

信用评级公告

联合〔2021〕167号

联合资信评估股份有限公司通过对青岛胶州城市发展投资有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定青岛胶州城市发展投资有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，青岛胶州城市发展投资有限公司 2021 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年二月二十四日



青岛胶州城市发展投资有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2021 年 2 月 24 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		bbb	评级结果	
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	2
			经营分析	2
财务风险	F5	现金流	盈利能力	3
			现金流量	1
			资产质量	2
		资本结构		2
		偿债能力		5
调整因素和理由				调整子级
外部支持				7

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

评级观点

青岛胶州城市发展投资有限公司（以下简称“公司”）是山东省胶州市重要的基础设施投资建设及国有资产经营主体，主要负责区域内的基础设施建设、土地开发整理和胶东临空经济示范区的开发运营，业务具有较强的区域经营优势，并持续获得政府在资产注入、债务置换、股权划拨和政府补助等方面的大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较差、债务规模快速增长、存在短期偿债压力、未来融资压力较大和存在或有负债风险等因素可能对其信用水平产生的不利影响。

未来，随着青岛新机场及胶东临空经济示范区建设的持续推进，公司的业务将有望持续发展，联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

- 经营环境良好。**近年来，胶州市经济平稳发展，财政实力不断增强。2019 年，胶州市实现地区生产总值 1147.59 亿元，同比增长 7.90%；实现一般公共预算收入 101.39 亿元，同比增长 1.00%。
- 业务具有区域经营优势，持续获得政府支持。**公司是胶州市重要的基础设施投资建设及国有资产经营主体，业务具有较强的区域经营优势；持续获得政府在资产注入、债务置换、股权划拨和政府补助等方面的大力支持。

关注

- 公司资产流动性较差。**公司资产中工程建设项目投入和政府注入的未缴纳出让金的土地占比高；应收类款项对公司资金形成较大占用，公司资产流动性较差。
- 债务负担不断加重，存在短期偿债压力。**公司全部债务规模由 2017 年底的 86.29 亿元快速增长至 2020 年

分析师：文中

刘佳辰

黄杨宇宸

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

9月底的179.38亿元。

3. 对外担保比率较高，关注代偿资金补贴到位情况。截至2020年9月底，公司对外担保比率40.91%；持续关注1.70亿元对外担保代偿政府支持的到位情况。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	8.51	5.18	18.51	26.58
资产总额(亿元)	362.18	322.46	367.04	382.13
所有者权益(亿元)	159.62	129.82	138.23	139.00
短期债务(亿元)	18.40	28.59	82.42	43.23
长期债务(亿元)	67.89	63.14	64.82	136.15
全部债务(亿元)	86.29	91.73	147.24	179.38
营业收入(亿元)	18.20	13.17	14.08	5.99
利润总额(亿元)	2.27	2.66	2.64	1.01
EBITDA(亿元)	2.27	2.78	3.10	--
经营性净现金流(亿元)	-9.44	-6.47	-16.88	-10.95
现金收入比(%)	5.73	56.91	166.16	602.66
营业利润率(%)	13.97	1.21	7.05	6.79
净资产收益率(%)	1.06	1.47	1.19	--
资产负债率(%)	55.93	59.74	62.34	63.63
全部债务资本化比率(%)	35.09	41.40	51.58	56.34
流动比率(%)	261.71	240.01	208.86	329.35
速动比率(%)	51.53	42.98	47.54	98.48
经营现金流流动负债比(%)	-7.01	-5.00	-10.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.10	1.04	1.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	38.00	33.04	47.57	--
现金短期债务比(倍)	0.46	0.18	0.22	0.61
公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	361.76	319.81	353.08	361.13
所有者权益(亿元)	159.67	130.99	140.72	141.62
全部债务(亿元)	86.29	91.73	143.70	173.71
营业收入(亿元)	18.20	13.12	13.22	5.32
利润总额(亿元)	2.32	4.03	4.01	1.20
资产负债率(%)	55.86	59.04	60.14	60.78
全部债务资本化比率(%)	35.08	41.19	50.52	55.09
流动比率(%)	262.36	244.00	216.68	374.07
经营现金流流动负债比(%)	-6.99	-3.71	-14.15	--

注：2020年三季度财务数据未经审计；长期应付款有息部分已调至有息债务核算。

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
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由青岛胶州城市发展投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、准确性和完整性的要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

青岛胶州城市发展投资有限公司 2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

青岛胶州城市发展投资有限公司（以下简称“公司”）成立于 2009 年 9 月，是根据胶州市人民政府《关于成立青岛胶州城市发展投资有限公司的通知》（胶政发〔2009〕76 号），由胶州市财政局、胶州市产业基地管理委员会和胶州市少海发展管理处分别以现金出资 5000.00 万元、3000.00 万元和 2000.00 万元成立，公司注册资本和实收资本均为 1.00 亿元，胶州市财政局是公司的控股股东和实际控制人。历经多次股权变更及增资，截至 2020 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，胶州市国有资产服务中心（原胶州市国有资产监督管理委员会，以下简称“国资中心”）是公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围：城市基础设施及配套项目投资建设，市政工程、公用设施建设，水利基础设施投资建设，对外投资，资本运营，土地整理、开发，房屋租赁，房地产开发，投资策划，企业管理咨询，建设项目投资咨询，批发，货物及技术进出口。（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 2020 年 9 月底，公司本部内设综合管理部、人力资源部、财务部、审计部、投融资发展部、战略企划部和对外联络部共 7 个职能部门；公司拥有纳入合并范围的一级子公司 16 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 367.04 亿元，所有者权益 138.23 亿元（其中少数股东权益 0.04 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 14.08 亿元，利润总额 2.64 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 382.13 亿元，所有者权益 139.00 亿元（其中少数股东

权益 0.12 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 5.99 亿元，利润总额 1.01 亿元。

公司注册地址：青岛胶州市新城水岸府邸东区小区 16 号楼商业单元 12 层 1203 号房间；法定代表人：刘洪玉。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2021 年注册总金额为 20.00 亿元的中期票据，本期拟在注册额度内发行 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）10.00 亿元，期限为 3 年。本期中期票据按年付息，到期一次还本，募集资金全部用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017-2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资

同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅(11.7%)显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为 -13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前

三季度, CPI 累计同比上涨 3.3%, 涨幅较上半年回落 0.5 个百分点, 食品价格涨幅回落是其主要原因; PPI 累计同比下降 2.0%, 降幅较上半年扩大 0.1 个百分点, 生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下, 市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降, M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末, 社会融资规模存量 280.1 万亿元, 较上年同期增长 13.5%, 较上年末增幅 (10.7%) 显著提高, 为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看, 前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元, 比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看, 一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元, 呈逐季下降的趋势, 其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点, 显示货币政策在回归常态。货币供应量方面, 9 月末 M2 余额 216.4 万亿元, 较上年同期增长 10.9%, 较 6 月末增速 (11.1%) 略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元, 较上年同期增长 8.1%, 较 6 月末同比增速 (6.5%) 继续加快, 表明经济活跃度上升, 消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度, 全国一般公共预算收入 14.1 万亿元, 同比下降 6.4%, 降幅较二季度 (10.8%) 有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元, 同比下降 6.4%; 非税收入 2.2 万亿元, 同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元, 同比增长 3.8%, 较前二季度 (-1.0%) 转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元, 同比下降 1.9%, 降幅比二季度 (5.8%) 显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元, 同比下降 2.1%; 地方本级累计支出 15.1 万亿元, 同比下降 1.9%。从支出结构看, 前三季度社会保障与就业支出 (2.6 万亿元)、卫生健康支出 (1.4 万亿元)、农林水支出 (1.6 万亿元) 和债务付息支出 (7351.0 亿元) 为正增长, 其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要

