

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2019]228 号

青岛西海岸发展（集团）有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司 2018 年以来经营情况及相关行业进行综合分析的基础上，我对贵公司及“16 西发债 01/PR 西发 01”、“18 西发债/18 西发债”的信用状况进行了跟踪评级。经我公司信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“16 西发债 01/PR 西发 01”、“18 西发债/18 西发债”的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十四日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2019]228 号

根据跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对青岛西海岸发展（集团）有限公司及其发行的“16 西发债 01/PR 西发 01”、“18 西发债/18 西发债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持青岛西海岸发展（集团）有限公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；同时维持“16 西发债 01/PR 西发 01”、“18 西发债/18 西发债”信用等级为 AA+。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十四日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与青岛西海岸发展（集团）有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与青岛西海岸发展（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚城市基础设施建设公司信用评级方法》，该信用评级方法发布于<http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由青岛西海岸发展（集团）有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受青岛西海岸发展（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- “16西发债01/PR西发01”、“18西发债/18西发债”信用等级至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019年6月24日



青岛西海岸发展（集团）有限公司

主体及相关债项2019年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2019】228号

主体信用

跟踪评级结果 AA+ 评级展望 稳定

上次评级结果 AA+ 评级展望 稳定

存续债项信用

债项简称	发行额度（亿元）	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 西发债 01/PR 西发 01	15.00	2016.6.6-2023.6.6	AA+	AA+
18 西发债 /18 西发债	5.00	2018.4.4-2025.4.4	AA+	AA+

评级时间

2019 年 6 月 24 日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
16 西发债 01/PR 西发 01	2018 年 6 月 22 日
18 西发债/18 西发债	2018 年 6 月 22 日

评级小组负责人

刘红娟

评级小组成员

王文静

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，作为国家级新区，青岛西海岸新区经济保持快速发展，经济实力很强；青岛西海岸发展（集团）有限公司（以下简称“西海岸集团”或“公司”）土地整理开发及基础设施建设等业务范围明显扩大，开发主体地位进一步增强，仍具有很强的区域专营性；公司作为青岛西海岸新区重要的土地开发整理及基础设施建设主体，继续得到股东及相关各方的有力支持。

同时，东方金诚也关注到，公司在建项目和拟建项目投资规模很大，面临较大的筹资压力；公司资产以变现能力较弱的存货为主，资产流动性仍较差；公司债务规模及债务率有所增长，短期债务占比较高。

综合考虑，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；维持“16 西发债 01/PR 西发 01”和“18 西发债/18 西发债”的信用等级为 AA+。

主体信用

跟踪评级结果 AA+ 评级展望 稳定

上次评级结果 AA+ 评级展望 稳定

存续债项信用

债项简称	发行额度(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 西发债 01/PR 西发 01	15.00	2016.6.6-2023.6.6	AA+	AA+
18 西发债 /18 西发债	5.00	2018.4.4-2025.4.4	AA+	AA+

评级时间

2019 年 6 月 24 日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
16 西发债 01/PR 西发 01	2018 年 6 月 22 日
18 西发债/18 西发债	2018 年 6 月 22 日

评级小组负责人

刘红娟

评级小组成员

王文静

邮箱: dfjc-gy@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-62299803

地址: 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

主要数据和指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额(亿元)	173.70	209.63	228.18
所有者权益(亿元)	76.33	80.24	83.41
全部债务(亿元)	85.15	103.07	111.36
营业收入(亿元)	4.34	5.11	9.09
利润总额(亿元)	2.00	4.61	2.94
EBITDA(亿元)	2.25	4.96	3.33
营业利润率(%)	54.31	50.29	42.77
净资产收益率(%)	2.47	4.80	2.29
资产负债率(%)	56.05	61.73	63.45
全部债务资本化比率(%)	52.73	56.23	57.18
流动比率(%)	388.69	357.85	240.45
全部债务/EBITDA(倍)	37.88	20.77	33.40
EBITDA 利息倍数(倍)	0.71	1.52	1.01

注: 表中数据来源于 2016 年~2018 年经审计的公司合并财务报表。

优势

- 作为国家级新区,青岛西海岸新区经济保持快速发展,经济实力很强;
- 公司土地整理开发及基础设施建设等业务范围明显扩大,开发主体地位进一步增强,仍具有很强的区域专营性;
- 公司作为青岛西海岸新区重要的土地开发整理及基础设施建设主体,继续得到股东及相关各方的有力支持。

