

2012年青岛华通国有资本运营（集团）

有限责任公司公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AA⁺ 级

债项信用等级：AA⁺ 级

评级时间：2016年10月21日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

2012年青岛华通国有资本运营(集团)有限责任公司公司债券跟踪评级报告 概要

编号:【新世纪跟踪[2016]100994】

存续期间: 7年期10亿元人民币, 2012年4月18日-2019年4月18日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2016年10月
前次跟踪:	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2015年9月
首次评级:	AA级	稳定	AA级	2011年7月

主要财务数据

项 目	2013年	2014年	2015年	2016年 上半年度
金额单位:人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	0.56	4.57	4.44	3.23
刚性债务	28.20	47.07	48.69	49.91
所有者权益	31.12	31.26	33.67	32.41
经营性现金净流入量	-7.47	-5.71	-4.12	3.86
发行人合并数据及指标:				
总资产	156.82	193.45	182.41	185.70
总负债	103.13	124.79	118.86	123.45
刚性债务	56.84	74.49	70.82	80.75
所有者权益	53.69	68.66	63.56	62.25
营业收入	13.42	12.21	7.67	4.58
净利润	1.04	1.91	0.72	-1.62
经营性现金净流入量	-7.23	-6.17	-3.99	-2.85
EBITDA	5.91	7.77	6.76	-
资产负债率[%]	65.76	64.51	65.16	66.48
权益资本与刚性债务 比率[%]	94.45	92.17	89.74	77.09
流动比率[%]	152.53	154.27	171.81	191.69
现金比率[%]	35.99	41.30	45.62	44.03
利息保障倍数[倍]	1.56	1.65	1.43	-
净资产收益率[%]	1.94	3.12	1.09	-
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-7.23	-5.41	-3.28	-
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-9.40	-12.86	7.15	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.83	1.87	1.54	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.09	-
青岛市经济数据:				
地区生产总值	8006.60	8692.10	9300.07	4520.30
一般公共预算收入	788.70	895.20	1006.26	598.15
一般公共预算支出	1014.23	1074.71	1222.87	612.87

注:根据青岛华通经审计的2013-2015年度及未经审计的2016年上半年度财务数据整理、计算。青岛市经济数据来源于青岛统计局及青岛市财政局。

分析师

谢宝宇 鄢羽佳
上海市汉口路398号华盛大厦14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

由于子公司股权划转,2015年青岛华通营业收入减少,交易性金融资产市值下降导致较大额公允价值变动净亏损,不过公司择机处置股票致使投资收益较大幅增长,当年经营状况尚属稳定。2016年上半年度,公司投资收益同比大幅减少,整体呈亏损状态。公司承担国有资本重组、运营以及部分政府重点项目投融资的职能,且投资规模较大,面临持续的资产整合压力和资金平衡压力。

- 跟踪期内,青岛市经济保持稳定增长,财政实力不断增强,为青岛华通在推动地方产业升级转型过程中实施国有资本运营提供良好的外部环境。
- 青岛华通作为青岛市政府三大国有资产运营主体之一,在政策、资源、财政等方面能够持续获得政府的支持。
- 青岛华通拥有的金融资产及上市公司股权规模较大,且在持货币资金能够为公司债务偿还提供一定缓冲。
- 青岛华通子公司开源热电划出后,2015年公司营业收入大幅下降。当年盈利能力对投资收益依赖加大。但投资收益受被投资企业经营状况和资本市场行情波动影响较大,可持续性欠佳。
- 青岛华通下属子公司众多且行业跨度较大,公司面临一定的资产整合压力。
- 青岛华通组建及运营过程中承接了一些不良股权和债权,资产质量有待提升。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪公司对本期企业债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有本期企业债券的一种建议。报告中引用的资料主要由青岛华通提供,所引用资料的真实性由青岛华通负责。

跟踪评级报告

按照 2012 年青岛华通国有资本运营（集团）有限责任公司公司债券信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据青岛华通国有资本运营（集团）有限责任公司（以下简称“青岛华通”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2015 年财务报表及未经审计的 2016 年上半年度财务报表及相关经营数据，对青岛华通的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