集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元, 较二季度缺口 (2.0 万亿元) 继续扩大, 主要是受到疫情冲击, 财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓, 城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度, 在服务业和制造业逐步恢复, 中小微企业经营持续改善的作用下, 就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%, 较 6 月 (5.7%) 略有回落, 就业形势较疫情初期有所好转, 但国内外环境复杂严峻, 企业用工需求偏弱, 总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度, 城镇居民人均可支配收入 3.3 万元, 比上年同期名义增长 2.8%, 名义增速比上年回升 1.3 个百分点; 扣除价格因素的实际增速为 -0.3%, 降幅较上半年 (2.0%) 大幅收窄, 为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展, 以“六稳”“六保”为中心, 促进经济恢复, 逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费, 增加有效投资。2020 年前三季度, 全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中, 新增减税降费 1.37 亿元, 翘尾新增减税降费 7265 亿元, 对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度, 全国累计发行国债 4.80 万亿元, 较上年同期 (2.99 万亿元) 大幅增长; 发行地方政府债券 5.68 万亿元, 较上年同期 (4.18 万亿元) 增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建, 增加有效投资, 增加其用作项目资本金的范围及比例, 允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制, 新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持, 截至 2020 年 9 月底, 在实行直

达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此

政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的

情况下,消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发,将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面,预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面,随着冬季全球第二波疫情的爆发,防疫物资需求短期内依然较为旺盛,支撑我国出口增速;另一方面,全球经济逐步恢复,海外需求上升支撑我国出口增速,联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%,较三季度收窄 4 个百分点;从主要发达经济体制造业 PMI 来看,经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设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到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/会议名称	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交通的融合发展
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

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
			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	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。2021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. 区域经济环境

近年来，胶州市经济规模较好，财政实力持续增长，公司经营发展的外部环境良好。

胶州市隶属山东省青岛市，地处山东半岛西南部，胶州湾西北岸是山东半岛联结海内外的重要交通咽喉。胶州市辖区内的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”；同时，即将启用的青岛胶东国际机场，距离胶州市中心11公里，为山东省首座国际级机场、区域性枢纽机场，定位为“东北亚地区重要航空枢纽”和“面向日韩的重要门户枢纽机场”。

根据《胶州市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019年，胶州市地区生产总值分

别为1137.02亿元、1211.4亿元和1147.59亿元；按可比价格计算，2019年同比增长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%。三次产业结构持续优化，由2017年的4.5:51.7:43.8调整为2019年的4.9:46.6:48.5。2019年，胶州市人均生产总值达12.69万元，人口城镇化率60.52%。

2017—2019年，胶州市固定资产投资持续增长。2017年，胶州市全年固定资产投资1005.3亿元，同比增长5.1%。2018年，胶州市全年固定资产投资同比增长9.9%。2019年，胶州市全年固定资产投资增长25.8%；其中民间投资增长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。

财政收入方面，根据《关于2017年市级财政决算（草案）的报告》，以及2018—2019年《胶州市预算执行情况和预算草案的报告》，2017—2019年，胶州市财政实力持续增长，分别实现一般公共预算收入96.52亿元、100.38亿元和101.39亿元；同期税收收入占一般公共预算的比重分别为52.08%、66.22%和75.13%，收入实现质量持续向好；2019年胶州市财政自给率为86.67%，同期政府性基金收入132.39亿元，增长33.8%；其中，土地出让收入119.06亿元。截至2019年底，胶州市地方政府性债务余额103.30亿元。

2020年1—9月，胶州市实现地区生产总值854.34亿元，同比下降14.22%。同期，胶州市完成一般公共预算收入78.31亿元，同比增长

0.8%；政府性基金预算收入37.22亿元，同比下降33.0%。

四、基础素质分析

公司是胶州市重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体，负责当地的基础设施建设、土地开发整理和胶东临空经济示范区的开发运营；近年持续获得政府在资产注入、债务置换、政府补助和股权划拨等方面的大力支持。

1. 股权状况

截至2020年9月底，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，国资中心是公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是胶州市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，负责当地基础设施建设、土地开发整理和胶东临空经济示范区的开发运营，业务具有较强的区域经营优势。

胶州市共有四大基础设施建设主体，除公司外，还有青岛胶州湾发展集团有限公司（以下简称“胶州湾发展”）、青岛少海投资发展集团有限公司（以下简称“少海投资”）和青岛市胶州新城建设发展有限公司（以下简称“新城城建”）。胶州湾发展主要负责胶州经济技术开发区内的基础设施建设开发及运营工作；少海投资主要负责胶州市少海国际省级旅游度假区内的基础设施建设开发及运营工作；新城城建主要负责胶州市新城区基础设施建设开发及运营工作。整体看，胶州市各基础设施建设平台职责划分较为清晰，暂不存在业务竞争关系。

表3 截至2019年底胶州市主要基础设施建设主体情况（单位：亿元）

公司名称	职能定位	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	全部债务
新城城建	胶州市城区（重点是三里河街道）、铺集镇和李哥庄镇的基础设施建设、土地开发整理、棚户区改造以及全市的水利工程建设和运营	194.13	161.97	16.37	1.99	16.92
公司	临空港经济区、中云街道、胶东街道、胶莱街道、洋河镇等的基础设施建设	367.04	138.23	14.08	2.64	147.24
胶州湾发展	胶州经济技术开发区、九龙街道、胶西街道和里岔镇的基础设施建设	329.95	134.57	8.46	1.55	140.40

公司名称	职能定位	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	全部债务
少海投资	大沽河度假区范围内的基础设施建设	167.20	95.95	7.09	1.18	56.39

资料来源：联合资信综合整理

3. 人员素质

截至 2020 年 9 月底，公司拥有高级管理人员 4 名，包括董事长兼总经理 1 名、副总经理 2 名、财务负责人 1 名。

刘洪玉先生，1968 年出生，大学本科学历。历任北关街道办事处党委副书记、北关街道党工委副书记、九龙镇党委书记、胶州市商务局党委书记、胶州市交通运输局局长、党委书记等职务；现任公司董事长兼总经理。

截至 2020 年 9 月底，公司本部共有职工 182 人。从文化程度来看，本科及以上学历的 103 人，大专及以下学历的 79 人；从年龄结构来看，35 岁及以下的 132 人，36—50 岁的 43 人，51 岁及以上的 7 人。

总体看，公司高管人员管理经验丰富，公司人员学历及年龄结构合理，能够满足公司日常经营管理需要。

4. 外部支持

近年来公司持续获得政府在资产注入、债务置换、政府补助和股权划拨等方面的大力支持。

资产注入

2009—2013 年，胶州市政府分批次向公司先后注入及划转土地资产，账面价值 137.27 亿元，主要为商住用地，计入“资本公积”；2018 年，胶州市政府从公司无偿收回账面价值 42.84 亿元的土地资产，联合资信将持续关注后续资产回收情况。

