

青岛军民融合发展集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

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〔2026〕3253号

联合资信评估股份有限公司通过对青岛军民融合发展集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持青岛军民融合发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+ ，维持“21 军融 01”“22 青岛融发债/22 融发债”的信用等级为 AA^+ ，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年六月二十三日

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军民融合发展集团有限公司（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。

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

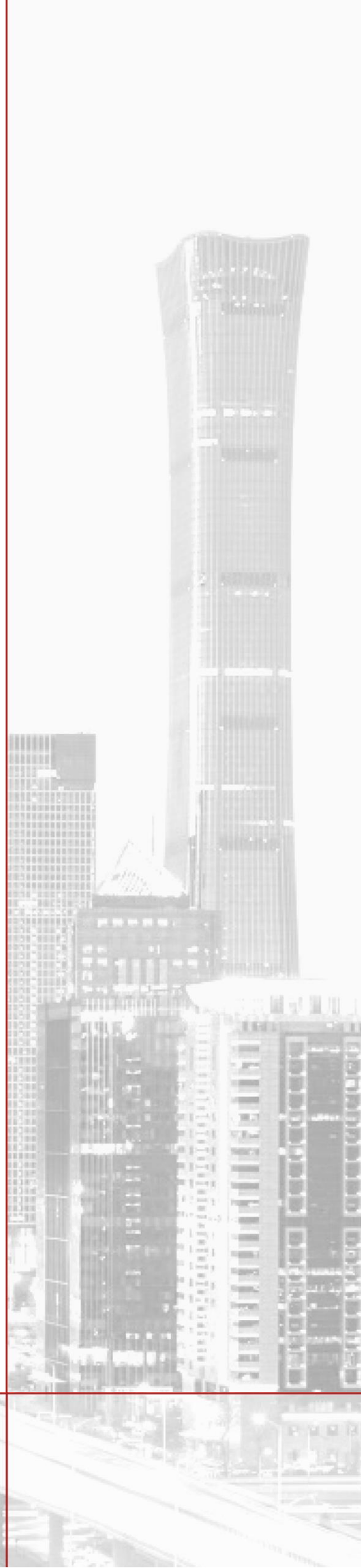
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，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。



青岛军民融合发展集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
青岛军民融合发展集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2026/06/23
21 军融 01	AA+/稳定	AA+/稳定	
22 青岛融发债/22 融发债	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

青岛军民融合发展集团有限公司（以下简称“公司”）作为青岛西海岸新区重要的基础设施建设主体和融合创新战略的实施主体，业务具有区域专营优势。公司实现业务多元化发展，且在核电设备和显示材料领域具有较强的竞争优势。公司基础设施建设项目已投资规模大，结算及回款进度滞后，对公司资金占用大；船舶制造在手合同规模大，对公司收入形成良好补充；核电业务在核岛主管道设备等产品的细分市场处于行业领先地位，但受行业短期政策调整影响，2025 年存在亏损；2025 年，公司新增有机新材料收入，该业务技术创新性强，对公司收入和利润形成良好补充；房地产市场活跃度下降背景下，需关注房地产项目去化情况；融合创新相关项目资金平衡周期较长且收益实现具有不确定性。财务方面，随着在建项目的持续投入，公司资产及债务规模均持续扩大，债务负担持续上升，考虑到公司间接融资渠道畅通，备用流动性充足，偿债风险可控。

个体调整：无。

外部支持调整：青岛市经济实力和财政实力在山东省内领先，青岛西海岸新区作为国家级新区，区域经济实力持续增强，经济及财政实力位居青岛市首位，财政自给程度高，政府支持能力极强。公司基础设施建设和融合创新配套设施建设等业务对服务民生需求、促进区域产业发展具有重要作用，在资金注入和政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

评级展望

青岛市和西海岸新区经济实力不断增强。随着公司项目推进、多元化业务拓展、持续获得外部支持，叠加造船业景气度回暖、核电行业完成短期政策调整后或将迎来快速增长期，公司业务有望稳定发展。

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，政府支持程度增强；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：公司发生重大资产或股权划转，核心资产被划出；融资环境恶化，偿债能力显著下降。

优势

- **公司经营环境良好。**青岛市为山东省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。西海岸新区作为国家级新区，区域经济实力持续增强，经济及财政实力位居青岛市首位，财政自给程度高。“十五五”期间，西海岸新区继续将经略海洋作为重点，以新型工业化为主攻方向，继续聚焦制造业、高端化工与新材料等产业发展。整体看，公司经营发展的外部环境良好。
- **区域专营优势，能够获得有力的外部支持。**公司是青岛西海岸新区重要的基础设施建设主体，主要负责青岛西海岸新区十大功能区中古镇口核心区和青岛经济技术开发区的基础设施建设项目，同时公司也是西海岸新区融合创新战略的实施主体，在资金注入和政府补助等方面持续获得有力的外部支持。
- **业务多元化发展且具有较强的竞争优势。**除基础设施建设业务外，公司还开展贸易、船舶制造、公路施工、房地产、有机新材料、制造等产业类业务。公司的核电装备材料供应中核和中广核等战略客户，在核岛主管道设备等产品的细分市场处于行业领先地位。公司在显示材料领域专利数量较多、研发成果转化比例高，客户群基本覆盖下游主要终端材料企业。整体看，公司实现业务多元化发展，且在核电设备和显示材料领域具有较强的竞争优势。

关注

- **公司债务负担较重，债务结构有待优化。**随着项目投入、购置资产以及其他业务规模扩张等，公司债务规模持续增长，2026 年 3 月末为 748.67 亿元，全部债务资本化率为 68.96%，整体债务负担较重，且短期债务占比上升至 38.64%，债务结构有待优化。
- **公司基础设施建设项目已投资规模大，需关注回款进度。**截至 2026 年 3 月末，公司主要在建基础设施建设项目已投资 307.44 亿元，投资规模大，需关注结算及回款进度。
- **房地产市场活跃度下降背景下，需关注房地产项目去化情况。**公司部分已完工房地产项目去化情况不佳，在房地产市场低位调整背景下，需关注项目去化情况。此外，公司投资性房地产主要包括产业园区、底商商铺、商场和用于出租的厂房等，2025 年公允价值增加 1.22 亿元，需关注评估增值合理性。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型（V4.1.202605）

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
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	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		3
		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
模型级别				AA ⁺

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月对《城市基础设施投资企业信用评级方法与模型》、《外部支持评估方法》进行修订，本次评级适用最新评级方法。
其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

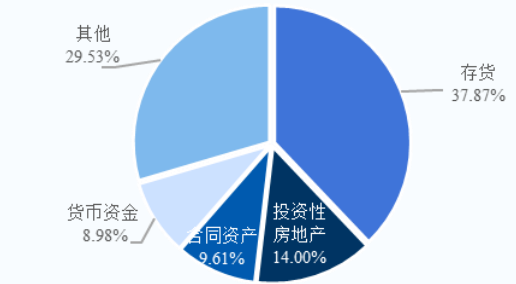
合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	85.61	115.34	157.00
资产总额（亿元）	1075.06	1198.76	1253.27
所有者权益（亿元）	318.24	335.47	336.99
短期债务（亿元）	221.37	260.27	289.28
长期债务（亿元）	392.75	433.54	459.39
全部债务（亿元）	614.11	693.81	748.67
营业总收入（亿元）	211.65	186.68	45.76
利润总额（亿元）	4.00	6.35	0.57
EBITDA（亿元）	11.38	15.69	--
经营性净现金流（亿元）	-27.24	-34.65	5.24
净资产收益率（%）	0.81	1.20	--
资产负债率（%）	70.40	72.02	73.11
全部债务资本化比率（%）	65.87	67.41	68.96
现金短期债务比（倍）	0.39	0.44	0.54
EBITDA 利息倍数（倍）	0.40	0.54	--

公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	388.38	417.51	426.81
所有者权益（亿元）	138.43	138.46	138.70
全部债务（亿元）	173.65	190.35	197.32
营业总收入（亿元）	21.59	21.02	1.81
利润总额（亿元）	1.38	1.06	-0.11
资产负债率（%）	64.36	66.84	67.50
全部债务资本化比率（%）	55.64	57.89	58.72
现金短期债务比（倍）	0.24	0.19	0.28

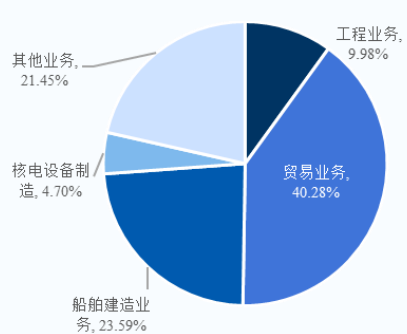
注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将公司合并口径其他应付款和其他流动负债科目有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款科目有息部分纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