该公司于 2012 年 4 月发行了待偿还本金为 10 亿元人民币的公司债券，票面利率 7.3%，期限为 7 年，采取分次还本方式，在债券存续期的第 3 年到第 7 年，按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金。截至 2016 年 6 月末，公司已偿还本金 4 亿元，本次债券待偿还本金余额为 6 亿元。本期债券发行 10 亿元，其中 7 亿元拟用于青岛华通老城区企业搬迁一期项目，截至 2016 年 6 月末实际使用资金 5.19 亿元；其余 3 亿元用于补充营运资金和偿还银行贷款，已使用完毕。

自 2012 年以来，该公司已发行了 1 期企业债、3 期非公开定向融资工具，发行总额 25 亿元，并兑付了规模合计 4 亿元的到期债券。截至本评级报告出具日，公司待偿还债券本金余额为 21 亿元，还本付息情况正常。

图表 1. 公司存续期内债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
12 华通债	10.00	7 年	7.30	2012 年 4 月	采用提前偿还方式，2015 年 4 月及 2016 年 4 月分别偿还本金的 20%
16 华通国资 PPN001	5.00	3 年	4.30	2016 年 4 月	未到期
16 华通国资 PPN002	5.00	5 年	4.98	2016 年 5 月	未到期
16 华通国资 PPN003	5.00	3 年	3.80	2016 年 8 月	未到期

资料来源：青岛华通

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

跟踪期内，该公司产权状况保持稳定，内控制度未有重大变化，董事和监事人员根据青岛市国资委安排有所调整。2015年10月，公司新增两名董事，分别为孙国梁、刘甘霖，2016年3月，公司新增董事邓力；监事会主席由李钢变更为周学文。截至2016年6月末，公司共有5名董事、4名监事。根据《公司章程》，公司董事会由3-7名董事组成，监事会由不少于5名监事组成。监事会成员尚未全部到位，存在一定治理瑕疵，虽未影响公司正常经营管理活动，但也可能造成一定的不利影响。

截至2015年末，该公司纳入合并报表范围的子公司共37家，相比2014年末增加8家，减少1家。当年，公司新设2家子公司，分别为青岛华通能源投资有限公司、青岛华通文化传统有限责任公司；通过收购股权达到控制4家，分别为青岛汇宏资产管理有限公司、青岛食品股份有限公司、青岛青食有限公司，青岛天源科贸有限公司；2015年4月青岛市国资委无偿划拨2家，分别为青岛市纺织总公司和青岛市纺织总公司劳动服务中心，前者2015年末总资产3.55亿元，当年营业收入78.90万元，相关资产划拨对公司经营和财务影响较小。此外，市国资委还于2015年1月划出了公司所持有的64.20%青岛能源开源热电有限公司¹（以下简称“开源热电”）股权。开源热电股权划转导致公司2015年营业收入和成本分别减少4.86亿元和4.99亿元，造成当年主业规模明显减小，此外还导致相关业务引起的财政补贴减少约0.30亿元，对盈利影响总体不大。

(二) 经营环境

青岛市交通便利，海区港湾众多，在国家区域发展战略中具有重要地位。青岛市作为全国5个计划单列市之一、副省级城市、全国14个沿海开放城市之一，是中国东部沿海重要的经济、文化中心。截至2015年末，青岛市常住总人口为909.70万，其中市区常住人口490.22万人。

近年来青岛市各级经济指标均排在山东省首位，在全国五大计划单

¹ 2012年12月9日，青岛市人民政府下发《青岛市人民政府关于组建青岛热电能源集团有限公司和青岛水务集团有限公司的通知》（青政字[2012]107号），拟以青岛能源燃气有限公司、青岛能源热电有限公司、开源热电的国有权益作为出资组建青岛能源集团有限公司（原名“青岛热电能源集团有限公司”）。2015年度上述事项股权划转条件具备，年初青岛市国资委遂将开源热电股权划转至青岛能源集团有限公司，导致热电板块业务划出。

列市当中位第二,仅次于深圳市。2015年,青岛市地区生产总值为9300.07亿元,按可比价格计算,同比增长8.1%。其中,第一产业增加值363.98亿元,同比增长3.2%;第二产业增加值4026.46亿元,同比增长7.1%;第三产业增加值4909.63亿元,同比增长9.4%。产业结构持续优化,2015年三次产业结构调整为3.90:43.30:52.80。