债务置换

2018 年，公司收到的政府债务置换资金 12.13 亿元；根据《关于增加青岛胶州城市发展投资有限公司权益性资本投资事项的批复》（胶国资〔2018〕23 号），其中 9.00 亿元计入“实收资本”，3.13 亿元计入“资本公积”。

政府补助

2018 和 2019 年，公司分别获得政府财政专项补贴资金 3.00 亿元和 2.60 亿元，计入“其他收益”。

股权划拨

2019 年，根据《胶州市国有资产监督管理委员会关于对青岛胶州湾科投置业有限公司、青岛胶州湾科融置业有限公司股权进行无偿划转的批复》（胶国资委〔2019〕59 号），胶州市政府将上述公司的全部股权无偿划入公司，增加资本公积 6.73 亿元。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91370281693761960K），截至 2021 年 1 月 7 日，公司本部无已结清和未结清的不良/关注类贷款和欠息记录。

五、管理分析

公司建立了较为规范的法人治理结构和完善的内部管理体系，能够满足现阶段经营发展需要。

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》《企业国有资产法》《公司登记管理条例》等有关法律法规并结合公司实际情况制定了公司章程作为规范公司组织和行为的基本制度，并形成股东、董事会、监事会和管理层的法人治理结构。

公司不设股东会，由国资中心以书面形式审议批准相关事项，需签订后置于公司，行使职权主要包括决定公司的经营方针，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案和审批批准公司利润分配方案和弥补亏损的方案等。

公司设董事会，董事会是公司的执行机构，

成员 3 人，设董事长 1 人，由国资中心从董事会成员中指定产生。公司董事任期不得超过 3 年，任期届满可连选连任。公司董事会主要行使职权包含：决定公司经营计划和投融资方案、制订公司的年度财务预算方案、决算方案和制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会，由 5 名监事组成，设监事会主席 1 人，由国资中心从监事会成员中指定，公司监事任期每届 3 年，任期届满可连选连任。公司监事会主要行使职权包括检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的行为进行监督和当董事和高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事和高级管理人员予以纠正等。

公司设总经理 1 名，副总经理若干，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，主要行使职权包括主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案和聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的负责管理人员等。

2. 管理水平

公司制定了包括财务管理制度、投融资管理制度、对外担保制度和经营计划管理制度等一整套较详细的管理制度体系。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》和《财务内部控制制度》，明确了会计核算体制、印章管理、票据管理、支付报销等方面的操作规范和管理要求；并建立了授权审批控制、会计系统控制和财产保护控制等风险控制措施。

投融资管理方面，对于政府计划建设项目，公司根据市政府批准的年度城市基础设施建设计划和贷款计划安排融资贷款和组织建设；对于经营性项目，由公司提出年度项目计划，报批后组织实施，自筹资金，自主建设，完工后自主经营或转让。

对外担保方面，公司制定了《担保管理制度》等相关办法，公司对外担保实行统一管理，

对外担保必须按程序经公司董事会批准。

经营计划管理方面，为加强公司内部管理，规范和完善公司计划管理活动，公司制定了《经营计划管理制度》。该制度从组织管理体系、经营计划的编制、评估与调整、监督与考核等方面进行规定；战略企划部为经营计划管理的主责机构，负责组织编制经营计划，并对经营计划执行情况进行检查、指导实施、评估；各职能部门、分、子公司具体参与、执行经营计划，并对其实施情况进行总结，提出计划调整意见。

七、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来自于基础设施建设和土地开发整理，近年受土地开发整理业务完工进度和税率影响，公司营业收入和毛利率均有所波动。

2017—2019 年，公司营业收入有所波动，分别为 18.20 亿元、13.17 亿元和 14.08 亿元；同期，公司基础设施建设收入持续增长，分别实现 3.16 亿元、13.11 亿元和 13.22 亿元，主要系随着项目推进按进度确认收入规模增加所致，2019 年占营业收入比重为 93.88%，是营业收入的最主要来源；2017 年公司确认土地开发整理业务收入 15.02 亿元，2017 年之后均未开展并确认土地开发整理业务收入。公司其他业务主要包含房屋租赁、物业管理、商品销售、服务费、汽车租赁、广告代理和工程结算等业务，收入规模较小。

从毛利率看，2017—2019 年，公司毛利率有所波动，分别为 14.73%、8.07%和 9.10%；其中，公司基础设施建设业务毛利率分别为 14.63%、8.01%和 8.25%，主要系增值税率变动所致。2018 年，公司其他业务毛利率由 87.03%降至 22.72%，主要系公司新增毛利较低房屋租赁、物业管理和广告代理等业务拉低所致。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 5.99

亿元，相当于 2019 年营业收入的 42.54%，主要由基础设施建造业务收入构成。同期，公司

毛利率 8.21%，较 2019 年下降 0.89 个百分点。

表4 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	3.16	17.38	14.63	13.11	99.54	8.01	13.22	93.88	8.25	4.85	80.99	9.56
土地开发整理	15.02	82.48	14.63	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他	0.02	0.14	87.03	0.06	0.46	22.72	0.86	6.12	22.15	1.14	19.01	2.45
合计	18.20	100.00	14.73	13.17	100.00	8.07	14.08	100.00	9.10	5.99	100.00	8.21

资料来源：公司提供

注：其他业务主要包括房屋租赁、汽车租赁、物业管理、商品销售、服务费、广告代理和工程结算等业务

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

近年公司基础设施建设收入持续增长，未来回款压力较大；自营项目资本支出压力大。

公司基础设施建设业务受胶州市政府委托，根据胶州市政府每年基础设施建设任务和计划进行建设，主要由公司本部及其子公司负责运营。

业务模式方面，2013 年以前开工的基础设施建设业务主要通过 BT 回购模式，按项目签订回购协议，项目建设资金主要由公司自筹。胶州市政府根据项目代建总投资额加成一定比例（按项目合同约定，通常为 16%~18%）投资收益，向公司分年度（具体年限按照项目合同约定，期限一般为 5-8 年）支付回购款项；公司每年根据工程实际支出确认完工进度，并上报胶州市财政进行专项评审，以评审结果作为成本依据，并按照相关投资收益比例确认收入。截至 2019 年底，公司主要已完工 BT 项目主要包括胶州湾跃进河流域土地整理一期项目等 8 个项目，已完成实际投资规模合计 70.14 亿元，预计可获得政府回款 82.77 亿元，已回款 44.08 亿元，未来回款压力较大。

公司 2017 年后开工的项目主要通过委托代建模式进行，资金由公司自筹；公司根据每年工程实际支出确认工程进度，并上报胶州市财政进行专项评审，按照建设成本加成一定比例（18%）确认公司相关收益。

2017—2019 年及 2020 年 1—9 月，公司实

现基础设施建设收入分别为 3.16 亿元、13.11 亿元、13.22 亿元和 4.85 亿元；尚未收到项目回款合计 88.40 亿元，未来回款压力较大。

截至 2020 年 9 月底，公司在建的基础设施代建项目包括胶州市西部城区城市危旧房改造工程和临空经济区征迁及配套工程，合计总投资 80.04 亿元，已完成投资 67.24 亿元，未来面临一定资本支出压力。