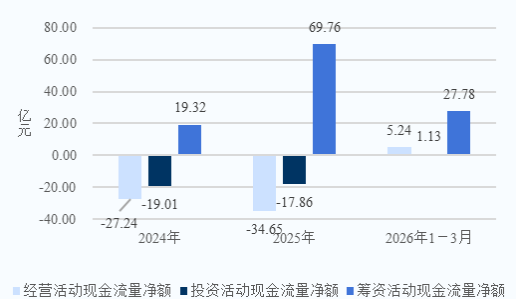
2025 年末公司资产构成



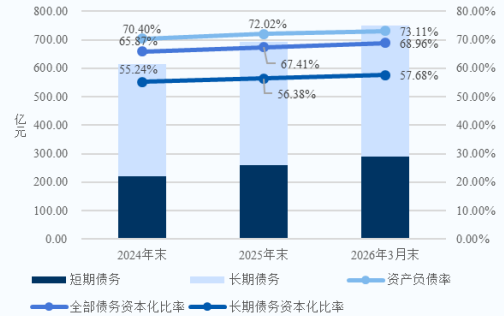
2025 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
22 青岛融发债/22 融发债	4.20 亿元	3.36 亿元	2029/06/29	调整票面利率选择权、回售选择权、债券提前偿还
21 军融 01	8.70 亿元	0.23 亿元	2026/10/15	调整票面利率选择权、回售选择权、经营维持承诺、事先承诺、偿债保障承诺、财务指标承诺、交叉保护

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 军融 01、22 青岛融发债/22 融发债	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/24	谢艺菲 许公一	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
22 青岛融发债/22 融发债	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/06/10	杨廷芳 赵晓敏	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
21 军融 01	AA+/稳定	AA+/稳定	2020/11/17	崔莹 黄旭明	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

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号
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：谢艺菲 xieyf@lhratings.com

项目组成员：许公一 xugy@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”）关于青岛军民融合发展集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司原名为青岛古镇口海洋科技创新有限公司，于 2014 年 4 月成立。2016 年 3 月，公司更名为现名。2020 年 5 月，根据青岛西海岸新区国有资产管理局（以下简称“西海岸新区国资局”）青西新国资〔2020〕8 号文件，青岛西海岸新区融合控股集团有限公司（以下简称“融控集团”）将其持有公司的 97.62% 股权划拨给青岛经济技术开发区投资控股集团有限公司（以下简称“经控集团”）。截至 2026 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 23.77 亿元，经控集团为公司唯一股东，西海岸新区国资局为公司实际控制人。

公司主要从事青岛西海岸新区（以下简称“西海岸新区”）内的工程业务、贸易业务、船舶建造业务、房地产业务和制造业务等。

截至 2026 年 3 月末，公司本部设财务管理部、法务审计部、预算招标部等部门，合并范围内重要一级子公司一家，为青岛开发区投资建设集团有限公司（以下简称“开投集团”）。

截至 2025 年末，公司合并资产总额 1198.76 亿元，所有者权益 335.47 亿元（含少数股东权益 82.89 亿元）。2025 年，公司实现营业总收入 186.68 亿元，利润总额 6.35 亿元。

截至 2026 年 3 月末，公司合并资产总额 1253.27 亿元，所有者权益 336.99 亿元（含少数股东权益 83.88 亿元）。2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 45.76 亿元，利润总额 0.57 亿元。

公司注册地址：山东省青岛市黄岛区大学园东一路；法定代表人：姜伟波。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 4 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕。“21 军融 01”和“22 青岛融发债/22 融发债”已部分回售，在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2026 年 4 月末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 军融 01	8.70	0.23	2021/10/15	5（3+2）年
22 青岛融发债/22 融发债	4.20	3.36	2022/06/29	7（3+4）年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传

导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》。

五、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。城投企业的发展与监管政策密切相关，同时城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松，整体呈现收紧态势。2025年以来，一揽子化债政策深入推进，政策上以“控增化存、促发展”为核心，地方政府化债效果显现，城投企业全部债务增速持续放缓且低于社融增速水平，综合融资成本延续下行，融资结构持续改善，城投企业流动性风险得以缓释；债务风险管控机制不断完善，对城投企业债务风险管理更加全面，政策引导城投企业逐步化解经营性债务风险，并驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2026年，城投企业的发展仍将围绕化债与发展两大主题，积极财政政策基调将延续，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；同时一揽子化债政策及增量措施的持续实施，有助于进一步缓释城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业债务的区域分化与结构性压力依然突出，经营性债务本息偿付压力及化解措施有待关注；政策导向下城投转型进程提速，需关注其转型过程中面临的市场化风险以及政企关系的演变。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2026年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

（1）青岛市

青岛市为副省级城市和计划单列市，已形成立体化的海陆空交通格局，经济实力和财政实力在山东省内领先，财政自给能力尚可，但政府性基金收入降幅较为明显。

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2025年末，青岛市常住人口1051.55万人，较上年末增加7.30万人，城镇化率79.79%。

图表2·青岛市主要经济财政指标

项目	2023年（末）	2024年（末）	2025年（末）
GDP（亿元）	15760.34	16719.46	17560.67
GDP增速（%）	5.9	5.7	5.4
固定资产投资增速（%）	5.0	0.8	-18.7
三产结构	3.1:33.4:63.5	3.0:34.2:62.8	2.9:33.5:63.6
人均GDP（万元）	15.20	16.01	16.70
一般公共预算收入（亿元）	1337.86	1339.26	1340.72
一般公共预算收入增速（%）	5.1	0.1	0.1
税收收入（亿元）	1006.10	937.77	950.51
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	75.20	70.02	70.90
一般公共预算支出（亿元）	1718.80	1720.42	1718.52
财政自给率（%）	77.84	77.84	78.02
政府性基金收入（亿元）	530.83	299.02	324.65
地方政府债务余额（亿元）	3620.01	4382.57	5261.12

注：1. GDP数据来源为当年青岛市国民经济和社会发展统计公报；2. 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》，2023—2025 年，青岛市地区生产总值（GDP）持续增长，2025 年，青岛市 GDP 在山东省各地市中排名第 1 位。产业结构方面，青岛市以第三产业为主。2025 年，青岛市规模以上工业增加值同比增长 7.9%；服务业增加值增长 5.6%，对经济增长的贡献率达到 66.5%；农林牧渔业总产值增长 4.5%，粮食总产量达到 321.4 万吨。固定资产投资方面，2023—2025 年，受房地产项目投资规模大幅下降等因素影响，青岛市固定资产投资增速持续下降。

根据青岛市财政预算执行和决算报告，2023—2025 年，青岛市一般公共预算收入小幅增长，2025 年，青岛市一般公共预算收入在山东省排名第 1 位。2023—2025 年，青岛市税收收入波动下降，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变化不大，财政自给能力尚可；受土地市场行情影响，青岛市政府性基金收入波动下降。截至 2025 年末，青岛市政府债务余额 5261.12 亿元，其中专项债务余额 4053.46 亿元，一般债务余额 1207.66 亿元。

（2）西海岸新区

西海岸新区是国家级新区，常住人口连续多年净流入，经济实力持续增强，经济及财政实力位居青岛市首位，财政自给程度高。“十五五”期间，西海岸新区继续将经略海洋作为重点，以新型工业化为主攻方向，继续聚焦制造业、高端化工与新材料等产业发展。整体看，公司所布局业务主要为西海岸新区重点培育产业，公司经营发展的外部环境良好。

1984 年 10 月，国务院批准设立青岛经济技术开发区，规划面积 15 平方公里。1992 年 5 月，山东省、青岛市先后决定将青岛经济技术开发区扩展到黄岛区，两区体制合一，总面积达 159 平方公里。2012 年 12 月，国务院批复同意撤销青岛市黄岛区、县级胶南市，组建新的黄岛区，以原青岛市黄岛区、县级胶南市的行政区域为新的黄岛区的行政区域。2014 年 6 月，国务院批复同意设立西海岸新区，包括黄岛区全部行政区域，为全国第 9 个国家级新区。西海岸新区管理委员会是青岛市人民政府的派出机构，负责西海岸新区的管理工作，西海岸新区管理委员会设置的工作机构与黄岛区人民政府工作部门合署，履行相应的经济社会管理职能。截至 2025 年末，西海岸新区常住人口 205.99 万人，较上年末增加 2.58 万人，常住人口城镇化率为 85.07%。

西海岸新区陆域面积 2128 平方公里、海域面积 5000 平方公里，位于青岛市西海岸，处于京津冀和长三角两大都市圈之间，环渤海经济圈的南缘，山东半岛蓝色经济区的核心地带。根据 2017 年 5 月发布的《青岛西海岸新区发展总体规划》，西海岸新区将构建“一核双港、多区联动、轴带贯通、组团发展”的总体格局，其中“多区”即前湾保税港区、青岛经济技术开发区、董家口循环经济区、中德生态园、古镇口融合创新示范区、灵山湾影视文化产业区、西海岸国际旅游度假区、青岛海洋高新区、现代农业示范区和交通商务区十大功能区，各功能区定位明确。

西海岸新区重点产业为新一代信息技术、高端装备、新能源新材料、现代海洋、医养健康、高端化工、现代高效农业、文化创意、精品旅游及现代金融等。“十四五”期间，西海岸新区智能家电、高端化工与新材料产业产值突破千亿元，“芯屏”产业垂直崛起，8 个集群入选山东省支柱型雁阵集群。根据西海岸新区公布的“十五五”规划建议，西海岸新区坚持把经略海洋摆在重中之重的位置，将提升绿色高端船舶研发生产、海洋工程装备系统集成和总装建造能力；将聚焦青岛市“10+1”创新型产业体系和现代服务业体系，以新型工业化为主攻方向，推动高端化工与新材料产业扩能提级，聚焦制造业高端化、智能化、绿色化发展，在集成电路、新型显示等领域打造全国产业发展高地。

