）
上合管委会	125.17	60.82
青岛鑫瑞杰产业投资发展有限公司	27.42	13.32
上合城乡	9.33	4.53
胶州市财政局	7.94	3.86
青岛上合国大资产管理集团有限公司（以下简称“国大资产”）	5.91	2.87
合计	175.77	85.40

注：青岛鑫瑞杰产业投资发展有限公司股东为青岛上合城市更新集团有限公司，公司持有青岛上合城市更新集团有限公司 49% 的股权，其为公司联营企业，不纳入公司合并范围
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年末，公司长期股权投资较上年末变化不大，公司长期股权投资主要为划入的国大资产、上合城乡和青岛上合城市更新集团有限公司部分股权；在建工程较上年末增长 13.20%，主要系基础设施建设项目和自营类项目投入持续增加所致，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至在建工程科目列示；公司无形资产主要包括水域使用权（91.74 亿元）、土地使用权（9.44 亿元）及特殊经营权（7.35 亿元，停车场以及高立柱广告位特许经营权）。

截至 2024 年末，公司受限资产情况如下所示，总体看，公司资产受限比例较低。

图表 11 • 截至 2024 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产科目	账面价值	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	20.80	1.95	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、汇票保证金等
存货	20.67	1.94	贷款抵押
投资性房地产	9.54	0.89	借款抵押、融资租赁借款
无形资产	1.03	0.10	贷款抵押
合计	52.04	4.88	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月末，公司合并资产总额和资产结构较上年末变化不大。

2 资本结构

（1）所有者权益

受股权划出及子公司资本公积变动影响，2024 年末，公司所有者权益较上年末有所下降。

2024 年末，公司所有者权益较上年末有所下降。公司股东上合控股对公司进行增资，增加实收资本 3.50 亿元，资本公积减少主要系股东设立产投公司，将公司部分子公司和基金合伙企业股权无偿划出及子公司资本公积变动综合所致。截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益较上年末变化不大。

图表 12 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	16.50	3.94	20.00	5.02	20.00	5.00
资本公积	363.22	86.82	323.61	81.27	324.02	81.03
未分配利润	32.93	7.87	38.84	9.75	40.07	10.02
归属于母公司所有者权益合计	415.21	99.25	385.45	96.79	387.09	96.80
少数股东权益	3.13	0.75	12.76	3.21	12.78	3.20
所有者权益合计	418.34	100.00	398.21	100.00	399.87	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

（2）负债

公司整体债务负担一般，债券融资占比高，短期债务占比偏高，若投资人选择行权回售，公司 2025 年到期债券规模较大，存在债券集中偿付压力，债务结构有待优化。

截至 2024 年末，公司负债总额较上年末增长 26.48%，流动负债占比上升较快。

图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	221.14	41.85	361.48	54.08	376.98	54.83
短期借款	38.46	7.28	35.94	5.38	42.00	6.11
其他应付款	43.49	8.23	153.96	23.03	175.40	25.51
一年内到期的非流动负债	85.54	16.19	124.56	18.64	107.15	15.58
其他流动负债	26.62	5.04	8.22	1.23	13.43	1.95
非流动负债	307.30	58.15	306.91	45.92	310.56	45.17
长期借款	97.04	18.36	122.90	18.39	123.82	18.01
应付债券	164.58	31.15	110.54	16.54	106.07	15.43
长期应付款	35.89	6.79	63.79	9.54	70.90	10.31
负债总额	528.44	100.00	668.39	100.00	687.54	100.00

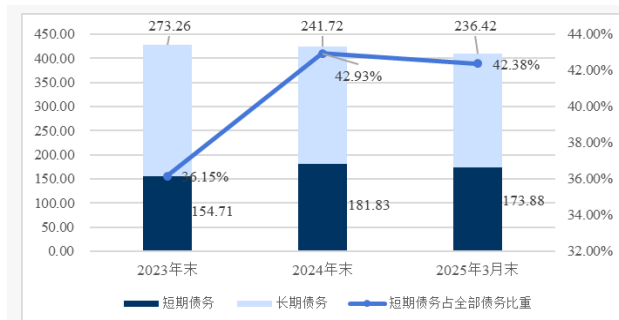
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