胶州市西部城区城市危旧房改造工程位于胶州市西部城区内，涉及黄埠岭、赵家庄、北卧龙、丁家庄、油坊台子、西辛置和北辛置共 7 个片区拆迁安置、部分企业搬迁，部分道路、给排水、电力等基础设施建设；项目总投资 38.80 亿元，2020 年 9 月底已完成投资 46.37 亿元，超过总投资规模系项目建设期间较长，建设过程中建设材料、人工成本变动所致；2020 年 10-12 月，该项目计划投资 1.50 亿元。

青岛胶东临空经济示范区于 2016 年 10 月 20 日由国家发改委、民用航空局联合批复成立，位于青岛胶州湾北岸，总规划面积 149 平方公里，其中核心区位于胶州市域，公司主要负责临空经济区征迁及相关配套工程的建设，包括雨污水管道工程、机场连接线工程以及配电站建设等多个项目，项目总投资 41.24 亿元，2020 年 9 月底已完成投资 20.87 亿元，2020 年 10-12 月、2021 年和 2022 年拟分别投资 1.37 亿元、11.00 亿元和 8.00 亿元。由于上述项目建设规划尚未最终确定，总投资额系公司根据现阶段的预估值，未来投资计划存在一定不确定。

表5 截至2020年9月底公司在建的基础设施委托代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资	已投资	未来投资计划		
				2020年10—12月	2021年	2022年
胶州市西部城区城市危旧房改造工程	2011—2020	38.80	46.37	1.50	--	--
临空经济区征迁及配套工程	2018—2021	41.24	20.87	1.37	11.00	8.00
合计		80.04	67.24	2.87	11.00	8.00

资料来源：公司提供

拟建项目方面，公司根据胶州市政府基础设施建设任务和计划进行安排，目前暂无拟建的基础设施建设项目。

（2）自营项目

公司自营项目资本支出压力大，未来收益的实现易受区域发展影响存在较大不确定性。

公司自营项目采用自主经营、自负盈亏的经营模式进行开发运营，建设资金主要为自筹和银行贷款，项目建成后拟通过销售、租赁、收取通行费等方式进行平衡；主要由公司本部、子公司青岛航空港投资发展有限公司（以下简称“空港投资”）、青岛临空建设发展有限公司（以下简称“临空建设”）负责运营。

截至2020年9月底，公司主要在建自营项目包括临空服务中心项目、青岛海湾大桥胶州连接线项目、盈创板桥华府等7个项目，计划总投资65.44亿元，已完成投资24.84亿元，尚需投资40.60亿元，未来资本支出压力大；拟通过酒店运营、办公出租、物业管理、通行费及销售等方式实现收益，但未来收益的实现易受区域发展等因素影响存在一定不确定性。

青岛海湾大桥胶州连接线工程全长约2.8公里，对完善青岛胶东国际机场综合交通体系、提高胶州湾交通通行能力和带动青岛北部城区加速发展具有重要意义；该项目总投资9.18亿元，截至2020年9月底，已投资11.07亿元，已投资超过总投资主要系项目建设期间较长，后期成本增长所致，未来拟通过收取通行费实现收益。

临空区服务中心项目总投资19.58亿元，已投资3.14亿元，规划建筑面积12.46万平方米，项目业态包含行政服务、商务办公和酒店等，拟通过酒店运营、办公出租和物业管理实现收益。

盈创板桥华府总投资11.60亿元，已完成投资3.04亿元，该项目位于胶州老城区核心地段，建筑面积约16.00万平方米，系高端房地产项目，拟通过房屋销售实现收益。

表6 2020年9月底公司在建自营项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	盈利模式
青岛空港综合保税区查验监管项目	4.13	4.84	出租
综合保税区航空港供应链加工项目	6.84		
青岛空港综合保税区服务中心项目	7.24		
临空区服务中心项目	19.58	3.14	酒店运营 办公出租 物业管理
地铁八号线胶州北站地下空间建设工程	6.87	2.75	出租
青岛海湾大桥胶州连接线	9.18	11.07	通行费
盈创板桥华府	11.60	3.04	销售
合计	65.44	24.84	--

资料来源：公司提供

公司拟建自营项目为胶州市城区智能化停车场建设项目，总投资21.74亿元；该项目包含11处城市公共智能化停车场，总建筑面积26.04万平方米，其中停车场建筑面积23.14万平方米（新增停车位1.29万个）、配套商业面积2.90万平方米，广告载体2.32万平方米；拟于2020年底开工，预计2023年初投入运营。

（3）土地开发整理

公司土地开发整理项目2017年已完工并进入回款期，受胶州市财政安排影响回款滞后明显；未来业务可持续性存在较大不确定性。

公司土地开发整理业务主要是配合青岛胶东国际机场建设所开展的土地一级开发整理，由公司本部负责运营；青岛胶东国际机场位于胶州市中心东北11公里，距青岛市中心约40公里，周边拥有青银、青兰和沈海3条高速公路，胶济、胶黄、胶新和胶济客运专线

4 条铁路和胶济客运专线胶州站，对胶州市和青岛市未来的区域发展具有重要的作用。

业务模式方面，公司受胶州市政府委托，对胶东机场片区进行土地一级开发整理，针对《胶东机场地区控制性规划》范围内的一期和二期工程分别签订了《土地一级开发整理协议书》，主要负责区域内的土地实施征收、拆迁、补偿、安置和市政配套基础设施工作，项目资金由公司自筹。公司土地开发整理费用包含直接成本、间接成本和按照直接成本加成一定比例（18%）的开发收益；其中，直接成本包含以拆迁补偿、安置、土地整理、市政基础设施建设和其他相关费用；间接成本包含财务费用和营业税及附加。公司每年根据土地开发整理项目实际支出确认完工进度，并上报胶州市政府进行财政专项评审，以评审结果作为成本依据，并按照相关投资收益比例确认收入。

2017 年，公司土地开发整理业务实现收入 15.02 亿元，毛利率为 14.63%；受区域内土地整理完成影响，2018 年及以后公司无土地开发整理收入，未来可持续性存疑。2020 年 9 月底，公司土地开发整理累计已完成投资 41.05 亿元，拟回款金额 48.44 亿元，预计 2020—2022 年拟分别回款 5.00 亿元、8.00 亿元和 10.00 亿元。

（4）其他业务

公司其他业务主要是经营性业务，整体收入规模较小，但是公司业务多元化的有效补充。

公司其他业务收入主要包含房屋租赁、汽车租赁、物业管理、商品销售、服务费、广告代理和工程结算等业务，占公司营业收入比重小，2019 年占比为 6.12%。2017—2019 年，公司其他业务分别实现收入 0.02 亿元、0.06 亿元和 0.86 亿元，2019 年涨幅较大主要系当年新增工程结算收入所致；同期，公司其他业务毛利率分别为 87.03%、22.72%和 22.15%，主要由于 2018 年起公司开展房屋租赁、物业管理和广告代理等毛利较低的其他业务。2020 年 1—9 月，公司其他业务实现收入 1.14 亿元，毛利率为 2.45%，主要为房屋租赁、商品销售和服务