图表 3 • 西海岸新区主要经济指标

项目	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）
GDP（亿元）	5003.38	5261.31	5534.35
GDP 增速（%）	6.0	5.8	5.2
固定资产投资增速（%）	5.2	-1.5	-28.0
三产结构	1.91:34.02:64.07	1.82:33.85:64.33	1.76:32.78:65.46
人均 GDP（万元）	24.92	25.87	26.87
一般公共预算收入（亿元）	231.80	231.54	231.69
一般公共预算收入增速（%）	3.8	--	1.6
税收收入（亿元）	182.34	168.61	173.28
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	78.66	72.82	74.79
一般公共预算支出（亿元）	235.76	219.87	247.48
财政自给率（%）	98.32	105.31	93.62
政府性基金收入（亿元）	140.48	28.75	101.17
地方政府债务余额（亿元）	613.59	674.20	780.79

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《青岛西海岸新区国民经济和社会发展统计公报》，2023—2025 年，西海岸新区地区生产总值（GDP）持续增长，2025 年西海岸新区 GDP 在青岛市各区县中排名第 1。产业结构方面，西海岸新区以第三产业为主。2025 年，西海岸新区规模以上工业增加值同比增长 7.3%。固定资产投资方面，2024 年开始西海岸新区固定资产投资呈下降趋势，且 2025 年降幅显著扩大，其中，第一产业投资下降 38.1%，第二产业投资下降 11.3%，第三产业投资下降 38%。2025 年，西海岸新区房地产市场低位调整，商品房销售面积 235.7 万平方米，同比下降 26.3%。

财政收入方面，根据西海岸新区财政预算和决算报告，2023—2025 年，西海岸新区一般公共预算收入较为稳定，2025 年，西海岸新区一般公共预算收入在青岛市排名第 1 位。2023—2025 年，西海岸新区税收收入波动下降，税收收入占比较高。同期，西海岸新区一般公共预算支出波动上升，财政自给率有所下降，财政自给能力强。受土地市场行情影响，西海岸新区政府性基金收入波动较大。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司仍是西海岸新区重要的基础设施建设主体和西海岸新区融合创新战略的实施主体，在基础设施建设和融合创新产业方面具备区域专营优势。公司实现业务多元化发展，且在核电设备和显示材料领域具有较强的竞争优势。公司本部及下属重要子公司本部过往债务履约情况良好。

公司是西海岸新区重要的基础设施建设主体，公司本部和子公司开投集团分别负责西海岸新区十大功能区中古镇口核心区和青岛经济技术开发区的基础设施建设任务，并以股权投资的方式参与融合创新产业项目，业务具有区域专营优势。

此外，公司还依托西海岸新区良好的经济发展基础、港口和土地资源优势，开展贸易、船舶制造、公路施工、房地产、有机新材料、制造等产业类业务。其中，受益于造船业景气度回暖，公司船舶订单销售额持续增长，在手合同规模大。公司的核电装备材料供应中核和中广核等战略客户，在核岛主管道设备等产品的细分市场处于行业领先地位。在有机新材料板块，公司专利数量较多、研发成果转化比例高，客户群基本覆盖下游主要终端材料企业，在显示材料领域具有较强的竞争优势，医药客户粘性较高。整体看，公司实现业务多元化发展，且在核电设备和显示材料领域均具有较强的竞争优势。

根据公司本部 2026 年 5 月 11 日《企业信用报告》，公司本部无未结清或已结清不良及关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据重要子公司开投集团本部 2026 年 5 月 11 日《企业信用报告》，开投集团本部无未结清或已结清不良及关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司及相关重要子公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部及重要子公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2026 年 6 月 22 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、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重大被行政处罚的行为。

（二）管理水平

2025 年 7 月，公司发布《青岛军民融合发展集团有限公司关于取消监事会的公告》，公司不再设置监事会，免去原监事会成员职务；公司监事会职能、监事职责由董事会审计委员会承接，同时公司章程相关条款作相应修订。截至 2026 年 4 月末，公司审计委员会成员 3 名，均已到位。跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，受公司新增有机新材料收入、船舶制造业务收入规模持续扩大及毛利率较低的贸易业务规模收缩等因素综合影响，公司营业总收入有所下降，综合毛利率提升。公司其他业务收入主要来源于物业和租赁业务等，对公司收入形成一定补充。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 45.76 亿元，较上年同期下降 0.05%，综合毛利率为 11.39%。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
工程业务	16.42	7.98	8.00	24.93	11.78	9.03	18.63	9.98	7.58
贸易业务	140.90	68.46	1.58	124.28	58.72	1.05	75.20	40.28	0.41
船舶建造业务	24.37	11.84	9.54	34.39	16.25	9.70	44.03	23.59	9.96
核电设备制造	--	--	--	--	--	--	8.77	4.70	7.70
有机新材料	--	--	--	--	--	--	8.70	4.66	42.94
房地产业务	6.03	2.93	-9.13	3.45	1.63	9.55	13.42	7.19	18.20
制造业务	11.66	5.66	22.45	16.16	7.63	21.14	7.13	3.82	15.92
其他业务	6.45	3.13	66.55	8.45	3.99	68.96	10.79	5.78	56.17
合计	205.83	100.00	5.94	211.65	100.00	7.78	186.68	100.00	10.80

注：核电设备制造业务收入原计入制造业务收入核算，2025 年起，公司将核电设备制造业务收入单独列示
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（1）工程业务

公司工程业务包括基础设施建设和工程施工两类。基础设施建设业务持续性强，但项目投入对公司资金占用大，需关注结算及回款进度；工程施工业务以公路工程施工为主，合同储备较为充足。

公司基础设施建设业务主要由公司子公司负责。项目资金由相关建设主体进行前期垫付。项目建设期间，各建设主体与委托方按照工程进度或完工后结算相关收入，收入按成本加成一定比例收益计算。

截至 2026 年 3 月末，公司主要已完工项目为殷家河片区旧村改造项目，该项目累计已投资 33.51 亿元；同期末，公司主要在建项目情况如下，公司在建项目已累计投资 307.44 亿元，已确认收入 116.62 亿元，对公司资金占用大，需关注结算及回款进度。

图表 5 • 截至 2026 年 3 月末公司基础设施建设和在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已累计投资	尚需投资	已确认收入	回款期间
古镇口核心区周边环境建设项目	/	127.27	/	91.00	2016—2030年
转型发展区周边环境建设项目	/	77.65	/	25.17	2020—2030年
王台新动能产业基地核心启动区 周边环境建设项目	100.00	96.69	3.31	0.38	2025—2030年
台子沟村村庄改造工程	8.39	5.82	2.57	0.08	2023—2030年
合计	/	307.44	/	116.62	--

注：古镇口核心区及转型发展区周边环境建设项目投资额根据各功能区管委会下发的固定资产投资计划持续增加，暂无法确定计划投资额，最终投资额以竣工决算审计报告为准
资料来源：公司提供

公司工程施工业务收入主要来源于子公司青岛市华鲁公路工程有限公司（以下简称“华鲁公路”）的公路施工业务，华鲁公路按照客户或发包方的要求进行工程施工，按照完工百分比法确认收入。华鲁公路拥有沥青拌合设备 2 座、水稳拌和设备 1 座、商品混凝土拌合设备 2 座（融合）、摊铺机 1 台等成套施工设备，年施工能力为 300 公里。

2025 年，公司实现工程施工收入（计入工程业务收入）7.05 亿元，较上年的 6.90 亿元变动不大，毛利率为 7.32%。截至 2026 年 3 月末，华鲁公路在手道路施工及周边环境建设项目 28 个，合同金额合计 14.54 亿元。

（2）船舶制造业务

受益于造船业景气度回暖，公司船舶订单销售额持续增长，带动船舶制造业务收入持续快速增长，公司在手合同规模大。

公司船舶制造业务由蓬莱中柏京鲁船业有限公司（以下简称“京鲁船业”）负责。京鲁船业是中国船舶工业行业协会副会长单位、国家高新技术企业第一批符合工信部“船舶行业规范条件”的企业之一，年生产能力约 100 万载重吨，拥有 30 万吨干船坞 1 座，5 万吨船台 1 座，5000 吨举力浮船坞 1 座，35000 吨举力浮船坞 1 座，1000 吨和 500 吨造船门式起重机在内的造船专用设备设施齐全。

船舶销售方面，京鲁船业的客户主要来自希腊、德国、巴西、韩国、斯里兰卡、日本、新加坡、中国大陆各地及中国台湾等地区，主要包括希腊 LASKARIDIS 公司、希腊 CHARTWORLD 航运公司、新加坡环球格雷斯公司、台湾隆顺渔业集团控股公司和长

岛祥隆水运有限公司等。在销售环节，京鲁船业采取自行接单、投标的定价方式，采用电汇的结算方式和分段的结算模式，主要分五个步骤：与客户签订合同，向客户收取预付款；开工、铺底、下水阶段中分别向客户收取进度款；船舶完工交付时，向客户收取余款，各阶段收款金额约占合同金额的 20%。