图表 2. 2013-2015 年青岛市主要经济指标及增速

	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	8006.6	10.0	8692.1	8.0	9300.07	8.1
人均生产总值 (万元)	8.98	8.6	9.65	7.5	10.25	6.2
规模以上工业增加值 (亿元)	3248.4	10.4	3419.8	8.3	—	7.5
全社会固定资产投资 (亿元)	5027.9	21.1	5766.0	16.1	6555.7	14.2
社会消费品零售总额 (亿元)	2904.3	13.3	3268.8	12.6	3713.7	10.5
进出口总额 (亿美元)	779.12	6.5	798.9	2.5	710.2	-11.1
三次产业结构	4.4:45.5:50.1		4.2:44.6:51.2		3.9:43.3:52.8	

资料来源: 青岛市国民经济和社会发展统计公报

青岛市工业基础较好,在钢铁、造船、家电、食品等传统行业具有一定优势,聚集了如海尔集团、海信集团、青岛啤酒、北海船舶重工等国内知名制造企业。青岛市经济外向度较高,较易受外部环境波动影响。2015年青岛市实现外贸进出口总额710.2亿美元,同比下降11.1%,增速较上年下降13.6个百分点,主要系纺织服装、农产品、机电产品和高新技术产品进口额出现不同程度的下降,当年青岛市外贸量呈现负增长。

青岛市固定资产投资以第二和第三产业为主,投资增速较快。2015年全市固定资产投资(包括城镇、农村500万元以上投资项目)6555.7亿元,同比增长14.2%。当年,房地产开发完成投资1122.3亿元,增长0.4%,增速较上年放缓6.2个百分点。基建投资方面,在地铁二号线、三号线、城际铁路等大型市政项目推动下,全市完成基础设施投资1259.2亿元,同比增长26.3%,增速高于上年同期8.6个百分点。

随着经济的发展,青岛市财政收入较快速增长。2015年青岛市实现全口径一般公共预算收入1006.3亿元,同比增长12.39%;其中税收收入完成777.4亿元,同比增长3.8%,占一般公共预算收入的比重为77.25%。青岛市财政收支平衡情况较好,2015年公共财政平衡率为82.32%。受房地产市场景气度影响,2015年青岛市政府性基金收入较上年减少117.01

亿元至 468.51 亿元。青岛市级财力约占全口径财政收入的 30% 左右，结构与全口径财政收入差异不大。

图表 3. 2013-2015 年青岛市地方财政收支情况（全市口径，单位：亿元）

	2013 年	2014 年	2015 年
地方财政收入	1349.63	1480.88	1474.77
一般预算收入	788.93	895.36	1006.26
政府性基金收入	554.22	585.52	468.51
预算外收入	6.48	—	—
地方财政支出	1582.42	1674.69	1711.92
一般预算支出	1014.23	1074.71	1222.87
政府性基金支出	560.39	599.98	489.05
预算外支出	7.80	—	—
地方财政收支净额	-232.79	-193.82	-237.15

资料来源：青岛市财政局

2015 年，财政部下达青岛市地方政府债务限额 1090.6 亿元，比 2014 年末债务数增加 43 亿元。新增债务限额部分，全部通过发行地方政府债券的方式筹措，其中：一般债券 36 亿元（市级留用 31 亿元，转贷区市 5 亿元），专项债券 7 亿元（市级留用 4 亿元，转贷区市 3 亿元）。另外，按照财务部下发的发行额度，2015 年青岛市发行定向置换债券 170 亿元，用于置换政府存量债务中期限短、利率高的债务，包括置换市级债务 61.1 亿元，置换区（市）债务 108.9 亿元。2015 年，青岛华通纳入政府预算管理的债务金额为 1.13 亿元，当年未被置换。

（三） 经营状况

作为青岛市政府三个重要投资主体之一²，该公司侧重于按照青岛市经济发展要求对国有资本布局进行战略性调整，主要通过国有资本运营手段，对青岛市属国有企业实施改组、改造，通过持有和运作上市、拟上市公司及金融机构的股权，达到盘活存量资产，优化资源配置，实现国有资产保值增值的目标。

该公司是青岛市国资委直属的产业投资类企业，资产行业分布较广泛，投资范围涉及机械工业、热电、金融业、房地产、酒店旅游和食品等，其中机械工业收入贡献较大。2015 年公司营业收入为 7.67 亿元，较