公司经营性负债主要体现在其他应付款和长期应付款—专项应付款，公司其他应付款大幅增长，主要系同控股股东上合控股往来款增长所致，专项应付款为公司获得的项目专项资金。公司其他流动负债主要为短期应付债券。

截至 2024 年末，公司全部债务较上年末变化不大。债务结构方面，短期债务占 42.93%，长期债务占 57.07%；从融资渠道看，银行借款占比约 46.37%，债券融资占比约 46.42%，非标融资占比约 3.95%，其余主要为应付票据；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分别提高 6.85 个百分点、提高 0.97 个百分点和下降 1.74 个百分点。

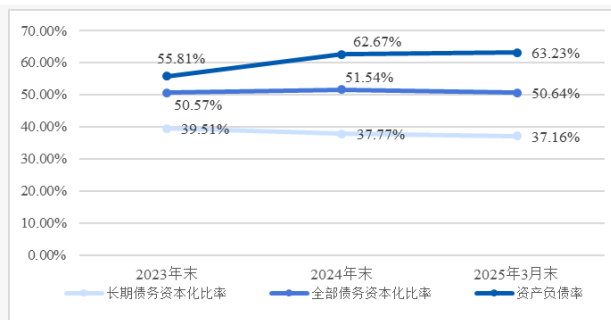
截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年末增长 2.86%，公司全部债务较上年末下降 3.13%，其中，短期债务占 42.38%，长期债务占 57.62%，公司资产负债率较上年末有所提高，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末有所下降。整体看，公司整体债务负担一般，但债券融资占比高，如果投资人选择行权回售，2025 年及 2026 年公司到期的债券规模分别为 37.60 亿元和 25.50 亿元，存在一定的债券集中兑付压力；短期债务占比较高，债务结构有待优化。

图表 14 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据及公司提供资料整理

图表 15 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据及公司提供资料整理

图表 16 • 截至 2025 年 6 月 17 日公司合并口径存续债券情况（单位：亿元）

证券简称	债券类型	发行期限 (年)	发行利率 (%)	币种	当前余额	发行日期	到期日期	回售日	下一行权 日
25 胶州湾 CP002	一般短期融资券	1	1.97	CNY	7.50	2025-05-06	2026-05-08	--	--
25 胶州湾 PPN002	定向工具	3	2.50	CNY	3.50	2025-04-14	2028-04-15	--	--
胶发集团 6.95 20280331	海外债	3	6.95	USD	2.00	2025-03-31	2028-03-31	--	--
25 胶州湾 PPN001B	定向工具	3	2.67	CNY	5.90	2025-03-25	2028-03-27	--	--
25 胶州湾 CP001	一般短期融资券	1	2.40	CNY	5.00	2025-03-11	2026-03-12	--	--
胶发集团 7 20271227	海外债	3	7.00	USD	4.00	2024-12-27	2027-12-27	--	--
24 胶州湾 CP001	一般短期融资券	1	1.99	CNY	7.50	2024-12-10	2025-12-11	--	--
24 胶州湾 PPN005	定向工具	3	2.64	CNY	2.50	2024-12-05	2027-12-06	--	--
24 胶州湾 PPN004	定向工具	3	3.80	CNY	1.23	2024-10-29	2027-10-30	--	--
24 胶州湾 PPN003	定向工具	3	2.68	CNY	6.00	2024-08-27	2027-08-28	--	--
胶发集团 6 20270626	海外债	3	6.00	CNY	12.00	2024-06-26	2027-06-26	--	--
24 胶州湾 PPN002A	定向工具	3	2.50	CNY	4.00	2024-06-17	2027-06-18	--	--
24 胶州湾 PPN002B	定向工具	5	2.91	CNY	4.00	2024-06-17	2029-06-18	--	--
胶发集团 7.9 20270604	海外债	3	7.90	USD	2.00	2024-06-04	2027-06-04	--	--
24 胶州湾 PPN001B	定向工具	5	3.10	CNY	5.00	2024-03-25	2029-03-26	2027-03-26	2027-03-26
24 胶州湾 PPN001A	定向工具	3	2.93	CNY	5.00	2024-03-25	2027-03-26	2026-03-26	2026-03-26
23 胶州湾 MTN002	一般中期票据	2	3.76	CNY	8.00	2023-10-09	2025-10-11	--	--
胶发集团 5.5 20260926	海外债	3	5.50	CNY	8.00	2023-09-26	2026-09-26	--	--
23 胶州湾 MTN001	一般中期票据	2	3.76	CNY	10.00	2023-08-28	2025-08-30	--	--
23 胶州湾 PPN001B	定向工具	3	4.58	CNY	0.10	2023-04-13	2026-04-17	2025-04-17	
22 胶州湾 PPN002	定向工具	5	4.80	CNY	5.00	2022-11-29	2027-12-01	2025-12-01	2025-12-01
22 胶州湾 MTN002	一般中期票据	3	3.40	CNY	7.00	2022-11-02	2025-11-04	--	--
合计					164.56	--	--	--	--