费等收入。

3. 未来发展

未来，公司将积极创新融资方式，努力拓展融资渠道。积极探索债券、信托、产业投资基金等多种融资方式，逐步改变城市建设单纯依靠政府投资和银行贷款的现状，探索融资方式的多元化。同时，在积极做好融资与投资工作的基础上，敢于和善于突破制约公司发展的瓶颈因素，积极探索适合公司经营之路，通过市场化运作，将分散的资源、资产、资金整合，形成规模优势，盘活现有存量资产，优化增量资产，发挥建设投资主体和融资主体作用，实现公司投融资主体与经营主体有效结合和多元化发展。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度合并财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年三季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 9 月底，公司有纳入合并范围的一级子公司 16 家。2017 年至今，公司合并报表范围新增一级子公司 8 家、减少一级子公司 1 家；上述合并范围变动涉及的子公司均为投资设立或划转，其资产及收入规模均较小，对公司财务数据的可比性影响小。

截至 2019 年底，公司资产总额 367.04 亿元，所有者权益 138.23 亿元（其中少数股东权益 0.04 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 14.08 亿元，利润总额 2.64 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 382.13 亿元，所有者权益 139.00 亿元（其中少数股东权益 0.12 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 5.99 亿元，利润总额 1.01 亿元。

2. 资产质量

受政府无偿收回土地资产影响，近年公司资产规模有所波动，其中其他应收款和存货对资金占用明显；公司资产的流动性较弱，整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模有所波动，年均复合增长 0.67%。2019 年底，公司资产总额 367.04 亿元，较 2018 年底增长 13.82%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产和非流动资产占比分别为 93.32%和 6.68%，公司资产以流动资产为主。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.46	1.51	5.18	1.61	18.51	5.04	26.58	6.96
其他应收款	55.59	15.35	48.36	15.00	53.06	14.46	70.01	18.32
存货	283.05	78.15	255.15	79.13	264.55	72.08	246.98	64.63
流动资产	352.45	97.31	310.80	96.38	342.50	93.32	352.34	92.20
可供出售金融资产	4.92	1.36	4.54	1.41	5.72	1.56	5.79	1.52
在建工程	3.89	1.07	5.89	1.83	10.74	2.93	14.42	3.77
非流动资产	9.73	2.69	11.66	3.62	24.53	6.68	29.79	7.80
资产总额	362.18	100.00	322.46	100.00	367.04	100.00	382.13	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产有所波动。2019 年底，公司流动资产 342.50 亿元，较 2018 年底增长 10.20%，主要系货币资金、预付款项、其他应收款和存货增长所致；主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 84.09%。2019 年底，公司货币资金 18.51 亿元，较 2018 年底大幅增长 257.40%，主要系融资收到的现金大幅增长所致。从构成看，主要由银行存款（18.01 亿元）和其他货币资金（0.50 亿元）构成；其中，受限货币资金 10.78 亿元，系质押或预存承兑汇票保证金。

2017—2019 年，公司其他应收款有所波动。2019 年底，公司其他应收款账面价值 53.06 亿元，账龄主要集中在 1 年以内（占 90.90%），按账龄分析法累计计提坏账准备 0.09 亿元。从构成看，公司其他应收款主要由往来款构成，其中前五名单位合计 36.95 亿元，占其他应收款账面余额的 69.64%，集中度较高。总体看，公司其他应收款账龄较短，整体回收风险可控。

表 8 2019 年底公司其他应收款前五名单位情况
（单位：亿元、%）

单位名称	余额	占比	款项性质
胶州市财政局	18.55	34.96	往来款
胶州市胶东街道办事处	7.11	13.41	往来款
青岛金禾天润农业科技有限公司	4.40	8.29	往来款
青岛胶州渠成水务工程有限公司	4.00	7.54	往来款
胶州市中云街道办事处	2.89	5.44	往来款
合计	36.95	69.64	--

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司存货有所波动。2019 年底，公司存货 264.55 元，较 2018 年底增长 3.68%，主要系项目投入增长所致。从构成看，公司存货主要由开发成本（133.98 亿元，主要为政府注入的尚未缴纳出让金的出让地和房地产开发成本）、工程施工—合同成本（148.67 亿元，主要是基础设施建设及土地开发整理项目）、工程施工—合同毛利（25.89 亿元）和工程结算（-44.09 亿元）构成；工程结算为负主要系用于核算尚未进行竣工决算项目的回款情况，未来待项目竣工决算完成后，与工程施工项目进行对冲。公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产持续增长，

年均复合增长 58.77%。2019 年底，公司非流动资产 24.53 亿元，较 2018 年底大幅增长 110.39%，主要系在建工程 and 无形资产增长所致；非流动资产主要由可供出售金融资产、在建工程 and 无形资产构成。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产有所波动，年均复合增长 7.87%；2019 年底为 5.72 亿元，较 2018 年底增长 25.99%，主要系新增对青岛圆融投资担保有限公司和青岛润置联合投资有限公司的投资所致。从构成看，公司可供出售金融资产主要由对青岛圆融投资担保有限公司（1.04 亿元）、上海熠昌投资管理合伙企业（有限合伙）（1.69 亿元）和青岛润置联合投资有限公司（1.12 亿元）。

2017—2019 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 66.17%。2019 年底，公司在建工程 10.74 亿元，较 2018 年底大幅增长 82.51%，主要系项目投资增长所致；在建工程主要由青岛海湾大桥胶州连接线（9.36 亿元）构成。

2017—2019 年，公司无形资产大幅增长，分别为 0.00 亿元、16.74 万元和 4.78 亿元。2019 年底，公司无形资产 4.78 亿元，较 2018 年大幅增长，主要系当年新增购置土地使用权（4.78 亿元，主要用于空港投资综合保税区航空港供应链加工项目）。公司无形资产未计提减值准备。

2020 年 9 月底，公司资产总额 382.13 亿元，较 2019 年底增长 4.11%，主要系流动资产增长所致。2020 年 9 月底，公司流动资产 352.34 亿元，较 2019 年底增长 2.87%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。同期，公司非流动资产 29.79 亿元，较上年底增长 21.45%。

2020 年 9 月底，公司受限资产合计 29.59 亿元，其中受限货币资金 16.59 亿元、存货（土地资产）账面价值 13.00 亿元，受限资产合计占公司总资产比重为 7.74%。

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益有所波动，其中资本公积占比较高；公司债务规模持续增长，债务负担

一般。

所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益有所波动，2019 年底为 138.19 亿元，较 2018 年底增长 6.45%，主要系资本公积增长所致；所有者权益主要由实收资本（占 7.23%）、资本公积（占 72.74%）和未分配利润（占 18.37%）构成。

2017—2019 年，公司实收资本大幅增长，年均复合增长 216.23%。其中，2018 年底公司实收资本 10.00 亿元，较 2017 年底增加 9 亿元，主要系根据《关于增加青岛胶州城市发展投资有限公司权益性资本投资事项的批复》（胶国资〔2018〕23 号），将公司收到的政府置换债务 12.13 亿元中的 9.00 亿元作为权益性资本投入至公司。2019 年，公司实收资本 10.00 亿元，较 2018 年底未发生改变，是国资中心对公司的投资款。

2017—2019 年，公司资本公积波动幅度较大。2018 年底，公司资本公积 93.83 亿元，较 2017 年底大幅减少 40.70 亿元，主要系根据《胶州市人民政府关于收回青岛胶州城市发展投资有限公司原注入土地的通知》（胶政发〔2018〕146 号），无偿收回原先注入公司的 22 宗土地（合计价值 42.84 亿元）。2019 年底资本公积为 100.56 亿元，较 2018 年底增长 7.17%，主要系根据《胶州市国有资产监督管理委员会关于对青岛胶州湾科投置业有限公司、青岛胶州湾科融置业有限公司股权进行无偿划转的批复》（胶国资委〔2019〕59 号），将青岛胶州湾科投置业有限公司和青岛胶州湾科融置业有限公司股权无偿划入公司，增加资本公积 6.73 亿元。

