

信用等级公告

联合〔2020〕1347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⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月十七日



青岛胶州湾发展集团有限公司主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2020年8月17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	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	1
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	盈利能力	3
			现金流量	2
			资产质量	4
		资本结构	2	
			偿债能力	4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				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

分析师：姜泰钰 张 铖 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

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发展环境良好，在区域范围内具有专营优势，并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、收入规模波动较大、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。

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。

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。近年来，公司持续获得政府补贴，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；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. 公司债务规模迅速扩大，未来拟建项目投入大，面临较大融资压力。近年来，公司债务规模迅速扩大，年均复合增长

28.69%，截至 2019 年 9 月底，公司调整后全部债务资本化比率为 55.79%；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	--
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
经营现金流负债比(%)	-18.92	-17.0	-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 铨 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、该公司信用等级自2020年6月17日至2020年6月16日有效;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主体长期信用评级报告

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月底，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委员会（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”）；同年，根据《关于增加青岛胶州湾发展集团有限公司注册资本的批复》胶财资字

（2019）8号文件，同意将10.00亿元政府置换债券作为权益性资本，由胶州市国资中心作为出资人，对公司投资注入10.00亿元增加实收资本。截至2020年3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。

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、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行

2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见表1），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明

显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是我国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表1 2016年—2020年一季度年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-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，GDP为不变价规模

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩

2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对

“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业

和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1-2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大

2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大

2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1-3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，我国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降

低企业融资成本，推动银行加大信贷投放并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对我国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端恢复快于需求端造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对我国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以

实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于我国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

三、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

城市基础设施建设主要围绕改善城市人

居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在

交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与对隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的

是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项

目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造

2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值

得关注。

2. 区域经济

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。

2017—2019年，胶州市经济波动中有所增长，分别实现地区生产总值1137.02亿元、1066.06亿元（修订后）和1147.59亿元，经济实力很强。根据《2019年胶州市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，全年全市生产总值1147.59亿元，按可比价格计算，同比（下同）增长7.9%。其中，第一产业增加值56.49亿元，增长2.3%；第二产业增加值534.29亿元，增长10.2%；第三产业增加值556.81亿元，增长6.1%。三次产业比例为4.9:46.6:48.5。人均GDP达到126946元。2019年末全市常住总人口为90.75万人，增长0.8%。常住人口城镇化率达到60.52%，比上年末提高0.02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年和2019年固定资产投资分别同比增长9.9%和

25.8%。其中，2019 年民间投资增长 48.4%，工业投资增长 15.8%，技改投资增长 34.9%。新开工亿元项目 208 个，其中产业类投资项目 148 个，房地产项目 60 个。三次产业投资比例调整为 1.0:37.7:61.3。全市 159 家房地产企业完成投资 216.6 亿元，增长 53.6%。全市商品房屋销售面积 223.4 万平方米，下降 13.4%，完成商品房销售额 236.4 亿元，下降 3.8%。整体看胶州市各项经济指标较好，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穿境而过。海路交通方面，胶州开发区距青岛前湾港约 15 公里，可联通 130 多个国家和地区的 450 多个港口。空港方面，胶州开发区距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；以青岛京东亚细一号、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—2019 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。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年 3 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. 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 3 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，胶州城投已无公开发行债券，故无最新公开财务数据；其他公司为 2018 年度数据

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。

2017—2019 年，胶州市一般公共预算收入持续增长，分别为 96.52 亿元、100.38 亿元和 101.4 亿元，财政实力很强。其中，2019 年一般公共预算收入同比增长 1.0%，其中税收收入 76.2 元，占一般公共预算收入的 75.15%，财政收入质量一般；同期胶州市一般公共预算支出 117.0 亿元，同比增长 0.1%，财政自给率为 86.67%。

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市的 60%左右，2018—2019 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 2020 年 5 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 2020 年 6 月 6 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

五、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。

公司不设股东会和董事会，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。

六、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 4 2016—2019 年 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	0.13	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	2.21	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，与胶州市财政局签定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 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5 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“胶州湾科投”）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 6 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
合计	--	24580.83