注：合计数中海外债金额按发行当天美元汇率进行计算

资料来源：联合资信根据Wind整理

3 盈利能力

2024 年，公司营业总收入同比变化不大，非经营性损益对公司利润贡献程度高，公司整体盈利能力尚可。

2024 年，公司营业总收入同比变化不大；营业利润率同比有所增长。整体看，公司费用控制能力尚可。公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益，其他收益主要为收到的政府补助，非经营性损益对公司利润贡献程度高。

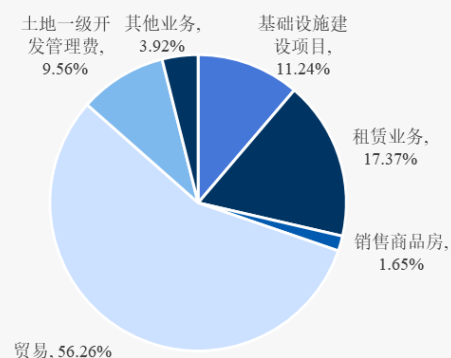
2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.08 亿元，同比增长 23.61%，实现利润总额 1.41 亿元。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	33.38	33.59	5.08
营业成本	29.14	28.84	3.57
期间费用	3.80	2.79	0.55
其他收益	3.35	3.50	0.0001
投资收益	2.78	2.32	0.65
利润总额	6.10	7.71	1.41
营业利润率（%）	10.91	11.56	25.76
总资本收益率（%）	0.72	0.92	--
净资产收益率（%）	1.30	1.64	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 18 • 2024 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4 现金流

2024 年，公司收入实现质量有所提升，经营活动现金持续净流入；随着自营项目持续投入及投资支出，公司投资活动现金流持续净流出，且流出规模有所扩大。考虑到在建项目整体尚需投资规模较大和债务的还本付息，公司未来存在较大筹资需求。

图表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	154.95	215.69	36.11
经营活动现金流出小计	133.26	138.56	23.88
经营活动现金流量净额	21.69	77.13	12.23
投资活动现金流入小计	0.00	0.49	0.00
投资活动现金流出小计	35.45	46.94	6.74
投资活动现金流量净额	-35.45	-46.45	-6.74
筹资活动现金流入小计	195.75	234.61	58.14
筹资活动现金流出小计	184.54	251.86	67.59
筹资活动现金流量净额	11.20	-17.25	-9.46
现金收入比（%）	85.72	92.78	139.66

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、政府补助以及与股东等关联方的往来款等。从经营活动来看，2024 年，公司经营活动现金流入量大幅增长，主要系往来款流入规模大幅增长及业务回款增长综合所致，流出规模变化不大；2024 年，公司经营活动现金持续净流入，现金收入比较上年有所提升。