受船舶制造行业回暖影响，2025 年，京鲁船业船舶销售收入增长明显，销售情况详见下表。2026 年 1—3 月，京鲁船业实现收入 11.44 亿元。截至 2026 年 3 月末，京鲁船业在建船舶 76 艘，其中商船 51 艘、远洋渔船 25 艘，合同金额合计 303.83 亿元。

图表 6 • 京鲁船业船舶销售情况（单位：艘、万元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	销售量	销售金额	销售占比	销售量	销售金额	销售占比	销售量	销售金额	销售占比
商船	10	218262.00	89.55%	24	303144.71	88.16%	10	362280.97	82.28%
远洋渔船	3	16534.00	6.78%	13	19939.35	5.80%	9	61018.14	13.86%
公务船	1	517.00	0.21%	1	14.16	0.00%	0	0	0.00%
坞修船	100	8413.00	3.45%	91	7107.24	2.07%	107	8676.91	1.97%
其他	--	--	--	--	13663.14	3.97%	--	8343.14	1.89%
合计	114	243726.00	100.00%	129	343868.60	100.00%	126	440319.16	100.00%

注：以前年度销售的公务船于 2024 年另确认收入 14.16 万元
资料来源：公司提供

（3）制造业务

公司制造业务主要由下属子公司青岛华欧集团股份有限公司（以下简称“华欧集团”）和融发核电设备股份有限公司（以下简称“融发核电¹”，股票代码 002366.SZ）负责，融发核电的核电装备材料供应中核和中广核等战略客户，在核岛主管道设备等产品的细分市场处于行业领先地位，但受行业短期政策调整影响，2025 年存在亏损情况。

公司制造业务收入来自高端装备机械制造及高端材料业务、混凝土、铸件生产和销售、开关柜销售及安装和其他零星制造业务，其中高端装备机械制造及高端材料业务制造由融发核电负责，其余业务主要由华欧集团负责。

融发核电

2022 年末，公司收购融发核电并将其纳入合并范围，新增装备制造业务。截至 2025 年末，公司持有融发核电 27.00% 的股权，为其第一大股东。融发核电主要从事高端装备机械制造及高端材料业务，为核电、水电、风电、石化、冶金及国防等提供重大技术装备、高新部件、高端材料和技术服务。融发核电产品均为定制大型设备和铸锻件，一般以参与招标的方式进行销售，通过投标获得订单，销售渠道主要是以自身销售为主。

从行业情况看，山东省十五五规划中，确立了阶段性量化目标：2025 年核电在运装机 570 万千瓦，2030 年达到 1300 万千瓦以上；空间布局由“3+2”发展到“5+N”，核心厂址包括海阳、荣成、招远、莱阳、海阳第二厂址等，发展目标明晰，核电设备材料市场预计将迎来快速增长期。融发核电建立了完善的核电装备材料研发和生产制造体系，在核岛主管道设备、核后处理装备、核一级容器类锻件、核一级泵阀/支承类铸件这一细分市场，处于行业领先地位。融发核电取得了二代主管道生产所需的全部制造许可、三代主管道及泵阀铸件的制造许可，以及相关堆型铸造主泵泵壳，核一级铸锻件的生产资质。上述资质优势有助于融发核电在所从事的领域建立较高的进入门槛，巩固和提升现有的优势市场地位。此外，融发核电已取得特种产品制造所需的相关质量体系证书及制造许可证书，将进一步提升融发核电在核电领域及特种产品领域的竞争能力。

受行业短期政策影响，订单及开工情况低于上年同期，2025 年，融发核电实现营业收入 9.06 亿元，以核电设备和其他专用设备收入为主，同比下降 10.03%，归属于上市公司股东的净利润为-0.81 亿元。2026 年 1—3 月，融发核电实现营业收入 2.14 亿元，同比增长 38.26%，归属于上市公司股东的净利润为 0.10 亿元，实现扭亏，未来经营情况仍有待关注。

从集中度来看，2025 年，融发核电前五大原材料供应商采购金额合计 1.76 亿元，占比 17.57%，集中度不高。融发核电前五大销售客户销售金额合计 3.76 亿元，占年度销售额的 41.54%，集中度一般。

华欧集团

混凝土生产和销售主要由华欧集团子公司青岛华欧砼业有限公司（以下简称“华欧砼业”）负责，华欧砼业主要产品是商品混

¹ 2025 年 5 月 8 日，公司将其持有的 1.18 亿股公司股份（占其持股比例 21.00%，占融发核电总股本 5.67%）质押给华福证券有限责任公司，用于融资。

凝土，下游客户主要为国有建筑类企业等。

铸件生产和销售主要由华欧集团子公司青岛华欧集团四海机械制造有限公司（以下简称“四海机械”）负责，四海机械主要产品是碳钢、低合金耐磨钢、高锰钢、耐热钢等各种材质的铸件及机械配件。四海机械主要下游客户为日本及加拿大企业，出口产品占全部铸件产品的比例达 90%，存在一定的汇兑风险。

开关柜销售及安装主要由华欧集团子公司青岛华欧集团四海自动化控制工程有限公司（以下简称“四海自动化”）负责，四海自动化主要提供 35KV 及以下开关设备、箱式变电站、环网真空开关柜、动力柜和配电箱等产品，产品应用于发电厂、冶金、石化、交通、高层建筑及厂矿企业的供电系统。

2023—2025 年，华欧集团制造业务收入分别为 3.56 亿元、5.03 亿元和 3.44 亿元，2025 年收入下降主要是受市场因素影响，竞争加剧，订单规模收缩所致，成本分别为 2.48 亿元、3.86 亿元和 2.78 亿元，业务盈利能力尚可。

（4）有机新材料业务

2025 年，公司收购并表西安瑞联新材料股份有限公司（以下简称“瑞联新材”，股票代码 688550.SH）而新增有机新材料收入。瑞联新材拥有的专利数量较多、研发成果转化比例高，客户群基本覆盖下游主要终端材料企业，在显示材料领域具有较强的竞争优势；医药领域客户粘性较高，且其医药及电子材料板块收入 2025 年大幅增长，业务毛利率水平较高，对公司收入和利润均具有积极影响。

公司通过协议转让、表决权委托和认购瑞联新材发行的股票的形式获得瑞联新材控制权²；2025 年 8 月 13 日起，公司将瑞联新材纳入合并范围。瑞联新材是一家专注于研发、生产和销售专用有机新材料的高新技术企业，主要产品包括单体液晶、OLED 材料、创新药中间体，用于 OLED 终端材料、混合液晶、原料药的生产。瑞联新材具备从中间体到终端材料的全链条研发与生产能力，在 OLED 材料领域实现通用层、三色主材、氘代材料全覆盖，依托技术积累可实现核心产品工艺自主可控。具体业务模式方面，瑞联新材从上游供应商处采购原材料，根据客户提供的各类材料结构式及技术指标要求，瑞联新材针对性研发合成路线及纯化工艺后定制生产，以销售给下游客户获得收入和利润。

根据《瑞联新材 2025 年年度报告》，作为国内较早研发生产 OLED、液晶显示材料的企业，截至 2025 年末，瑞联新材累计获得授权专利 103 项，其中发明专利 94 项，实用新型专利 9 项；新申请专利 24 项，累计已提交申请待审核授权的专利为 61 项。产业化能力方面，瑞联新材拥有超过 100 人的经验丰富的中试团队，中试完结项目成功率长期保持在 90%以上，研发成果转化比例高，客户群基本覆盖下游主要终端材料企业，在显示材料领域具有较强的竞争优势。在医药 CDMO 领域，国内医药 CDMO 企业竞争激烈，瑞联新材客户粘性较强，但存在创新药研发周期长、研发难度大和淘汰率高的风险。截至 2025 年末，瑞联新材已完成 9 个原料药和 2 个药用辅料品种的国内上市注册申请并获受理、4 个原料药品种的国外上市注册申请并获受理，其中 2 个原料药品种已取得国内生产销售资质，1 个原料药品种已取得欧洲生产销售资质。在电子材料领域，瑞联新材电子材料产品聚焦于高端光刻胶材料领域，该板块供应链准入门槛高，瑞联新材市场份额占比较小。

从客户情况看，在显示材料领域，瑞联新材与包括 Dupont、Merck、JNC、Idemitsu、Solus、SFC、LG 化学、八亿时空、江苏和成、诚志永华在内的海内外客户建立了长期稳定的合作关系。在医药 CDMO 业务中，瑞联新材与全球知名药企 Chugai、Kissei 以及国内普洛药业、合全药业等建立了合作关系，其中，核心客户 Chugai 系全球制药巨头罗氏之控股子公司，双方已合作近二十年，客户粘性较强。

2025 年，瑞联新材实现营业收入 16.76 亿元，利润总额 3.56 亿元。具体来看，瑞联新材显示材料收入为 13.14 亿元，收入同比增长 3.04%，毛利率为 42.01%；医药中间体收入为 2.93 亿元，收入同比增长 89.55%，主要系主力产品客户调整库存策略，核心产品终端药物上市进展顺利、实现进一步放量双重利好所致，规模效应带动板块毛利率同比提升，毛利率为 64.83%；电子材料板块收入为 0.69 亿元，收入同比增长 141.34%，主要系半导体光刻胶材料用量稳步提升，部分产品实现量产供货所致，毛利率为 15.55%。2026 年 1—3 月，瑞联新材实现营业收入 3.78 亿元，同比增长 10.10%，利润总额为 0.49 亿元。