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%。

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

(4) 房地产业务

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因素影响较大, 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因素影响较大, 具有一定不确定性。

表 7 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投为主体推进上市。

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区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投，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 8 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。

七、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，公司合并范围内子公司 1 家，为胶州湾科投；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，截至 2018 年底上述两家子公司总资产 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9 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

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。

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 10 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，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11 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。

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。

2016—2018年，公司负债总额不断增长，

表12 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 5.00 亿元“18 胶州湾 PPN001”、8.00 亿元“18 胶州湾 MTN001”、8.00 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”、7.00 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。根据公司提供的数据，截至 2019 年 9 月底，公司待偿还有息债务合计 171.57 亿元，有息债务期限分布如下表，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 13 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. 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，截至 2018 年底分别为 357.53%和 105.26%。截至 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。截至 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扩宽。

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。

6. 母公司财务概况

母公司资产、负债、权益等占合并口径比例较高；母子公司存在内部交易，母公司收入和利润总额相对较大。

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。

八、结论

公司是胶州开发区最重要的基础设施建

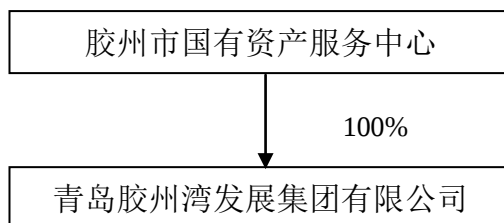
设及投融资主体。胶州市为青岛下辖县级市，近年来经济实力快速增长，胶州开发区作为国家级开发区，区域位置优势明显，为公司提供了良好的外部环境。

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。

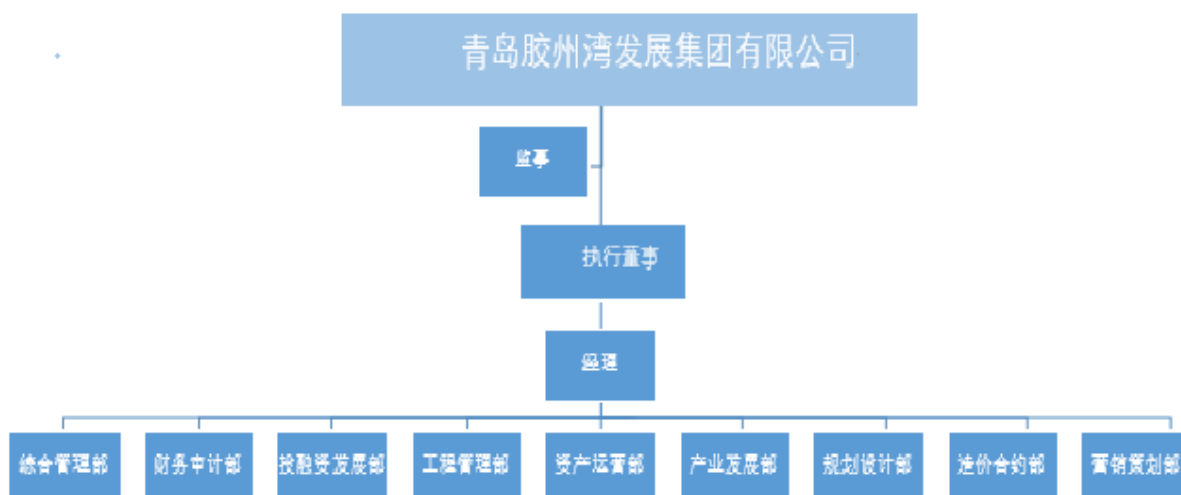
未来，随着胶州开发区发展规划的进一步完善及上合示范区建设方案的批复落地，区域经济发展势头良好，公司获得的外部支持有望持续增强，联合资信对公司的评级展望为稳定。

总体来看，公司主体长期信用风险很低。

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
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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 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 的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在青岛胶州湾发展集团有限公司主体长期信用等级有效期内每年进行定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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。联合资信将在发行人年报公布后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

青岛胶州湾发展集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对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及外部经营环境等相关信息，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。