公司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。2024 年，公司投资活动现金流持续净流出。

2024 年，公司筹资活动现金流入量同比增长，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转为净流出。随着在建项目的推进和债务的还本付息，公司未来存在较大筹资需求。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流呈净流入；受自营项目建设持续投入影响，公司投资活动现金继续净流出；筹资活动现金继续净流出。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标表现较好，间接融资渠道较为畅通，存在一定的或有负债风险。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年 3 月（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	236.01	172.44	168.35
	速动比率（%）	135.20	106.00	104.52
	现金短期债务比（倍）	0.17	0.26	0.27
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	9.93	11.86	--
	全部债务/EBITDA（倍）	43.08	35.70	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.62	1.45	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债指标看，公司流动资产对流动负债的保障程度较高；2024 年，公司现金短期债务比有所提升。截至 2025 年 3 月末，公司短期偿债指标较上年末变化不大。整体看，公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 同比增长，EBITDA 对利息支出保障程度高，全部债务/EBITDA 指标表现较弱。整体看，公司长期偿债指标表现较好。

截至 2025 年 3 月末，公司获得金融机构授信额度 581.39 亿元，尚未使用授信额度 222.04 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2025 年 3 月末，公司对外担保余额 85.44 亿元（详见附件 1-4），担保比率为 21.37%，被担保对象均为胶州市范围内的国有企业。整体看，公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月末，公司不存在涉案金额高于 500.00 万元的重大未决诉讼。

3 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，债务负担一般。

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。

截至 2024 年末，公司本部资产占合并口径的 78.31%；公司本部负债占合并口径的 69.64%；公司本部所有者权益占合并口径的 92.88%；公司本部营业总收入占合并口径的 20.95%；公司本部全部债务占合并口径的 61.86%。公司本部资产负债率及全部债务资本化比率分别为 55.72%和 41.47%，公司本部债务负担一般。

（六）ESG 方面

公司积极履行作为地方国有企业的社会责任，内控制度较为完善，ESG 信息披露质量有待改善。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可。

环境方面，作为城市基础设施投资企业，公司在项目建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。近三年来，联合资信未发现公司本部受到污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，体现了国企社会责任和担当，公司纳税情况良好。联合资信未发现公司发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司具有较强管控能力，且建立了比较有效的法人治理结构。近三年，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

公司未设置专门的 ESG 管治部门或组织，未披露 ESG 相关报告，ESG 信息披露质量有待改善。近三年，公司涉及的法律诉讼较少，联合资信未发现公司在信息披露、关联交易、高管行为等方面的违法违规事件以及受到行政和监管部门处罚。

六、外部支持

公司作为胶州开发区重要的基础设施建设和投融资主体，在资金及资产注入和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

公司实际控制人为上合管委会。上合示范区地方财政收支暂由胶州市财政局代管，胶州市是青岛市下辖县级市，2022—2024 年，胶州市经济水平持续发展，一般公共预算收入波动增长。截至 2024 年末，胶州市地方政府债务余额为 452.44 亿元，地方政府债务限额为 470.65 亿元。整体看，公司实际控制人具有很强的综合实力。

公司作为胶州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。

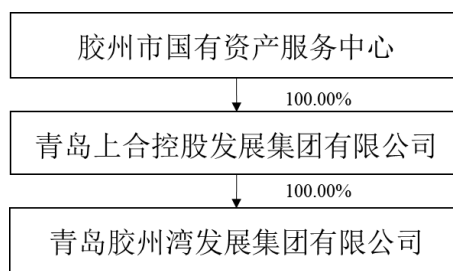
2024 年，公司获得股东注资 3.50 亿元，增加公司实收资本；社区服务中心的土地无偿划入公司，增加公司资本公积 411.61 万元。