上游采购方面，瑞联新材采用“以产定购+合理备库”的采购模式，根据订单需求、备货需求及原材料市场变动情况制定采购计划。2025 年，瑞联新材前五名供应商采购额 1.94 亿元，占年度采购总额的 28.75%。

生产及下游销售方面，瑞联新材以客户订单及中长期预计需求量为导向，采用“以销定产”为主、“合理库存”为辅的生产模式。瑞联新材以直销模式为主，海外市场辅以指定代理模式。2025 年，瑞联新材前五名客户销售额 8.08 亿元，占年度销售总额

² 公司子公司开投集团通过直接持有瑞联新材股权享有 12.81%表决权，通过委托表决安排享有 12.19%表决权，合计占公司总表决权股份数量的 25.00%；2025 年 8 月 13 日，瑞联新材董事会完成换届选举，瑞联新材第一大股东开投集团通过支配其 25%的股份表决权决定了瑞联新材第四届董事会超过半数成员的选任，因此开投集团作为瑞联新材的控股股东将其纳入合并范围。2026 年 6 月，瑞联新材原实际控制人、现任董事长刘晓春等 7 名董事及高管，计划在 6 月 29 日至 9 月 28 日期间，合计减持不超过公司总股本的 1.9454%，上述减持事项不影响公司所享有的表决权。

48.22%。

（5）贸易业务

公司贸易品种较为多样化，贸易业务规模较大但毛利率低，且结算存在一定账期，需关注资金回收风险。

公司贸易业务主要由公司子公司青岛开投供应链管理有限公司（以下简称“开投供应链”）、青岛开投资产管理有限公司（以下简称“开投资管”，现更名为青岛开创通达贸易发展有限公司）和青岛正立信实业有限责任公司（以下简称“正立信实业”）负责。其中，开投供应链主要经营木材的进口贸易，开投资管主要经营钢材、水泥、木材和棉花等商品的国内贸易，正立信实业主要经营煤炭的销售业务。

业务模式方面，公司一般通过锁定上下游客户及产品价格的方式控制业务风险，采购完成后，下游客户支付货款后提走货物。在采购方面，公司会预付上游供应商一定比例的定金，定金的具体比例根据合同确定，一般为 20.00% 左右，剩余货款的账期一般为 1~3 个月。公司贸易业务可分为国际贸易采购和国内业务采购，国际贸易采购结算主要采用信用证方式；国内贸易采购结算主要采用电汇、银行承兑汇票和 D/P 结算方式。在销售方面，公司贸易业务全部为国内业务销售，主要通过电汇进行结算，账期在 3 个月左右，需关注资金回收风险。

2025 年，因公司调整贸易品种结构及部分国际贸易受政策影响，贸易收入有所下降。从交易对手方来看，2025 年，公司贸易业务前五大供应商采购金额占贸易业务成本的 28.42%，前五大销售客户销售金额占贸易收入的 29.68%，集中度一般。

图表 7 • 公司按照商品种类划分的贸易收入明细（单位：万元）

商品名称	2023 年		2024 年		2025 年	
	销售收入	占比（%）	销售收入	占比（%）	销售收入	占比（%）
煤炭	193073.24	13.70	70493.11	5.67	25614.61	3.41
钢材	242422.74	17.20	261582.19	21.05	208989.10	27.79
木材及原木	63449.62	4.50	125482.14	10.10	8895.41	1.18
铜及有色金属	324669.42	23.04	379353.77	30.52	246194.62	32.74
橡胶	122249.74	8.68	104570.54	8.41	79610.77	10.59
建筑材料	83389.46	5.92	48072.45	3.87	939.33	0.12
油品	107998.50	7.66	29955.39	2.41	0.00	0.00
板材	83885.77	5.95	76108.57	6.12	66544.21	8.85
其他	187900.56	13.34	147181.27	11.84	115230.88	15.32
合计	1409039.05	100.00	1242799.44	100.00	752018.93	100.00

资料来源：公司提供

（6）房地产开发业务

公司房地产项目投资规模较大，房地产市场活跃度下降背景下，销售进度较为滞后，需关注项目去化情况。

公司房地产开发业务主要由公司本部、子公司青岛融发地产开发有限公司和青岛徕卡置业有限公司（曾用名为青岛开投置业发展有限公司）负责。2025 年，公司房地产收入 13.42 亿元，较上年大幅增长，主要系当年博观星海等项目完工，交付商品房规模较大所致，毛利率水平为 18.20%。截至 2026 年 3 月末，公司主要在建房地产开发项目 3 个，主要集中在西海岸新区，均为商品房，项目计划总投资合计 50.24 亿元，已投入 40.92 亿元，已实现销售金额 19.89 亿元，已回款 19.37 亿元。

图表 8 • 截至 2026 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（单位：万元、平方米）

项目	具体位置	建筑面积	预计总投资额	累计已投资额	累计销售金额	已确认收入
融合嘉园	拥军路东、海岸西路西、海岸北路北	82478.96	61443.81	54208.91	32433.92	26977.34
融海公馆	山川路东、翠岛路南	272634.00	285988.29	285988.29	165498.00	81947.38
蔚蓝新城	烟台市蓬莱区北沟镇峰台山路北，明福路南	266589.00	155000.00	69008.84	1003.41	920.57
合计	--	621701.96	502432.10	409206.04	198935.33	109845.29

注：已确认收入的项目为分片区完工结算确认收入

资料来源：公司提供

截至 2026 年 3 月末，公司已完工在售房地产项目 5 个，为博观星海项目（去化率 70%）、中国科学院青岛科教园教职工公寓项目（去化率 30%）、大罗山路西、嘉陵江路南地块项目（去化率 40.85%）、保利开投莱卡公园东区（去化率 70%）和西区项目（去化率 99%），累计已投入合计 35.81 亿元，已确认收入 23.24 亿元，已回款 26.31 亿元。整体看，公司部分已完工房地产项目去化情况不佳，在西海岸新区房地产市场低位调整背景下，需关注项目去化情况。

（7）融合创新产业相关项目

公司负责融合创新相关项目建设，同时以股权投资的方式参与融合创新产业项目，后续收益来源主要包括出租或股权投资收益，资金回收周期较长且收益实现具有不确定性。

公司负责融合创新配套设施建设项目，截至 2025 年末，公司已建成的融合创新配套项目如下表所示，公司通过对外出租获得一定的收益。

图表 9 • 截至 2025 年末公司主要已建成的融合创新配套项目情况（单位：亿元）

项目	总投资额/账面评估价值	租赁单位	租金及期限
融合大厦	3.89	国家(青岛)军民融合创新示范区古镇口核心区管理委员会	期限 10 年，租期前 5 年租金为 1615 万元/年，后 5 年根据市场情况重新约定
中国科学院轻型发动机研发基地	2.96	中国科学院工程热物理研究所	期限 10 年，年租金为 1170.00 万元/年
社会化保障中心 1#、2#、4#及食品保障智慧平台	2.12	国家(青岛)军民融合创新示范区古镇口核心区管理委员会	社会化保障中心：期限 10 年，租期前 5 年租金为 503.10 万元/年，后 5 年根据市场情况重新约定 食品保障智慧平台：期限 10 年，年租金为 190 万元/年
军工产业园	1.58	青岛四三零八机械厂、航天二院、青岛普瑞曼工业有限公司（现更名为青岛普硕科技发展有限公司）、山东融发成海智能装备有限公司	各承租方租金水平不同，分别为：170 元/年/㎡；一年至三年 125 元/年/㎡，租金每三年上浮 10%；36.39 万/年；30.6 万/年
融合中心一期	9.15	青岛丰禾宜锋酒店管理有限公司等	第一至三合同年度（不含免租期）租金单价为 0.6 元/㎡/天，以后每三年租金递增 6%。
北方特种基地二期项目	2.49	青岛四三零八机械厂、青岛古镇口军民融合舰船装备技术保障有限公司、青岛市黄岛区西海岸职业培训学校	一层的租金：一年至三年 190 元/年/㎡，二层的租金：一至三年 150 元/年/㎡，租金每三年上浮 10%。三层租金：140 元/年/㎡，租金每三年上浮 10%
合计	22.19	--	--

资料来源：公司提供

截至 2025 年末，公司在建的融合创新配套项目为北方特种基地（自建项目）和中国科学院青岛科教园一期项目，拟通过出租等方式实现收入。其中，北方特种基地（自建项目）计划投资 4.50 亿元，已投资 2.15 亿元，建成后预计青岛古镇口军民融合舰船装备技术保障有限公司将入驻；中国科学院青岛科教园一期项目计划投资 17.62 亿元，已投资 17.52 亿元，建成后预计中国科学院海洋研究所等机构将入驻

截至 2026 年 3 月末，公司参股的融合创新产业项目如下所示。包括股权认缴总额 0.84 亿元，均已实缴，2025 年末实现投资收益。

图表 10 • 截至 2026 年 3 月末公司参股的融合创新产业项目情况（单位：万元）

参股企业	认缴金额	持股比例	认缴出资时间
中科睿航	1500.00	21.43%	2020/11/30
中科国晟	5166.66	10.29%	2021/12/31
中科方舟	1710.00	7.16%	2018/12/31
合计	8376.66	--	--