关注

- 公司在建项目和拟建项目投资规模很大,面临较大的筹资压力;
- 公司资产以变现能力较弱的存货为主,资产流动性仍较差;
- 公司债务规模及债务率有所增长,短期债务占比较高。

跟踪评级说明

根据相关监管要求及青岛西海岸发展（集团）有限公司 2016 年公司债券（第一期）（以下简称“16 西发债 01/PR 西发 01”）和 2018 年青岛西海岸发展（集团）有限公司公司债券（以下简称“18 西发债/18 西发债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于青岛西海岸发展（集团）有限公司（以下简称“西海岸集团”或“公司”）提供的相关经营与财务资料以及公开信息，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。截至 2018 年末，公司注册资本仍为 100.00 亿元，实收资本为 60.78 亿元，同比增加 0.02 亿元；青岛市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“青岛市国资委”）持有公司 100.00% 股权，仍为公司控股股东和实际控制人。

作为青岛西海岸新区（以下简称“西海岸新区”）重要的土地开发整理及基础设施建设主体，公司继续从事青岛灵山湾影视文化产业区（以下简称“灵山湾产业区”）¹的土地开发整理、基础设施和安置房建设业务。跟踪期内，根据西海岸新区管委会最新授权，公司业务范围扩大至灵山湾西片区和藏马山旅游度假区（以下简称“藏马山”），在西海岸新区的开发主体地位进一步增强。

截至 2018 年末，公司纳入合并范围的全资及控股子公司共有 36 家，较上年末增加 4 家。2018 年，公司收购瑞港建设控股有限公司（以下简称“瑞港建设”）71.84% 股权，成为其控股股东。瑞港建设为香港联交所上市公司，股票代码为 6816.HK，主要从事海上建筑服务业务。

债券本息兑付及募集资金使用情况

“16 西发债 01/PR 西发 01”为 15 亿元 7 年期的附息式固定利率公司债券，票面利率为 4.26%，债券起息日为 2016 年 6 月 6 日，到期日为 2023 年 6 月 6 日，还本付息方式为每年付息一次、分期偿还本金。截至本报告出具日，本期债券到期本息已按期兑付。

“18 西发债/18 西发债”为 5 亿元 7 年期的附息式固定利率公司债券，票面利率为 6.28%，债券起息日为 2018 年 4 月 4 日，到期日为 2025 年 4 月 4 日，还本付息方式为每年付息一次、分期偿还本金。截至本报告出具日，本期债券到期利息已按时支付，尚未到还本日。

截至 2018 年末，“16 西发债 01/PR 西发 01”和“18 西发债/18 西发债”募集资金均已按要求使用完毕。

¹ 原名称为中央商务区，于 2014 年西海岸新区成立后改为现名，后文所称“中央商务区”均指青岛灵山湾影视文化产业区。

表 1：截至 2018 年末相关债券募集资金使用情况

单位：亿元

债券简称	发行额度	募集资金用途	募集资金使用情况
“16 西发债 01/PR 西发 01”	15.00	9.00 亿元用于九龙社区（两河安置社区）项目，6.00 亿元用于补充营运资金	已按要求使用完毕
“18 西发债/18 西发债”	5.00	3.00 亿元用于九龙社区（两河安置社区）项目，2.00 亿元用于补充营运资金	已按要求使用完毕

资料来源：公司提供，东方金诚整理

宏观经济与政策环境

宏观经济

2019 年一季度宏观经济运行好于预期，GDP 增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度 GDP 增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3 月国内生产总值为 213433 亿元，同比增长 6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3 月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较上年全年加快 0.3 个百分点。其中，3 月工业增加值同比增长 8.5%，较 2 月当月同比增速 3.4% 大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业 PMI 重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受 PPI 涨幅收窄影响，今年 1~2 月工业企业利润同比下降 14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3 月固定资产投资同比增长 6.3%，增速较上年全年加快 0.4 个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3 月同比增长 4.4%，增速较上年全年加快 0.6 个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3 月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快 2.3 个百分点至 11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3 月制造业投资同比增长 4.6%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3 月社会消费品零售总额同比增长 8.3%，增速不及上年全年的 9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2 月社零增速企稳，3 月已有明显回升，背后推动因素包括当月 CPI 上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3 月 CPI 累计同比上涨 1.8%，涨幅低于上年全年的 2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3 月 CPI 同比增速加快至 2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3 月我国出口额同比增长 6.7%，进口额增长 0.3%，增速分别较上年全年下滑 0.4 和 12.6 个百分点。由于进口