² 青岛市另设有两家政府性投融资平台，分别为青岛国信发展（集团）有限责任公司和青岛城市建设投资（集团）有限责任公司。前者侧重于城乡重大基础设施项目及与城市功能相关的重大社会公益项目的投融资及开发建设，后者侧重于城市基础设施领域的投融资与建设。

上年下降 37.18%，主要系因开源热电股权划出所致。2016 年上半年度，公司营业收入为 4.58 亿元，同比下降 20.80%。

图表 4. 2013 年以来公司营业收入及毛利构成情况 (单位: 亿元)

业务收入	2013 年		2014 年度		2015 年度		2016 年上半年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
机械工业	35687.45	26.60	37410.06	30.63	33415.85	43.55	19869.96	43.43
热电	48084.14	35.84	48609.88	39.80	—	—	—	—
食品	—	—	—	—	14102.94	18.38	15650.01	34.21
金融业	16998.50	12.67	12506.66	10.24	9199.91	11.99	7790.33	17.03
房地产	20889.23	15.57	6302.19	5.16	8202.42	10.69	95.13	0.21
酒店旅游业	6896.00	5.14	5801.43	4.75	5202.28	6.78	2219.26	4.85
其他	5608.03	4.18	11505.15	9.42	6614.11	8.61	126.40	0.28
合计	134163.34	100.00	122135.37	100.00	76729.84	100.00	45751.09	100.00
毛利	2013 年		2014 年度		2015 年度		2016 年上半年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
机械工业	7178.16	18.97	8700.45	23.90	7504.64	22.06	-239.49	-1.88
热电	-4320.94	-11.42	-802.55	-2.20	—	—	—	—
食品	—	—	—	—	4098.97	12.05	5139.83	40.27
金融业	16593.98	43.84	12103.75	33.24	9199.91	27.05	7559.66	59.23
房地产	10390.88	27.45	3198.91	8.79	4601.51	13.53	95.13	0.75
酒店旅游业	3293.81	8.70	3101.06	8.52	2703.42	7.95	773.36	6.06
其他	4712.30	12.45	10107.82	27.76	5913.58	17.39	-564.47	-4.42
合计	37848.18	100.00	36409.44	100.00	34014.36	100.00	12764.02	100.00

资料来源：根据青岛华通所提供数据整理、绘制

该公司机械工业板块主要运营主体为子公司青岛机械工业总公司（以下简称“青机械”）。青机械主要产销橡塑制品及密封件、微特电机、电子、机械基础件（铸机）、机械基础件（阀门）等，拥有省级技术中心 3 个、市级技术中心 2 个，国家专利 354 项，其中发明 8 项。截至 2015 年末，青机械总资产 23.04 亿元，净资产 3.51 亿元，全年实现营业收入 3.34 亿元，净利润-0.24 亿元。青机械为公司承接的国有传统企业，设备老化，产品繁杂，员工等历史负担较重，整体经营业绩欠佳。

该公司食品业务主要由青岛食品股份有限公司（以下简称“青食股份”，含全资子公司青岛青食有限公司）负责。青食股份主要生产饼干面食品、花生制品、红小豆制品、巧克力糖果、调配米粉、休闲食品等六大类 100 多个细分品种，拥有和使用的“青食”品牌被认定为山东省著名商标。2015 年 8 月，青食股份完成集体股国有化置换工作，并入公司

合并范围；10月，青食股份向中国证券协会提交新三板挂牌上市申请，目前尚处于审核阶段。2015年，青食股份完成营业收入3.90亿元，实现净利润0.38亿元，整体经营效益尚可。

该公司金融板块业务收入主要来自青岛融资担保中心有限公司（原“青岛担保中心有限公司”，以下简称“担保中心”）的担保收入和公司的委托贷款利息收入。担保中心主要通过与合作银行的方式拓展业务，目前在青岛市超过20家商业银行获得授信额度近80亿元。2015年，担保中心营业收入0.37亿元，实现净利润0.02亿元，年末在保责任余额21.03亿元。受经济增速下滑、中小企业经营形势恶化影响，公司担保业务经营风险加大，2015年担保中心的代偿率为2.32%，资本利润率为1.01%。