注：青岛中科睿航航空科技有限公司简称中科睿航、青岛中科国晟动力科技有限公司简称中科国晟、中科科工（青岛）有限公司简称中科方舟

资料来源：公司提供、联合资信根据公开资料整理

2 未来发展

公司将以打造全国一流专业化投资平台为目标，以市场化手段加快战略拓展和企业扩张，增强投融资能力、开发建设能力和国资经营管理能力，全面提升企业市场竞争力、品牌影响力和资产运营力。具体而言，公司在基础设施建设方面，积极承担古镇口核心区及青岛开发区的重大工程代建、王台新动能产业基地产业园区开发等建设任务；在金融投资方面，发挥国有资本引领带动作用，通过股权投资等市场化手段投资融合创新重大项目；在国际贸易方面，凭借山东自贸区申建机遇，借助青岛前湾港贸易区优

势，依托开投供应链，打造综合性国际贸易平台；在资产运营方面，推进优质资产收购、重组及经营管理，实现国有资产保值增值目标。

（四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报表，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年和 2026 年 1—3 月，公司合并范围内重要一级子公司无变化，为开投集团。2025 年，开投集团新增一家子公司瑞联新材（详见“经营分析”），于 2025 年 8 月纳入公司合并范围。同期，公司无偿划出青岛西海岸创新产业投资集团有限公司（以下简称“创投公司”）。截至 2024 年末，创投公司资产总额为 36.82 亿元，所有者权益 19.13 亿元；2024 年，创投公司营业总收入 0.91 亿元，利润总额 0.15 亿元。截至 2024 年末，创投公司资产主要由现金 2.46 亿元、其他应收款 9.06 亿元（主要为同区域国有企业的往来款）、存货 12.82 亿元（主要为自贸全球消费综合体商业项目、两块住宅地块和芯屏产业园，其中芯屏产业园 2024 年产生开发业务收入 3128.53 万元）和投资性房地产 11.28 亿元（主要为青岛市民中心项目，2024 年实现物业和租赁收入 6062.85 万元）构成。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则，跟踪期内合并范围变化对财务数据可比性产生一定影响。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

跟踪期内，随着公司在建项目投入，公司资产规模继续增长，公司基础设施建设、房地产开发业务形成的存货和合同资产规模较大，基础设施建设项目结算和回款具有不确定性，部分完工房地产项目去化不佳；投资性房地产可形成租赁收入，但需关注评估增值合理性；公司受限资产规模较大，整体资产质量一般。

截至 2025 年末，公司资产总额较上年末增长 11.51%，资产结构以流动资产为主。

截至 2025 年末，公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成，其中受限金额为 54.50 亿元，受限比例 50.61%，主要为借款质押、开立承兑汇票、信用证押汇等。公司存货较上年末增长 5.23%，期末余额主要为基础设施建设项目和房地产项目形成的开发成本（415.62 亿元）。公司合同资产较上年末增长 11.08%，主要为已完工待结算的基础设施建设项目。

截至 2025 年末，公司投资性房地产较上年末增长 10.94%，主要为存货中车间和综合楼转入投资性房地产核算所致。公司投资性房地产主要包括产业园区、底商商铺、商场和用于出租的厂房等、采用公允价值计量模式，2025 年公允价值增加 1.22 亿元，在青岛市甲级写字楼租金持续下行的行情背景下，需关注评估增值合理性，期末余额主要为房产、建筑物及土地使用权，主要用于出租和自主运营。同期末，公司在建工程较上年末增长 11.53%，主要系项目投入所致。公司商誉主要由收购融发核电和瑞联新材而产生，2025 年末商誉余额分别为 3.47 亿元和 5.42 亿元，2023—2025 年末未减值，若上市公司经营未达预期或经营状况恶化，公司商誉将面临减值风险。

图表 11 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	685.86	68.32	742.32	69.05	827.48	69.03	879.78	70.20
货币资金	104.21	10.38	83.22	7.74	107.69	8.98	150.58	12.01
存货	374.35	37.29	431.36	40.12	453.94	37.87	461.22	36.80
合同资产	84.16	8.38	103.73	9.65	115.23	9.61	115.52	9.22
非流动资产	317.99	31.68	332.74	30.95	371.28	30.97	373.49	29.80
投资性房地产	150.91	15.03	151.33	14.08	167.88	14.00	167.93	13.40
在建工程（合计）	28.26	2.82	31.74	2.95	35.40	2.95	35.79	2.86
商誉	3.47	0.35	3.47	0.32	8.89	0.74	8.89	0.71
资产总额	1003.85	100.00	1075.06	100.00	1198.76	100.00	1253.27	100.00

联合资信根据公司财务数据整理

截至 2025 年末，公司受限资产总额 299.92 亿元，受限规模较大，受限资产占总资产比重为 25.02%。此外，公司质押多家子公司股权和青岛捷润化工改造项目未来的租金和收益权，对应借款余额合计约为 18.46 亿元。

图表 12 • 截至 2025 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	受限原因
货币资金	54.50	借款质押、开立承兑汇票、信用证押汇等
投资性房地产	127.40	借款抵押
存货	96.55	借款抵押
固定资产	7.77	借款抵押
无形资产	4.11	借款抵押
在建工程	9.58	借款抵押
合计	299.92	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2026 年 3 月末，公司资产总额较上年末增长 4.55%，其中货币资金增长主要系融资规模扩大所致，其他资产结构变化不大。

（2）资本结构

受对外收购影响，公司所有者权益规模继续增长。项目持续投入等使得公司全部债务规模继续增长，短期债务占比较高，整体债务负担较重。

2025 年末，公司所有者权益规模继续增长，主要系 2025 年因收购瑞联新材导致少数股东权益大幅增长所致。同期，公司资本公积下降主要系创投公司划出所致。截至 2026 年 3 月末，公司所有者权益规模及结构均较上年末变化不大，权益稳定性尚可。

图表 13 • 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 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	23.77	7.77	23.77	7.47	23.77	7.08	23.77	7.05
资本公积	186.70	61.07	198.47	62.37	187.06	55.76	187.79	55.72
其他综合收益	23.85	7.80	24.23	7.61	24.13	7.19	24.13	7.16
未分配利润	14.64	4.79	16.39	5.15	16.61	4.95	16.42	4.87
归属于母公司所有者权益合计	252.74	82.68	263.74	82.87	252.58	75.29	253.12	75.11
少数股东权益	52.95	17.32	54.50	17.13	82.89	24.71	83.88	24.89
所有者权益合计	305.69	100.00	318.24	100.00	335.47	100.00	336.99	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

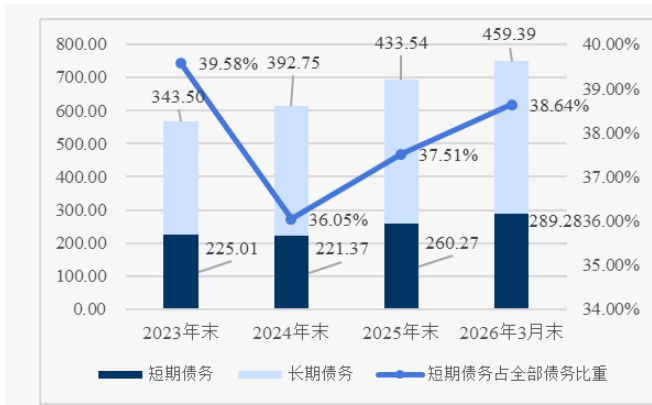
截至 2025 年末，随着项目的持续投入，公司融资规模扩大叠加应付经营性款项增长，公司负债规模继续增长。公司经营性负债主要体现在以应付工程款和货款为主的应付账款和以购船款为主的合同负债及计入其他应付款的往来款。本报告将其他应付款和其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，长期应付款中有息部分纳入长期债务核算。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	329.27	47.16	340.67	45.01	412.63	47.80	439.48	47.96
短期借款	73.64	10.55	73.57	9.72	104.60	12.12	120.25	13.12
应付票据	34.36	4.92	34.62	4.57	42.54	4.93	59.57	6.50
应付账款	38.36	5.49	37.90	5.01	48.52	5.62	47.72	5.21
其他应付款（合计）	48.23	6.91	54.93	7.26	65.11	7.54	65.11	7.11
一年内到期的非流动负债	87.54	12.54	89.46	11.82	87.58	10.14	82.32	8.98
合同负债	27.60	3.95	36.98	4.89	51.06	5.91	52.04	5.68
非流动负债	368.90	52.84	416.15	54.99	450.66	52.20	476.80	52.04
长期借款	222.96	31.94	255.63	33.78	267.81	31.02	265.27	28.95
应付债券	72.08	10.32	104.19	13.77	131.15	15.19	152.23	16.61
长期应付款（合计）	60.46	8.66	42.50	5.62	36.14	4.19	42.81	4.67
负债总额	698.16	100.00	756.82	100.00	863.29	100.00	916.28	100.00