2017—2019 年，公司未分配利润持续增长，分别为 22.44 亿元、24.05 亿元和 25.39 亿元，主要系当期利润转入所致。

2020 年 9 月底，公司所有者权益 139.00 亿元，较 2019 年基本保持稳定，构成变化很小。

负债

2017—2019 年，公司负债规模有所波动，年均复合增长 6.28%。2019 年底，公司负债总额 228.80 亿元，较 2018 年底增长 18.77%，主要来

自流动负债的增长。同期，公司流动负债和非流动负债分别占比71.67%和28.33%。

2017—2019年，公司流动负债有所波动，年均复合增长10.35%。2019年底，公司流动负债163.98亿元，较2018年底增长26.64%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。从构成看，公司流动负债主要由短期借款（占29.30%）、应付账款（占32.37%）、其他应付款（占12.00%）和一年内到期的非流动负债（占20.93%）构成。

2017—2019年，公司短期借款快速增长，分别为0.00亿元、8.88亿元和48.04亿元。2019年底，公司短期借款48.04亿元，较2018年底大幅增加39.16亿元，主要由质押借款（10.38亿元）和保证借款（33.17亿元）构成。公司短期借款中，信托类贷款合计37.90亿元，资金成本区间为4.81~7.69%。

2017—2019年，公司应付票据波动幅度较大，分别为0.10亿元、0.00亿元和3.47亿元。2019年底，公司新增应付票据3.47亿元，系新增的银行承兑汇票。

2017—2019年，公司应付账款波动幅度较大，年均复合下降15.68%。2019年底，公司应付账款53.08亿元，较2018年底下降29.35%，主要是应付工程款减少所致。账龄方面，公司应付账款账龄较长、主要集中在2年以上（占98.37%）；账龄超过一年的重要应付账款如下。

表9 2019年底公司账龄超过1年的重要应付账款单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比	款项性质
胶州市胶东街道办事处	41.05	77.34	工程款
青岛大沽河省级生态旅游度假区管理委员会	8.52	16.06	工程款
胶州经济技术开发区管理委员会	2.29	4.31	工程款
合计	51.86	97.71	--

资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司其他应付款波动较大，主要系往来款规模较大所致。2019年底，公司其他应付款（剔除应付利息部分，下同）18.88

亿元，较2018年底增长5.67%，主要系政府类往来款增长所致。公司其他应付款主要集中在1~2年以内（占85.63%），主要由往来借款（12.92亿元）构成；公司其他应付款前五单位合计15.50亿元，占公司其他应付款比重为82.06%，集中度高。

表10 2019年底公司其他应付款前五单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比
胶州市财政投资中心	4.97	26.32
青岛胶州湾科技投资有限公司	3.63	19.24
青岛胶州湾发展集团有限公司	3.02	16.01
山东高速青岛发展有限公司	2.00	10.59
青岛海发置业有限公司	1.87	9.90
合计	15.50	82.06

资料来源：公司提供

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长29.96%；2019年底为30.91亿元，较2018年底增长56.82%，主要系即将到期的长期借款转入所致；构成包括一年内到期的长期借款（23.01亿元）和一年内到期的长期应付款（7.90亿元）。

2017—2019年，公司非流动负债有所波动；2019年底为64.82亿元，较2018年底增长2.65%；构成以长期借款（占52.98%）、应付债券（占35.48%）和长期应付款（占11.54%）为主。

2017—2019年，公司长期借款有所波动。2019年底，公司长期借款34.34亿元，较2018年底增长1.82%，主要由保证借款和信用借款构成。公司一年内到期的长期借款和长期借款共计57.35亿元，其中信托类、租赁款项合计30.31亿元，公司长期借款成本区间为4.90%~9.50%。

2017—2019年，公司应付债券持续增长，年均复合增长20.79%。2019年底，公司应付债券23.00亿元，较2018年底增长27.78%，主要系新发行1期债权融资计划所致。从构成看，公司应付债券全部由5期债权融资计划构成，成本区间为6.50%~7.60%。

2017—2019年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降31.00%。2019年底，公司长期应

付款7.48亿元，较2018年底下降34.51%，系转入一年内到期的非流动负债所致。公司长期应付款均为融资租赁款，已调入“长期债务”核算。

2020年9月底，公司负债总额243.13亿元，较2019年底增长6.26%，主要系其他应付款、长期借款和应付债券的增长。公司其他应付款29.98亿元，较2019年底增长52.31%，系新增应付青岛胶州渠成水务工程有限公司款项所致。

表 11 近年公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月底
短期债务	18.40	28.59	82.42	43.23
长期债务	67.89	63.14	64.82	136.15
全部债务	86.29	91.73	147.24	179.38
资产负债率	55.93	55.94	62.34	63.63
全部债务资本化比率	35.09	41.40	51.58	56.34
长期债务资本化比率	29.84	32.72	31.92	49.48

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从有息债务看，2017—2019年，公司全部债务年均复合增长30.62%；2019年底全部债务为147.24亿元，较2018年底增长60.50%，系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致；其中，短期债务占55.98%，长期债务占44.02%。从债务指标看，2017—2019年，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续增长，长期债务资本化有所波动，2019年底上述指标分别为62.34%、51.58%和31.92%，公司债务负担一般。

2020年9月底，公司全部债务179.38亿元，较2019年底增长21.83%，主要系长期借款增长所致；其中，短期债务43.23亿元，长期债务136.15亿元，公司债务结构以长期债务为主。2020年9月底，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分别为63.63%、56.34%和49.48%，均较2019年底有所提升，债务负担有所加重。2021年~2022年，公司拟到期偿付债务规模分别为45.42亿元和10.80亿元，2021年存在一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

受土地整理业务完成影响，近年公司营业收入、利润总额均有所波动

2017—2019年，公司营业收入有所波动，分别为18.20亿元、13.17亿元和14.08亿元；同期营业成本分别为15.52亿元、12.11亿元和12.80亿元；受2018年不再确认土地整理业务收入，收入结构发生变化影响，公司营业利润率大幅波动，分别为13.97%、1.21%和7.05%。

从期间费用看，2017—2019年，公司期间费用规模快速增长，年均复合增长116.93%；2019年，公司期间费用0.80亿元，较上年大幅增长76.57%，主要系管理费用和销售费用大幅增长所致。2017—2019年，公司财务费用持续为负，主要系公司利息全部资本化且有少量利息收入所致。2017—2019年，公司期间费用占营业收入比例分别为0.82%、3.45%和5.70%，对利润侵蚀逐年提高但整体费用控制能力尚可。

2018和2019年，公司其他收益分别为3.00亿元和2.60亿元，为公司营运资金专项补助，均计入“其他收益”。

2017—2019年，公司利润总额有所波动，分别为2.27亿元、2.66亿元和2.64亿元；其中，2018和2019年其他收益占公司利润总额的比重分别为112.77%和98.41%。