2024 年，公司获得政府补助 3.50 亿元，同时公司获得财政贴息减免部分利息。

七、跟踪评级结论

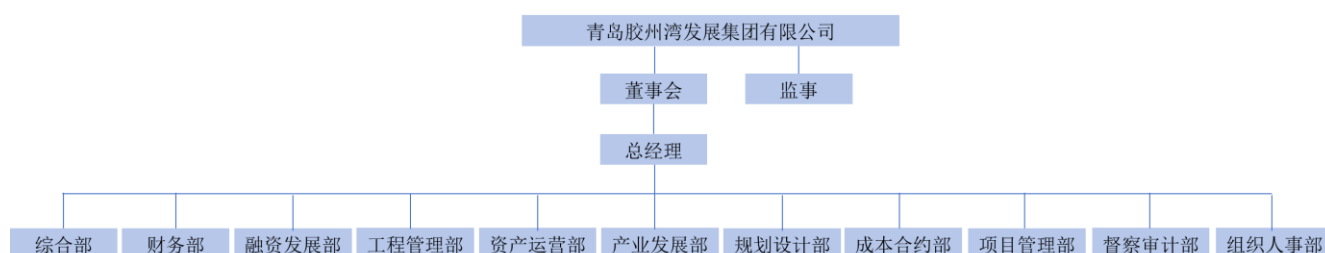
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



注：因上合示范区暂未设立地方金库，根据相关规定，上合管委会不能作为公司股东出资入股，上合示范区地方财政收支暂由胶州市财政局代管，故结合实际暂由胶州市国资中心作为公司股东出资入股。因此，上合控股股东显示为胶州市国资中心，但实际控制人为上合管委会
资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2025 年 3 月末）

序号	子公司名称	持股比例	取得方式
1	青岛胶州湾科技投资有限公司	100.00%	投资设立
2	青岛胶发城市建设有限公司	100.00%	投资设立
3	青岛上合基石投资发展集团有限公司	90.00%	投资设立
4	青岛胶州湾科顺置业有限公司	100.00%	投资设立
5	青岛胶州湾宏科置业有限公司	100.00%	投资设立
6	青岛上合元基投资有限公司	100.00%	股权划转
7	青岛胶州湾科技置业有限公司	100.00%	股权划转
8	青岛如意湖投资建设发展有限公司	35.00%	投资设立
9	青岛众钧泰置业有限公司	100.00%	并购
10	青岛众昌泰置业有限公司	100.00%	并购

注：公司持有青岛如意湖投资建设发展有限公司 35%的股权，但经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）判断公司对青岛如意湖投资建设发展有限公司财务及经营具有决定权，即拥有控制权，因此纳入公司合并范围
资料来源：公司提供