该公司房地产业务主要由青岛新时代房地产开发有限公司（以下简称“新时代地产”）和青岛华通新创置业有限公司（以下简称“新创置业”）运营，房产开发资质均为暂定级，业务体量较小。新时代地产主要在青岛经济技术开发区内从事商品住宅开发，目前主要在开发项目为“华通·唐岛七星”，分2期滚动开发，其中一期总投资2.67亿元，至2016年6月末，签约销售额2.81亿元，去化率为97.30%；二期项目概算总投资1.00亿元，截至2016年6月末已完成基坑支护，主体已开始施工。新时代地产2015年完成营业收入7656.33万元，实现净利润603.58万元。新创置业重点建设项目为商业办公楼“华通·金融中心”，位于即墨市中心，占地0.83万平方米，建筑面积6.41万平方米，项目总投资3.57亿元。由于即墨商业地产竞争激烈，整体供大于求，且项目价格相较周边没有优势，因此销售情况不佳，至2016年6月末签约销售额0.25亿元，销售进度13%。2015年新创置业完成营业收入302.76万元，实现净利润37.87万元。

该公司酒店旅游业务板块收入主要来自青岛中国旅行社。该旅行社是为国家4A级旅行社和青岛市旅游局标准化试点单位，业务范围涵盖了出境、国内、入境以及会奖等多种领域。由于旅游业行业竞争加剧，各家旅行社普遍采取低价竞争战略，青岛中国旅行社为保证一定的市场占有率，近年来几乎以成本定价，盈利能力较弱。2015年青岛中国旅行社营业收入和净利润分别为2280万元和-3.32万元。

除经营管理国有资产外，该公司还积极参与重点市政项目建设，近

年来重点实施的项目包括董家口港口、中石油管线³、地铁、青岛新客站、老城区企业搬迁、市科技馆建设等。上述项目由公司和其他几家青岛市投融资平台共同合作开展，其中公司负责的总投资额为 32.30 亿元，预计未来三年需投资 12.64 亿元，仍面临一定的融资压力。

图表 5. 截至 2016 年 6 月末公司参与政府项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	投资方式	总投资金额	已投资金额	未来三年需投资金额	成本补偿及盈利模式
青岛地铁	股权投资	2.00	1.50	0.50	拨付专项资金或划拨有效资产
青岛新客站	股权投资	4.00	2.00	2.00	周边商业土地出让
董家口港口	股权投资	2.00	2.00	0.00	商业化运作
老企业搬迁	公司运作	10.00	10.00	0.00	周边商业土地出让
科技馆建设	公司运作	7.50	0.26	7.24	拨付专项资金或划拨有效资产
萨博汽车	股权投资	6.00	3.10	2.90	商业化运作
合计	—	31.50	18.86	12.64	—

资料来源：根据青岛华通所提供数据整理、绘制

(四) 财务质量

2015 年，该公司实现营业毛利 3.40 亿元，主要来自金融业及机械板块等经营性业务。除主业盈利外，公司大量利润来自投资收益和交易性金融资产公允价值变动收益。作为青岛市国有资产控股平台，公司接收了部分国有老企业的股权和债权并通过市场化运作模式进行处理，同时大量参股上市和非上市公司，该部分投资计入公司交易性金融资产和可供出售金融资产科目，不产生营业收入，主要通过公允价值变动损益和投资收益科目实现损益。2015 年末资本市场走跌，公司公允价值变动净亏损 1.01 亿元。投资收益方面，2015 年公司下属参股企业经营情况良好，分红获取能力有所加强。当年公司实现投资收益 6.44 亿元，其中持有交易性金融资产取得的投资收益 2.28 亿元，主要系子公司青岛市企业发展投资有限公司（以下简称“企发投”）等出售红星发展、华电国际、澳柯玛股票净收益⁴；可供出售金融资产分红 2.39 亿元，主要源于中粮可口可乐、华电国际等股利分配；处置可供出售金融资产取得的投资收益 1.09 亿元，主要形成于短期投资股票净收益。此外，公司可从青岛市财政局获得政策性补贴。2015 年营业外收入为 1.26 亿元，其中补贴收入 0.49