表 12 近年公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	18.20	13.17	14.08
其他收益	0.00	3.00	2.60
利润总额	2.27	2.66	2.64
营业利润率	13.97	1.21	7.05
总资产收益率	0.69	0.86	0.57
净资产收益率	1.06	1.47	1.19

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2017—2019年，公司总资产收益率和净资产收益率均有所波动，2019年上述两项指标分别为0.57%和1.19%，较2018年分别下降0.29个和0.28个百分点，公司整体盈利能力较差。

2020年1—9月，公司实现营业收入5.99

亿元，相当于 2019 年全年的 42.54%；实现利润总额 1.01 亿元，营业利润率为 6.79%。

5. 现金流

近年来，公司经营活动现金持续净流出，投资活动现金流缺口较大，随着公司项目建设的不断推进，公司外部融资压力持续较大。

从经营活动看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入快速增长，分别为 19.31 亿元、53.72 亿元和 131.18 亿元。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，分别为 1.04 亿元、7.50 亿元和 23.39 亿元；收到其他与经营活动有关的现金快速增长，分别为 18.27 亿元、46.23 亿元和 107.79 亿元，主要为往来款。2017—2019 年，公司经营活动现金流出快速增长，分别为 28.75 亿元、60.19 亿元和 148.06 亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金快速增长，分别为 1.90 亿元、13.43 亿元和 40.78 亿元；支付其他与经营活动有关的现金同趋势变化，分别为 26.66 亿元、45.67 亿元和 106.96 亿元，主要系往来款项增长所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流持续为净流出，且净流出规模呈增长趋势，分别为 -9.44 亿元、-6.47 亿元和 -16.88 亿元。从收入实现质量看，2017—2019 年公司现金收入比分别为 5.73%、56.91% 和 166.16%，公司收入实现质量逐年好转。

从投资活动看，2017—2019 年，公司投资活动现金流净额持续为负，分别为 -6.30 亿元、-2.32 亿元和 -10.62 亿元。其中，2018 年公司处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额 0.33 亿元。2017—2019 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金有所波动，分别为 5.14 亿元、2.06 亿元和 7.66 亿元。同期，公司投资支付的现金分别为 1.06 亿元、0.59 亿元和 2.96 亿元，系对外投资和成立子公司所支付的现金。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	19.31	53.72	131.18
经营活动现金流出量	28.75	60.19	148.06

经营活动现金流净额	-9.44	-6.47	-16.88
投资活动现金流净额	-6.30	-2.32	-10.62
筹资活动现金流净额	2.51	11.10	30.05
现金收入比	5.73	56.91	166.16

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从筹资活动看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流净额持续增长，分别为 2.51 亿元、11.10 亿元和 30.05 亿元；其中，公司筹资活动现金流入快速增长，分别为 29.58 亿元、56.98 亿元和 80.90 亿元，主要由公司借款收到的现金和发行债券收到的现金构成；其中，2018 年公司吸收投资收到的现金 12.13 亿元，主要为政府债务置换资金。同期，公司筹资现金流出快速增长，分别为 27.07 亿元、45.88 亿元和 50.85 亿元，主要以偿还债务本息所支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金。

2020 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -10.95 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -3.70 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 16.90 亿元。

6. 偿债能力

公司存在短期偿债压力，长期偿债指标较弱；考虑到公司的业务地位及政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率持续下降，速动比率有所波动，2019 年底，上述指标分别为 208.86% 和 47.54%；2020 年 9 月底分别增长至 329.35% 和 98.48%。公司经营活动现金净额持续为负；2020 年 9 月底，公司现金短期债务比为 0.61 倍，公司存在短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 持续增长，分别为 2.27 亿元、2.78 亿元和 3.10 亿元；公司全部债务/EBITDA 有所波动，分别为 38.00 倍、33.04 倍和 47.57 倍；EBITDA 利息倍数波动增长，分别为 1.10 倍、1.04 倍和 1.48 倍。公司长期偿债指标较弱。

截至 2020 年 9 月底，公司获得授信总额 215.94 亿元，尚未使用 35.81 亿元，间接融资

渠道尚可。

截至 2020 年 9 月底，公司对外担保余额 56.87 亿元，担保比率 40.92%，被担保对象多为当地国有企业和事业单位，区域集中风险高且无反担保措施，存在一定或有负债风险。

2020 年 3 月，公司为对外担保客户青岛中科昊泰新材料科技有限公司偿还 1.70 亿元，胶州市政府将针对该事项给予公司一定支持，联合资信将持续关注上述支持到位情况。

表 14 截至 2020 年 9 月底公司对外担保情况

(单位: 万元、%)

被担保企业名称	担保余额	占比
青岛胶州渠成水务工程有限公司	269862.34	47.45
胶州市市场建设服务中心	89910.00	15.81
青岛胶州湾科技投资有限公司	79400.00	13.96
青岛胶州湾发展集团有限公司	48898.22	8.60
青岛少海投资发展集团有限公司	21000.00	3.69
青岛创盈隆达实业发展有限公司	20000.00	3.52
青岛航空港投资发展有限公司	17900.00	3.15
青岛临空建设发展有限公司	12089.67	2.13
青岛胶发国际贸易有限公司	9672.82	1.70
合计	568733.05	100.00

资料来源: 公司提供

7. 母公司财务分析

公司资产和营业收入均主要集中在公司本部，母公司所有者权益稳定性较强，盈利能力尚可，但债务负担有所加重。

截至 2019 年底，母公司资产规模为 353.08 亿元，较 2018 年底增长 10.40%；构成以流动资产为主（流动资产 324.64 亿元，占比 91.95%）。其中流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，非流动资产主要由长期股权投资和在建工程构成。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 140.72 亿元，较 2018 年底增长 7.43%；其中实收资本 10.00 亿元、资本公积 100.56 亿元，未分配利润 27.92 亿元；所有者权益稳定性较强。

截至 2019 年底，母公司负债规模 212.36 亿元，较 2018 年底增长 12.47%，主要由非流动负债构成。其中，流动负债 149.83 亿元，主

要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债 212.36 亿元，主要由长期借款和应付债券构成。同期，母公司资产负债率为 60.14%，债务负担较 2018 年底有所加重。

2019 年，母公司实现营业收入 13.22 亿元，营业成本为 12.14 亿元。母公司 2019 年净利润为 3.01 亿元，同比下降 0.55%。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模 10.00 亿元，相当于 2020 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 7.34% 和 5.57%，本期中期票据的发行对公司现有债务规模有一定的影响。

2020 年 9 月底，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分别 63.63%、56.34% 和 49.48%；以公司 2020 年 9 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 64.55%、57.67% 和 51.25%，公司债务负担将有所加重，考虑本期中期票据募集资金将全部用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 19.31 亿元、53.72 亿元和 131.18 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 1.93 倍、5.37 倍和 13.12 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。同期公司经营活动现金流净额持续为负，对本期中期票据无保障能力。2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 2.27 亿元、2.78 亿元和 3.10 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 0.23 倍、0.28 倍和 0.31 倍，EBITDA 对本期中期票据的保障能力弱。考虑到公司业务地位及持续获得政府支持，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