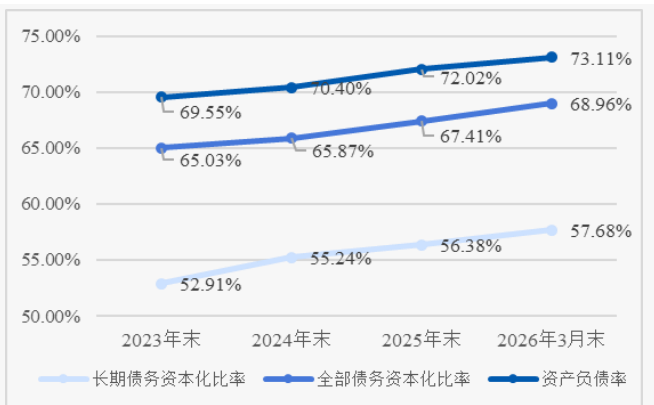
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 15 • 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整理

图表 16 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2025 年末，公司全部债务 693.81 亿元，较上年末增长 12.98%，短期债务占比 37.51%。从融资渠道看，公司全部债务主要由银行借款（占 63.03%）、应付票据（占 6.13%）、应付债券（占 18.93%）和非银机构借款（占 11.90%）构成。截至 2026 年 4 月末，公司合并口径存续债券 130.15 亿元（另有海外债 1.875 亿美元，详见附件 1-4），此外，公司子公司还于 2026 年发行融发集团 1 期资产支持专项计划，发行规模 17.51 亿元，法定到期日 2047 年 1 月 19 日，公司 2026 年到期债券规模为 3.47 亿元，2026 年集中兑付压力不大。

截至 2026 年 3 月末，公司负债及全部债务规模较上年末分别增长 6.14%和 7.91%，短期债务占比进一步上升至 38.64%，债务结构有待优化。同期末，公司全部债务资本化比率为 68.96%。整体看，公司债务负担较重。

（3）盈利能力

受低毛利率的贸易业务规模收缩叠加 2025 年新增毛利率水平较高的有机新材料收入影响，公司营业总收入波动下降，营业利润率持续上升，投资收益和其他收益对利润有一定的贡献，整体盈利指标表现一般。公司收入实现质量高，受项目投资支出规模较大影响，经营活动现金继续净流出；公司投资活动持续净流出；随着公司在建项目的推进以及债务到期偿付，公司未来存在较大的融资需求。

2025 年，在低毛利率的贸易业务收缩叠加新增毛利率水平较高的有机新材料收入综合影响下，公司营业总收入有所下降，营业成本同趋势变动且降幅较大，营业利润率有所上升。2025 年，公司期间费用率为 8.22%，债务扩张、研发投入以及运营成本等带动公司费用总额持续增长，后续随着项目继续投入，财务费用或继续增长。盈利指标表现方面，公司总资本收益率和净资产收益率均同比上升，盈利指标表现一般。公司其他收益主要为收到的政府补助和税收减免；投资收益主要是融发核电和青岛捷能汽轮机集团股份有限公司的债务重组收益 1.76 亿元，不具备可持续性。

2026 年 1－3 月，公司实现营业总收入 45.76 亿元，利润总额为 0.57 亿元。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1－3 月
营业总收入	211.65	186.68	45.76
营业成本	195.19	166.52	40.54
期间费用	11.86	15.34	4.07
投资收益	0.85	2.13	0.13
其他收益	0.82	0.90	0.05
利润总额	4.00	6.35	0.57
营业利润率（%）	6.89	9.56	9.70
总资本收益率（%）	0.70	0.87	--
净资产收益率（%）	0.81	1.20	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	269.79	216.28	64.25
经营活动现金流出小计	297.03	250.93	59.00
经营活动现金流量净额	-27.24	-34.65	5.24
投资活动现金流入小计	5.46	11.07	6.94
投资活动现金流出小计	24.47	28.93	5.80
投资活动现金流量净额	-19.01	-17.86	1.13
筹资活动现金流入小计	304.79	365.98	108.71
筹资活动现金流出小计	285.48	296.21	80.92
筹资活动现金流量净额	19.32	69.76	27.78
现金收入比（%）	105.54	100.51	109.98

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

公司经营活动现金主要为各类经营性业务及往来现金的收支。同期，公司现金收入比小幅下降，收入实现质量高。2025 年，公司基建项目现金净支出有所收窄，往来款转为净流出，经营活动现金继续净流出。2025 年，公司投资活动现金流出主要是对瑞联新材的投资款，投资活动现金继续净流出。公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金。2025 年，公司筹资活动现金流继续净流入，考虑到公司债务还本付息规模和项目尚需投资规模较大，公司存在较大的融资需求。

2026 年 1—3 月，公司经营活动和投资活动现金转为小额净流入，筹资活动现金保持净流入。

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现一般，考虑到间接融资渠道畅通，备用流动性充足，偿债风险可控。

图表 19 • 公司偿债指标

指标	2024 年（末）	2025 年（末）	2026 年 3 月（末）
现金短期债务比（倍）	0.39	0.44	0.54
EBITDA（亿元）	11.38	15.69	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.40	0.54	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026 年一季报以及公司提供资料整理

截至 2026 年 3 月末，受融资后公司货币资金增加影响，公司现金短期债务比有所上升，现金类资产对短期债务的保障能力一般。从长期偿债指标看，2025 年，受 EBITDA 增长影响，公司 EBITDA 利息倍数同比提升，EBITDA 对利息的覆盖程度一般。

截至 2026 年 3 月末，公司获得银行授信 781.18 亿元，尚未使用银行授信 281.59 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2026 年 3 月末，因创投公司划出，公司对创投公司子公司担保列入对外担保核算，公司对外担保余额相应增加。同期末，公司对外担保余额合计 25.91 亿元，担保比率为 7.69%，其中部分被担保企业为民营企业，该类被担保企业担保余额合计 1.27 亿元，为子公司京鲁船业被收购前产生的对外担保。对民营企业的担保中，蓬莱京鲁渔业有限公司（以下简称“蓬莱渔业”）持有京鲁船业 49.00% 股份，蓬莱汇洋食品有限公司系蓬莱渔业的控股子公司，京鲁船业对上述公司的担保金额与其向蓬莱渔业的生产经营性借款基本持平。整体看，公司或有负债风险可控。

图表 20 • 截至 2026 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

担保人	被担保人	担保余额
公司	青岛中石大控股有限公司	4625.00
公司	经控集团	72010.00
京鲁船业	蓬莱汇洋食品有限公司	12650.00
开投集团	青岛开投康诚投资有限公司	73044.00
开投集团	青岛开投隆宇文化发展有限公司	29500.00
开投集团	青岛开投芯屏产业园区运营管理有限公司	57313.74
开投集团	青岛西海岸新区融合控股集团有限公司	10000.00
总计	--	259142.74

资料来源：公司提供

截至 2026 年 3 月末，公司无作为被告方金额 500.00 万元以上的重大未决诉讼和仲裁。

3 公司本部主要变化情况

公司合并范围子公司较多，主营业务由子公司经营。公司重要子公司通过划拨或投资设立产生，公司本部对上市子公司外的人、财、物进行统一管理。对于上市公司，公司主要通过任命超过半数以上董事和财务负责人的方式形成管控，公司本部对子公司管控力度较强。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现一般，对其持续经营无重大不利影响。

环境方面，公司委托代建等业务在运营过程中需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，同时也会产生废水、废气等废弃物。公司注重安全生产与环保投入，联合资信未发现公司跟踪期内受到重大安全责任事故及发生污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司 2025 年纳税信用等级为 B 级，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。

治理方面，公司战略规划清晰，建立了较为健全的法人治理结构和规范的内部管理体系，对下属子公司管控能力较强。联合资信未发现公司跟踪期内存在高级管理人员因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

1 支持能力

公司实际控制人为西海岸新区国资局。青岛市是全国 5 个计划单列市、15 个副省级城市之一，经济实力和财政实力在山东省内领先，财政自给能力尚可，2025 年，青岛市 GDP 为 17560.67 亿元，一般公共预算收入为 1340.72 亿元。西海岸新区为全国第 9 个国家级新区，经济及财政实力位居青岛市首位，财政自给程度高。整体看，公司实际控制人支持能力极强。

2 支持可能性

公司是西海岸新区区属国有企业，除职工董事外的董事由政府任免，政府对公司“三重一大”事项控制程度高，公司与政府关系密切。

公司是西海岸新区重要的基础设施建设主体和融合创新战略的实施主体，承担着西海岸新区部分基础设施建设任务。公司负责的古镇口核心区为融合创新战略示范区，公司作为西海岸新区融合创新战略的实施主体，负责融合创新相关的产业园区、办公楼、研发中心、保障中心等项目建设，并以股权投资的方式参与融合创新产业项目，业务具有区域专营优势。公司基础设施建设和融合创新配套设施建设等业务对服务民生需求、促进区域产业发展具有重要作用。