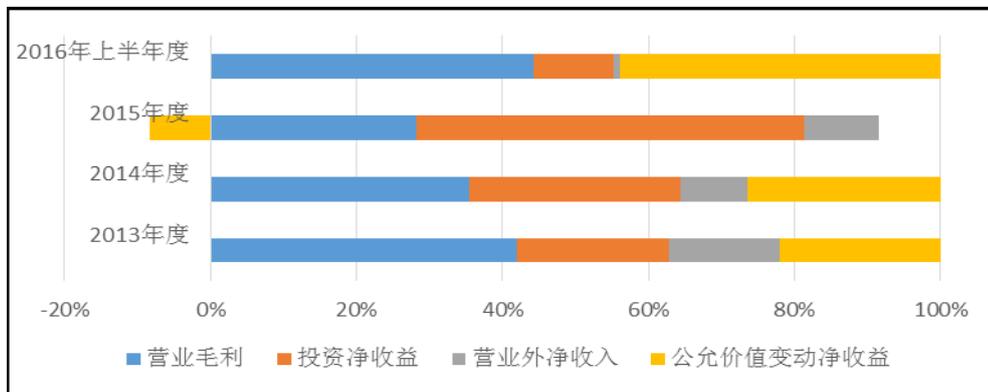
³ 该项目 2015 年随开源热电划出而一并划出。

⁴ 该公司本部直接买卖股票的收益计入“处置交易性金融资产取得的投资收益”；而子公司企发投出售股票的投资收益在纳入合并报表时，体现为“持有交易性金融资产取得的投资收益”。

亿元，其他收入 0.77 亿元，主要系以前年度政策性搬迁项目（城阳区流亭街道空港产业区土地）在 2015 年度予以清算。公司当前盈利依赖公允价值变动收益、投资收益和营业外收入，可持续性欠佳，未来盈利仍有下降压力。

图表 6. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 上半年度
营业毛利	3.78	3.64	3.40	1.28
投资净收益	1.88	2.97	6.44	0.32
营业外净收入	1.37	0.96	1.24	0.02
公允价值变动净收益	1.99	2.71	-1.01	1.27
合计	9.02	10.28	10.06	2.89



资料来源：根据青岛华通所提供数据整理、绘制

2016 年上半年度，该公司机械工业板块出现经营性亏损，不能为食品业务盈利增量所弥补，营业毛利同比减少 23.31% 至 1.28 亿元；同期按照权益法核算的被投资单位持有的金融资产公允价值大幅下降导致投资收益仅 0.32 亿元，扣除期间费用和税费支出后，公司净亏损 1.62 亿元。公司作为国有资本运营平台，受核算方式影响，大部分投资收益和政府补贴需要下半年确认，因此上半年度盈利表现较差。

跟踪期内，该公司负债规模和结构未有发生重大变化，2015 年末债务总额为 118.86 亿元，资产负债率为 65.16%。公司负债仍主要由刚性债务、其他应付款和递延所得税负债构成，分别占年末负债总额的 59.59%、20.84% 和 6.73%。2015 年，公司偿还部分到期借款（短期借款和应付债券），刚性债务规模降至 70.82 亿元，包括短期借款 14.77 亿元、一年内到期的长期借款 19.81 亿元、长期借款 21.83 亿元和应付债券 13.59 亿元。其他应付款为 24.77 亿元，主要系公司与青岛出版集团有限公司、青岛

市财政局、青岛市市南开发建设局等单位的往来款；递延所得税负债 8.00 亿元，形成于交易性金融资产和可供出售金融资产的公允价值变动对应的递延税项。2016 年 6 月末，公司新增银行借款 7.95 亿元，负债总额扩大至 123.45 亿元。

图表 7. 公司刚性债务分布（单位：亿元）

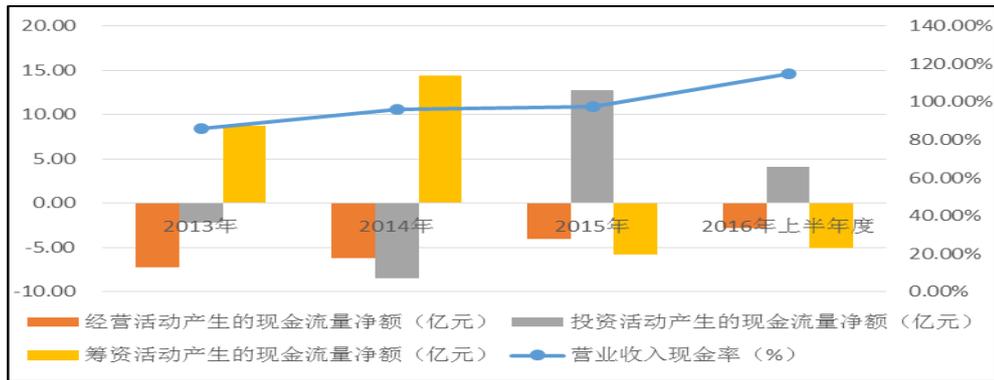
借款	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末
短期借款	21.90	21.39	14.77	22.53
应付票据	0.82	1.52	0.82	0.21
一年内到期的长期借款	0.50	12.45	19.81	12.32
短期刚性债务	23.22	35.36	35.40	35.06
长期借款	23.11	23.41	21.83	29.52
应付债券	10.52	15.72	13.59	16.17
中长期刚性债务	33.63	39.13	35.42	45.69
刚性债务合计	56.84	74.48	70.82	80.75