十、结论

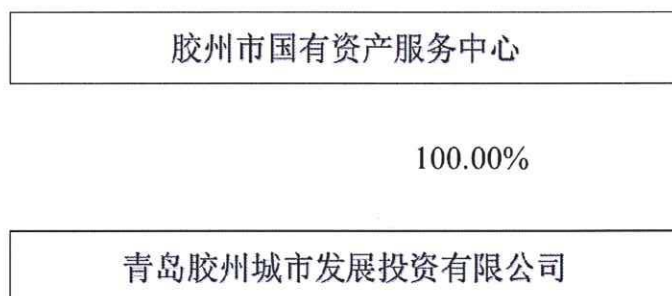
公司是胶州市重要的城市基础设施投资建设及国有资产运营主体，主要负责区域内的基础设施建设、土地开发整理和胶东临空经济示范区的开发运营，业务具有较强的区域经营优势，近年来持续获得政府在资产注入、债务置换、股权划拨和政府补助等方面的大力支持。

近年来，公司资产规模波动增长，其中工程建设项目投入和政府注入的未缴纳出让金的土地占比大，应收类款项对公司资金形成较大占用，公司资产流动性较差。同期，所有者权益受土地划出影响，权益规模有所下降；债务负担快速增长，但公司整体债务负担一般。近年公司业务回款情况较差，经营性净现金流持续为负；公司对外担保规模较大，被担保方区域集中度高，关注代偿补贴资金到位情况。

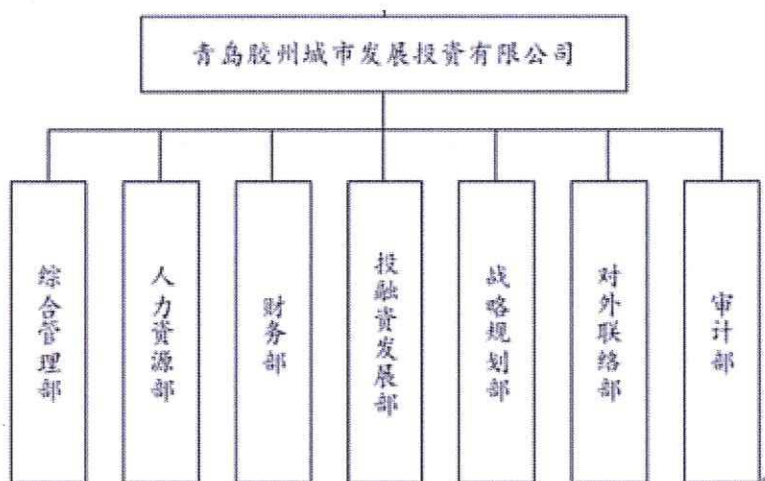
未来，随着青岛新机场及胶东临空经济示范区的不断发展及基础设施建设的持续推进，公司业务有望稳定发展。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2020 年 9 月底公司合并范围内一级子公司概况

(单位: 万元、%)

子公司名称	注册资本	持股比例
青岛临空建设发展有限公司	100000.00	100.00
青岛盈创置业有限公司	30000.00	100.00
青岛盈创资产管理有限公司	10000.00	100.00
青岛金禾联投现代农业发展有限公司	1000.00	100.00
青岛航空港投资发展有限公司	10000.00	100.00
青岛临空开发投资有限公司	10000.00	100.00
青岛盈创会计咨询有限公司	2000.00	100.00
青岛盈创文化投资发展有限公司	1000.00	100.00
青岛盈创物业管理有限公司	1000.00	100.00
山东北方中创通用航空有限公司	10000.00	100.00
青岛临空新能源科技有限公司	10000.00	100.00
青岛胶州湾科融置业有限公司	10000.00	100.00
青岛胶州湾科技置业有限公司	10000.00	100.00
青岛中投盈创投资管理有限公司	1000.00	100.00
青岛市胶州城投企业运营管理研究院有限公司	500.00	100.00
山东临空发展有限公司	10000.00	100.00

资料来源: 公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	8.51	5.18	18.51	26.58
资产总额 (亿元)	362.18	322.46	367.04	382.13
所有者权益 (亿元)	159.62	129.82	138.23	139.00
短期债务 (亿元)	18.40	28.59	82.42	43.23
长期债务 (亿元)	67.89	63.14	64.82	136.15
全部债务 (亿元)	86.29	91.73	147.24	179.38
营业收入 (亿元)	18.20	13.17	14.08	5.99
利润总额 (亿元)	2.27	2.66	2.64	1.01
EBITDA (亿元)	2.27	2.78	3.10	--
经营性净现金流 (亿元)	-9.44	-6.47	-16.88	-10.95
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	6.50	4.68	102.12	--
存货周转次数 (次)	0.11	0.05	0.05	--
总资产周转次数 (次)	0.10	0.04	0.04	--
现金收入比 (%)	5.73	56.91	166.16	602.66
营业利润率 (%)	13.97	1.21	7.05	6.79
总资本收益率 (%)	0.69	0.86	0.57	--
净资产收益率 (%)	1.06	1.47	1.19	--
长期债务资本化比率 (%)	29.84	32.72	31.92	49.48
全部债务资本化比率 (%)	35.09	41.40	51.58	56.34
资产负债率 (%)	55.93	59.74	62.34	63.63
流动比率 (%)	261.71	240.01	208.86	329.35
速动比率 (%)	51.53	42.98	47.54	98.48
经营现金流动负债比 (%)	-7.01	-5.00	-10.29	--
全部债务/EBITDA (倍)	38.00	33.04	47.57	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.10	1.04	1.48	--
现金短期债务比(倍)	0.46	0.18	0.22	0.61

注: 2020 年三季度财务数据未经审计; 长期应付款中有限部分已调至有息债务核算。

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	5.81	4.92	15.42	22.13
资产总额（亿元）	361.76	319.81	353.08	361.13
所有者权益（亿元）	159.67	130.99	140.72	141.62
短期债务（亿元）	18.40	28.59	81.17	42.53
长期债务（亿元）	67.89	63.14	62.53	131.18
全部债务（亿元）	86.29	91.73	143.70	173.71
营业收入（亿元）	18.20	13.12	13.22	5.32
利润总额（亿元）	2.32	4.03	4.01	1.20
EBITDA（亿元）	2.32	4.15	4.46	--
经营性净现金流（亿元）	-9.39	-4.66	-21.19	-12.48
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.50	4.69	*	--
存货周转次数（次）	0.11	0.05	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.04	0.04	--
现金收入比（%）	5.73	56.84	171.38	619.34
营业利润率（%）	13.96	1.11	6.02	1.30
总资本收益率（%）	0.71	1.36	1.06	--
净资产收益率（%）	1.10	2.31	2.14	--
长期债务资本化比率（%）	29.83	32.53	30.77	48.09
全部债务资本化比率（%）	35.08	41.19	50.52	55.09
资产负债率（%）	55.86	59.04	60.14	60.78
流动比率（%）	262.36	244.00	216.68	374.07
速动比率（%）	51.45	48.99	62.45	140.27
经营现金流动负债比（%）	-6.99	-3.71	-14.15	--
全部债务/EBITDA（倍）	37.12	22.13	32.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	2.11	2.27	--
现金短期债务比（倍）	0.32	0.17	0.19	0.52

注：2020 年三季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分已调至有息债务核算；部分数据无意义，用*表示。

附件 4 主要财务指标的计算公式

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 青岛胶州城市发展投资有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

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

联合资信将指派专人及时与青岛胶州城市发展投资有限公司联系，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。