公司在资金注入和政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

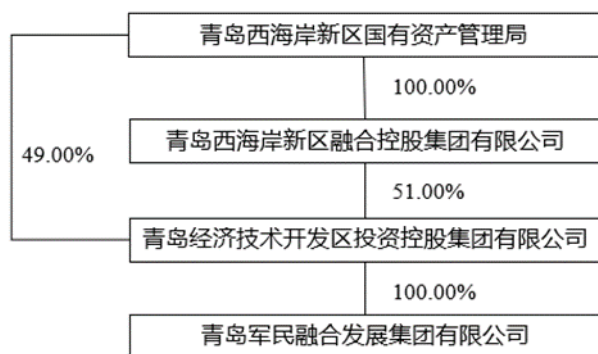
资金注入方面，2023—2025 年，公司分别收到资本金注入 5.04 亿元、8.89 亿元和 0.80 亿元，计入资本公积。同期，公司及子公司开投集团收到古镇口核心区管理委员会、黄岛区财政局拨付的项目专项资金及开发资金分别为 15.92 亿元、3.55 亿元和 5.58 亿元，计入资本公积。

政府补助方面，2023—2025 年及 2026 年 1—3 月，公司分别获得政府补助 1.25 亿元、0.82 亿元、0.83 亿元和 0.03 亿元，计入其他收益。

八、跟踪评级结论

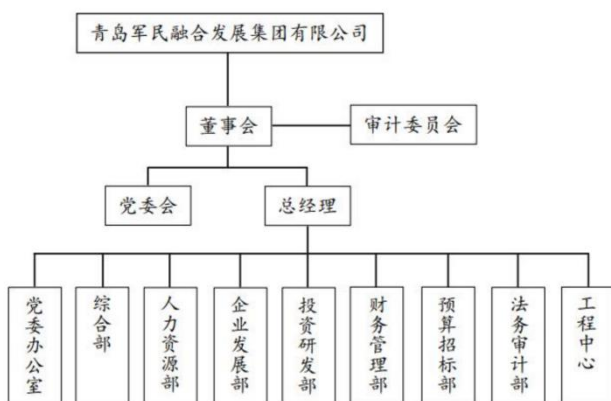
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“21 军融 01”“22 青岛融发债/22 融发债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司重要一级子公司情况（截至 2026 年 3 月末）

子公司名称	主营业务	持股比例	取得方式
青岛开发区投资建设集团有限公司	城市基础设施建设	60.00%	划拨

资料来源：公司提供

附件 1-4 公司合并范围内存续债券明细（截至 2026 年 4 月末）

债券简称	发行日期	债券余额（亿元）	回售日	到期日期
25 青岛军民 MTN001	2025/02/27	2.00	--	2030/02/28
24 青岛军民 MTN005	2024/10/29	8.00	2027/10/30	2029/10/30
25 青岛军民 MTN002B	2025/07/25	3.00	--	2030/07/28
25 青岛军民 MTN002A	2025/07/25	4.86	2028/07/28	2030/07/28
24 融发 06	2024/09/26	1.00	--	2029/09/27
24 融发 05	2024/09/26	7.47	2027/09/27	2029/09/27
24 青岛军民 MTN003B	2024/08/30	2.00	--	2029/09/02
24 青岛军民 MTN003A	2024/08/30	3.00	2027/09/02	2029/09/02
24 青开 08	2024/08/02	8.00	--	2029/08/06
24 青开 07	2024/08/02	3.00	2027/08/06	2029/08/06
24 融发 04	2024/07/11	5.00	--	2029/07/15
24 融发 03	2024/07/11	4.34	2027/07/15	2029/07/15
22 青岛融发债	2022/06/27	3.36	2025/06/30	2029/06/29
24 青岛军民 MTN002	2024/06/17	3.00	--	2029/06/18
24 青开 06	2024/06/03	5.00	--	2029/06/05
24 青开 05	2024/06/03	2.30	2027/06/05	2029/06/05
24 融发 02	2024/04/17	7.00	--	2029/04/19
24 融发 01	2024/04/17	3.00	2027/04/19	2029/04/19
24 青开 04	2024/04/16	2.50	--	2029/04/18
24 青开 03	2024/04/16	3.50	2027/04/18	2029/04/18
24 青开 01	2024/03/14	2.00	2027/03/18	2029/03/18
24 青岛军民 MTN001	2024/01/26	4.00	2027/01/29	2029/01/29
融发集团 6.4 20280325	2025/03/25	1 亿美元	--	2028/03/25
青岛开投 6.5 20271126	2024/11/26	0.875 亿美元	--	2027/11/26
融发集团 4.5 20270529	2024/05/29	3.35	--	2027/05/29
融发集团 4.5 20270110	2024/01/10	3.00	--	2027/01/10
21 军融 01	2021/10/14	0.23	2024/10/15	2026/10/15
25 青开 02	2025/12/15	2.00	--	2030/12/17
25 青岛军民 SCP002	2025/11/19	3.24	--	2026/08/17
25 青岛军民 MTN003	2025/09/16	3.30	--	2028/09/17
26 腾达 K2	2026/04/02	7.00	--	2031/04/07
26 腾达 K1	2026/04/02	3.00	--	2029/04/07
25 腾达 04	2025/08/18	3.00	--	2030/08/19
25 腾达 03	2025/08/18	2.00	2028/08/19	2030/08/19
25 腾达 K2	2025/05/27	5.00	--	2030/05/29
25 融发腾达 PPN001(科创票据)	2025/03/10	2.70	2028/03/11	2030/03/11
24 融发腾达 PPN001(科创票据)	2024/12/11	5.00	2027/12/12	2029/12/12
合计	--	130.15 亿元+1.875 亿美元	--	--

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	85.61	115.34	157.00
应收账款（亿元）	38.88	47.97	45.75
其他应收款（亿元）	17.15	27.58	26.93
存货（亿元）	431.36	453.94	461.22
长期股权投资（亿元）	17.75	18.79	18.80
固定资产（亿元）	41.51	55.55	55.82
在建工程（亿元）	31.74	35.40	35.79
资产总额（亿元）	1075.06	1198.76	1253.27
实收资本（亿元）	23.77	23.77	23.77
少数股东权益（亿元）	54.50	82.89	83.88
所有者权益（亿元）	318.24	335.47	336.99
短期债务（亿元）	221.37	260.27	289.28
长期债务（亿元）	392.75	433.54	459.39
全部债务（亿元）	614.11	693.81	748.67
营业总收入（亿元）	211.65	186.68	45.76
营业成本（亿元）	195.19	166.52	40.54
其他收益（亿元）	0.82	0.90	0.05
利润总额（亿元）	4.00	6.35	0.57
EBITDA（亿元）	11.38	15.69	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	223.37	187.62	50.32
经营活动现金流入小计（亿元）	269.79	216.28	64.25
经营活动现金流量净额（亿元）	-27.24	-34.65	5.24
投资活动现金流量净额（亿元）	-19.01	-17.86	1.13
筹资活动现金流量净额（亿元）	19.32	69.76	27.78
财务指标			
现金收入比（%）	105.54	100.51	109.98
营业利润率（%）	6.89	9.56	9.70
总资本收益率（%）	0.70	0.87	--
净资产收益率（%）	0.81	1.20	--
长期债务资本化比率（%）	55.24	56.38	57.68
全部债务资本化比率（%）	65.87	67.41	68.96
资产负债率（%）	70.40	72.02	73.11
流动比率（%）	217.90	200.54	200.19
速动比率（%）	91.28	90.53	95.24
经营现金流动负债比（%）	-7.99	-8.40	--
现金短期债务比（倍）	0.39	0.44	0.54
EBITDA 利息倍数（倍）	0.40	0.54	--

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；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将公司其他应付款和其他流动负债科目有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款科目有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司财务数据以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	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	11.58	16.66	22.00
应收账款（亿元）	1.03	1.31	1.30
其他应收款（亿元）	67.77	71.36	68.78
存货（亿元）	58.36	69.53	73.35
长期股权投资（亿元）	135.56	136.06	138.65
固定资产（亿元）	1.87	1.74	1.71
在建工程（亿元）	0.10	0.53	0.53
资产总额（亿元）	388.38	417.51	426.81
实收资本（亿元）	23.77	23.77	23.77
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	138.43	138.46	138.70
短期债务（亿元）	59.71	59.98	72.14
长期债务（亿元）	113.95	130.37	125.18
全部债务（亿元）	173.65	190.35	197.32
营业总收入（亿元）	21.59	21.02	1.81
营业成本（亿元）	19.96	19.15	1.63
其他收益（亿元）	0.02	0.0002	0.001
利润总额（亿元）	1.38	1.06	-0.11
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.85	12.72	1.97
经营活动现金流入小计（亿元）	30.98	37.74	12.47
经营活动现金流量净额（亿元）	4.56	3.24	-0.58
投资活动现金流量净额（亿元）	-9.84	0.16	-2.56
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.60	1.62	-1.32
财务指标			
现金收入比（%）	27.08	60.50	108.88
营业利润率（%）	7.03	8.23	6.82
总资本收益率（%）	/	/	--
净资产收益率（%）	0.78	0.56	--
长期债务资本化比率（%）	45.15	48.50	47.44
全部债务资本化比率（%）	55.64	57.89	58.72
资产负债率（%）	64.36	66.84	67.50
流动比率（%）	171.19	171.90	163.35
速动比率（%）	125.16	123.02	115.64
经营现金流动负债比（%）	3.60	2.28	--
现金短期债务比（倍）	0.19	0.28	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--

注：1. “/” 表示数据未获取；2. 公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司财务数据以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	
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%
偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期债务占比	短期债务/全部债务×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断