资料来源：根据青岛华通所提供数据整理、绘制

或有负债方面，截至 2016 年 6 月末，该公司对外担保余额合计 2.13 亿元（不含担保中心业务），占净资产比重为 3.42%。被担保企业主要为公司参股企业及业务合作方，面临一定的或有损失风险。

涉诉事项方面，截至 2016 年 6 月末，该公司存在涉诉事项 142 项，主要集中在子公司担保中心，因承担担保业务涉及较多诉讼事项，同期末担保中心存在涉诉事项 117 项，诉讼标的额合计为 8.38 亿元；其余涉诉事项主要由周转金、委托贷款和担保引起，涉案金额共 2.41 亿元，面临一定的或有损失风险。

该公司收到及支付其他与经营活动有关的现金规模大，且存在较大缺口，2015 年经营活动产生的现金流量净额为-3.99 亿元。当年公司出售交易性金融资产和收到股利分红金额均大幅增加，投资性现金净流入 12.70 亿元。2015 年公司筹资性净现金流为-5.79 亿元，主要系偿还了大量银行借款及发行的部分债券本金。2016 年上半年度，公司通过发行两期定向债务融资工具并利用部分自有资金偿还到期银行借款，致使筹资活动现金流入及流出规模均较大，净额为-5.08 亿元。考虑公司存量资产状况和项目投资安排，未来面临持续的融资压力。

图表 8. 公司现金流量分析


项目	2013年	2014年	2015年	2016年上半年度
营业收入现金率 (%)	86.17	96.08	97.33	114.96
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	-7.23	-6.17	-3.99	-2.85
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	-2.17	-8.49	12.70	4.10
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	8.77	14.38	-5.79	-5.08

资料来源：根据青岛华通所提供数据整理、绘制

因开源热电股权划出，2015年末该公司资产总额同比减少5.70%至182.41亿元，仍以流动资产为主，主要分布在货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收账款和其他应收款，年末余额分别为17.83亿元、12.45亿元、16.02亿元和47.78亿元。

该公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要包括红星发展、中国平安、交通银行、华电国际、中信证券等上市公司股权。应收账款主要系公司经营业务形成的应收贷款周转金、担保手续费、委托贷款手续费以及部分应收货款，其中账龄三年以上占比为23.13%，回收具有较大不确定性。其他应收款主要包括往来款、尚未落实股权的投资款、代老企业垫付的拆迁款、应收投资收益等，其中应收澳柯玛集团11.25亿元⁵，系公司前身之一企发投根据青岛市政府会议纪要精神，为解决澳柯玛问题垫付的澳柯玛集团款项；应收青岛海湾集团有限公司5.00亿元，形成的原因系青岛出版集团为借壳青岛碱业上市向青岛海湾

⁵ 根据青岛市政府有关会议纪要精神，企发投公司于2008年4月25日与澳柯玛股份公司签订了《债权转让协议》及相关补充协议。根据补充协议，企发投于2008年10月前向澳柯玛股份公司支付了2.71亿元（支付后挂账其他应收款-澳柯玛集团），澳柯玛股份公司向企发投转让了总额为2.71亿元的应收款项。该部分应收款项对应债务单位均不具备偿还能力，实际已无法收回，企发投本年度将该部分应收款项2.71亿元抵减本年度转让澳柯玛股票的收益。截至2015年末，企发投账面垫付金额合计11.25亿元（抵减上述2.71亿元后）暂挂其他应收款，其中澳柯玛集团11.17亿元、澳柯玛股份有限公司862.10万元。企发投为澳柯玛大股东，系替政府管理国有股权。