附件 1-4 公司对外担保情况（截至 2025 年 3 月末）

被担保企业名称	担保余额（万元）	担保起止日期	担保方式
上合建发产业投资发展(青岛)有限公司	76000.00	2023.04.29-2043.04.28	保证
上合建发产业投资发展(青岛)有限公司	76000.00	2023.05.04-2043.05.03	保证
上合建发产业投资发展(青岛)有限公司	20000.00	2023.05.05-2043.05.04	保证
青岛晟显国有资本运营有限公司	32000.00	2023.01.17-2042.09.21	保证
青岛上合城市更新集团有限公司	2400.00	2023.06.29-2042.06.20	保证
青岛国大景鸿物业发展有限公司	20000.00	2024.09.12-2049.09.10	保证
青岛上合城乡融合发展集团有限公司	16700.00	2024.10.08-2049.09.10	保证
青岛上合控股发展集团有限公司	4900.00	2023.06.26-2025.06.26	保证
青岛上合控股发展集团有限公司	4900.00	2023.08.25-2025.08.24	保证
青岛上合控股发展集团有限公司	10000.00	2023.12.22-2025.12.22	保证
青岛上合控股发展集团有限公司	10000.00	2024.07.25-2025.07.25	保证
青岛上合控股发展集团有限公司	20000.00	2024.08.26-2026.08.26	保证
青岛上合控股发展集团有限公司	20000.00	2024.09.29-2025.09.26	保证
青岛上合控股发展集团有限公司	10000.00	2024.11.15-2025.11.14	保证
青岛上合国际贸易有限公司	6000.00	2024.12.11-2025.06.10	保证
青岛上合城市更新集团有限公司	14470.00	2024.10.31-2027.10.31	保证
青岛上合控股发展集团有限公司	15000.00	2024.12.17-2025.12.16	保证
青岛上合控股发展集团有限公司	25500.00	2025.03.11-2026.03.11	保证
青岛胶州城市发展投资有限公司	6604.56	2020.11.20-2025.11.20	保证
青岛少海水利开发有限公司	5625.00	2016.09.27-2026.09.27	保证
青岛少海水利开发有限公司	11500.00	2016.04.15-2029.04.14	保证
青岛少海水利开发有限公司	500.00	2016.04.21-2029.04.20	保证
青岛胶州城市发展投资有限公司	35000.00	2021.11.11-2026.11.11	保证
青岛胶州城市发展投资有限公司	14950.00	2022.10.26-2025.10.26	保证
青岛胶州城市发展投资有限公司	28200.00	2023.09.22-2041.05.07	保证
青岛临空经济区建设有限公司	6900.00	2024.11.20-2025.05.19	保证
青岛胶州城市发展投资有限公司	30100.00	2024.03.13-2041.05.07	保证
山东胶东航空城投资有限公司	13000.00	2024.08.27-2025.08.27	保证
山东胶东航空城投资有限公司	20000.00	2024.08.30-2025.08.30	保证
青岛胶州城市发展投资有限公司	23000.00	2024.08.23-2026.08.22	保证
青岛少海水利开发有限公司	10000.00	2024.09.30-2026.09.29	保证
青岛少海水利开发有限公司	20000.00	2025.01.16-2027.01.15	保证
青岛少海水利开发有限公司	10000.00	2024.09.30-2025.09.29	保证
青岛胶州渠成水务工程有限公司	19000.00	2024.11.04-2025.11.04	保证
青岛胶州渠成水务工程有限公司	21000.00	2024.11.06-2025.11.01	保证
青岛少海水利开发有限公司	5850.00	2024.11.27-2025.11.26	保证
青岛少海发展集团有限公司	5950.00	2024.11.28-2025.11.18	保证
青岛创赢隆达实业发展有限公司	17000.00	2024.12.18-2025.12.17	保证
青岛胶州城市发展投资有限公司	8500.00	2024.12.19-2025.06.19	保证
青岛少海发展集团有限公司	10000.00	2024.12.19-2025.12.17	保证
青岛临空建设发展有限公司	8000.00	2025.01.16-2025.07.16	保证
青岛胶州渠成水务工程有限公司	10000.00	2025.01.26-2026.01.25	保证
青岛临空经济区国际贸易有限公司	30000.00	2025.01.22-2026.01.21	保证
青岛临空经济区国际贸易有限公司	10000.00	2025.01.22-2026.01.21	保证

青岛临空经济区资产经营有限公司	4990.00	2025.01.22-2026.01.21	保证
青岛临空经济区水利开发有限公司	4990.00	2025.01.22-2026.01.21	保证
青岛少海信息科技有限公司	4990.00	2025.01.23-2026.01.22	保证
青岛少海翰建建设工程有限公司	4990.00	2025.01.23-2026.01.22	保证
青岛少海人力资源管理有限公司	4990.00	2025.01.23-2026.01.22	保证
青岛少海教育发展有限公司	4990.00	2025.01.23-2026.01.22	保证
青岛少海资产管理有限公司	4990.00	2025.01.23-2026.01.22	保证
青岛海韵名邦建设发展有限公司	4990.00	2025.01.23-2026.01.22	保证
青岛少海国际贸易有限公司	4990.00	2025.02.05-2026.01.25	保证
青岛临空胶澳建设有限公司	4990.00	2025.03.23-2025.08.27	保证
青岛临空产业园投资有限公司	4990.00	2025.03.23-2025.08.27	保证
青岛临空经济区商业发展有限公司	4990.00	2025.03.23-2025.08.27	保证
青岛临空停车场管理有限公司	4980.00	2025.03.23-2025.07.29	保证
青岛少海智能科技产业园有限公司	4990.00	2025.03.23-2025.10.15	保证
青岛少海水利开发有限公司	4990.00	2025.03.23-2025.10.15	保证
青岛少海板桥餐饮服务管理有限公司	4990.00	2025.03.23-2025.10.15	保证
青岛少海板桥旅游开发有限公司	4990.00	2025.03.23-2025.10.15	保证
青岛少海物业管理有限公司	4990.00	2025.03.23-2025.08.27	保证
合计	854359.56		