集团支付股权收购款，但青岛出版集团不便直接向青岛海湾集团支付该款项，根据市国资委指示，由公司协助转账支付；应收青岛啤酒集团公司 3.28 亿元，为公司对青岛啤酒集团的增资款，暂挂此科目。

该公司非流动负债集中于可供出售金融资产，2015 年末为 53.79 亿元，较上年末减少 10.49%，主要是因为当年公司处置了成本法计量的青岛机场扩建等股权所致。年末按公允价值计量的可供出售金融资产为 28.76 亿元，大部分系澳柯玛（600336）股权；按成本计量的可供出售金融资产合计 24.34 亿元，除少量为参股投资的市政项目外，主要形成于青博投资有限公司、青岛造船厂、青岛海创开发建设投资有限公司等，此类资产以政府无偿划拨、公司不具备实质控制权的子公司股权为主，资产获利能力不佳，且变现能力较弱。此外，公司在建工程大幅减少 80.60% 至 2.08 亿元，由归属于开源热力的管网资产划转所致。2016 年 6 月末，公司资产规模和结构与年初差异不大。期末货币资金余额为 13.20 亿元，大部分可动用，能为即期债务偿付提供一定缓冲。

综上所述，跟踪期内，该公司作为青岛市政府三大投融资主体之一的地位和职能未发生变化，在资产注入和投融资政策等方面得到政府支持，但短期内公司仍面临一定的资产整合压力。此外，公司还承担了部分政府性项目投融资职能，未来投资规模偏大，存在持续的融资压力。公司货币资金尚属充裕，且持有较大规模上市公司股权，变现能力较强，可为债务偿还提供缓冲。

本评级机构仍将持续关注：(1) 该公司对集团内资产整合情况；(2) 公司后续项目投资及资金平衡情况；(3) 资本市场波动及对公司投资收益的影响；(4) 公司应收账款及其他应收款的回收情况。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年度
资产总额 [亿元]	156.82	193.45	182.41	185.70
货币资金 [亿元]	13.09	16.14	17.83	13.20
刚性债务[亿元]	56.84	74.49	70.82	80.75
所有者权益 [亿元]	53.69	68.66	63.56	62.25
营业收入[亿元]	13.42	12.21	7.67	4.58
净利润 [亿元]	1.04	1.91	0.72	-1.62
EBITDA[亿元]	5.94	7.77	6.76	—
经营性现金净流量[亿元]	-7.23	-6.17	-3.99	-2.85
投资性现金净流量[亿元]	-2.17	-8.49	12.70	4.10
资产负债率[%]	65.76	64.51	65.16	66.48
长期资本固定化比率[%]	66.41	69.16	58.93	55.00
权益资本与刚性债务比率[%]	94.45	92.17	89.74	77.09
流动比率[%]	152.53	154.27	171.81	191.69
速动比率 [%]	131.54	136.94	151.12	164.13
现金比率[%]	36.17	41.30	45.62	44.03
利息保障倍数[倍]	1.56	1.65	1.43	—
有形净值债务率[%]	202.68	189.91	196.30	209.50
营运资金与非流动负债比率[%]	76.56	69.56	90.79	89.96
担保比率[%]	—	2.75	3.35	—
应收账款周转速度[次]	1.06	0.72	0.45	—
存货周转速度[次]	1.64	1.26	0.57	—
固定资产周转速度[次]	0.77	0.96	1.22	—
总资产周转速度[次]	0.09	0.07	0.04	—
毛利率[%]	28.21	29.81	44.33	27.90
营业利润率[%]	3.43	14.16	8.78	-34.24
总资产报酬率[%]	3.30	3.90	3.36	—
净资产收益率[%]	1.94	3.12	1.09	—
净资产收益率*[%]	2.13	3.29	1.05	—
营业收入现金率[%]	86.17	96.08	97.33	114.96
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-11.33	-9.40	-5.85	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	-7.23	-5.41	-3.28	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-14.73	-22.33	12.77	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-9.40	-12.86	7.15	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.84	1.87	1.54	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.09	—

注：表中数据依据青岛华通经审计的 2013~2015 年度及未经审计的 2016 年上半年度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，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。