注：到期担保正常终止
 资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	26.38	48.18	47.02
应收账款（亿元）	14.26	15.38	15.54
其他应收款（亿元）	155.57	208.36	218.91
存货（亿元）	222.95	240.19	240.61
长期股权投资（亿元）	162.92	159.00	160.69
固定资产（亿元）	5.23	3.96	3.87
在建工程（亿元）	91.82	103.94	106.65
资产总额（亿元）	946.78	1066.60	1087.41
实收资本（亿元）	16.50	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	3.13	12.76	12.78
所有者权益（亿元）	418.34	398.21	399.87
短期债务（亿元）	154.71	181.83	173.88
长期债务（亿元）	273.26	241.72	236.42
全部债务（亿元）	427.97	423.55	410.31
营业总收入（亿元）	33.38	33.59	5.08
营业成本（亿元）	29.14	28.84	3.57
其他收益（亿元）	3.35	3.50	0.00
利润总额（亿元）	6.10	7.71	1.41
EBITDA（亿元）	9.93	11.86	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	28.62	31.16	7.09
经营活动现金流入小计（亿元）	154.95	215.69	36.11
经营活动现金流量净额（亿元）	21.69	77.13	12.23
投资活动现金流量净额（亿元）	-35.45	-46.45	-6.74
筹资活动现金流量净额（亿元）	11.20	-17.25	-9.46
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.71	1.95	--
存货周转次数（次）	0.13	0.12	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	85.72	92.78	139.66
营业利润率（%）	10.91	11.56	25.76
总资本收益率（%）	0.72	0.92	--
净资产收益率（%）	1.30	1.64	--
长期债务资本化比率（%）	39.51	37.77	37.16
全部债务资本化比率（%）	50.57	51.54	50.64
资产负债率（%）	55.81	62.67	63.23
流动比率（%）	236.01	172.44	168.35
速动比率（%）	135.20	106.00	104.52
经营现金流流动负债比（%）	9.81	21.34	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.26	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	1.62	1.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	43.08	35.70	--

注：1. 本报告将其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算；2. 公司 2025 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及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	8.89	22.87	21.48
应收账款（亿元）	3.23	1.76	1.40
其他应收款（亿元）	163.16	244.50	255.17
存货（亿元）	115.78	113.98	113.98
长期股权投资（亿元）	275.76	273.81	275.50
固定资产（亿元）	1.63	1.51	1.47
在建工程（亿元）	21.02	25.81	26.22
资产总额（亿元）	747.04	835.29	846.31
实收资本（亿元）	16.50	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	387.26	369.85	370.64
短期债务（亿元）	103.96	128.44	116.53
长期债务（亿元）	186.45	133.58	130.09
全部债务（亿元）	290.41	262.02	246.62
营业总收入（亿元）	6.97	7.04	0.65
营业成本（亿元）	4.32	4.78	0.30
其他收益（亿元）	1.53	2.00	0.00
利润总额（亿元）	4.72	4.53	0.79
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.74	5.01	1.00
经营活动现金流入小计（亿元）	94.08	221.52	42.88
经营活动现金流量净额（亿元）	15.13	83.17	16.83
投资活动现金流量净额（亿元）	-12.81	-21.60	-1.46
筹资活动现金流量净额（亿元）	-4.06	-48.97	-18.88
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.59	2.63	--
存货周转次数（次）	0.04	0.04	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	39.28	71.16	153.58
营业利润率（%）	36.99	30.69	47.17
总资本收益率（%）	/	/	--
净资产收益率（%）	1.18	1.19	--
长期债务资本化比率（%）	32.50	26.53	25.98
全部债务资本化比率（%）	42.85	41.47	39.95
资产负债率（%）	48.16	55.72	56.20
流动比率（%）	223.91	143.40	140.35
速动比率（%）	156.19	108.82	107.15
经营现金流流动负债比（%）	8.85	25.23	--
现金短期债务比（倍）	0.09	0.18	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 由于公司本部口径未披露折旧、摊销及资本化利息等数据，EBITDA 相关指标无法计算；2. 本报告本部口径已将其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算；3. 公司本部 2025 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及公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(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%
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+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	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 评级展望设置及含义

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