增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大 75.2%，带动净出口对 GDP 增长的拉动率反弹至 1.5%，较上季度提高 1.0 个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度 GDP 增速将持平于 6.4%，不排除小幅反弹至 6.5% 的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3 月新增社融累计 81800 亿，同比多增 23249 亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3 月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3 月底社融存量同比增速加快至 10.7%，较上年末提高 0.9 个百分点。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3 月末，狭义货币（M1）余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

行业及区域经济环境

行业分析

我国城镇化进程处于快速推进的过程中，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间；2018 年以来城投公司加快业务转型速度，经营性业务占比不断上升，市场化程度持续提高

城市基础设施是城市正常运行和健康发展的物质基础，城市基础设施建设是城市发展的关键环节，对于推进城镇化、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率、改善人居环境、促进消费结构升级等起到不可替代的重要作用。

20 世纪 90 年代以来，我国城镇化进程不断加快，城市基础设施投资规模也保持快速增长。1995 年~2018 年，城镇化率由 29.04% 增加至 59.58%，平均每年增长 1.3 个百分点，意味着平均每年约 2000 万农村人口流入城镇。1995 年~2017 年，基础设施建设投资完成额由 0.41 万亿元增加至 17.31 万亿元，年均复合增长率为 18.52%；城市建成区面积由 19264.00 平方公里增加至 56225.38 平方公里，年均复合增长率为 4.99%。

我国城镇化进程仍处于快速推进的过程中。2018 年末 59.58% 的城镇化率与发达国家 80% 的平均水平还存在较大差距。城市基础设施总量不足、标准不高、发展相对滞后等问题仍很突出。如：2002 年~2017 年，城镇家庭平均每百户拥有的汽车数量由 0.88 辆增加至 37.50 辆，而人均城市道路面积仅由 8.10 平方米增加至 16.05 平方米。整体来看，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间。

城市基础设施建设一直受到国家层面的高度关注，中央不断出台相关政策文件保障行业发展的健康有序。2014 年 3 月国家发改委发布的《国家新型城镇化规划（2014-2020）》对提高城市可持续发展能力、推动城乡一体化发展等进行了中长期系统规划。2016 年发布的“十三五”规划则提出加快新型城镇化步伐、推进城乡发展一体化。2018 年又有《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》、《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》等文件出台。

城投企业是进行城市基础设施建设的重要主体，近年来的大规模建设投资在促进地方经济社会发展的同时，也使债务出现较快增长。为防范地方政府债务风险，从国发【2014】43 号文到新《预算法》，中央各部委出台了一系列政策措施清理地方政府债务、规范地方政府举债，明确要求剥离城投公司的政府融资职能，城投公司从政府融资平台逐步转为市场化的建设及经营主体。2018 年以来，随着发改办财金【2018】194 号文和财金【2018】23 号文的发布，政府委托代建项目的融资难度不断增加，促使城投公司加快业务转型速度，经营性业务占比不断上升。

城投公司的经营性业务涉及城市开发建设的方方面面，包括产业园区及厂房建设、商业综合体开发、教科文卫等公共设施、停车场、地下综合管廊、保障房建设、房地产开发、旅游景区开发等，以及水务、燃气、公交等公用事业。但与政府委托代建模式相比，经营性项目主要通过项目自身的收入和现金流来平衡项目投入，面临的不确定因素相对较多，城投公司面临的经营压力将有所上升。由于城投公司的经营性业务大多与城市开发建设相关，对于促进地区经济社会协调发展具有重要意义，地方政府对其仍保持很强的支持意愿，但具体的支持措施将通过股东支持或财政补贴等更加规范化的方式来实现。

地区经济

1. 青岛市

2018 年，青岛市地区经济继续保持快速发展，主要经济指标均排在山东省首位，经济实力极强

作为国家副省级城市、计划单列市，青岛市是国务院批复确定的国家沿海重要的中心城市、滨海度假旅游城市和山东半岛蓝色经济区规划核心区域龙头城市。依托优越的地理位置和政策优势，青岛市主要经济指标均排在山东省首位。

2018 年，青岛市实现地区生产总值 12001.5 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%，增速较 2017 年基本持平，人均 GDP 为 128459 元，综合实力极强；三次产业结构由 2017 年的 3.4：41.2：55.4 调整为 2018 年的 3.2：40.4：56.4。

青岛市现已形成以机械装备、食品饮料、石化橡胶、家电制造、电子信息和纺织服装业为主的现代工业体系，同时随着青岛市对家电、石化、服装、食品、机械装备、橡胶、汽车、轨道交通、船舶海工和电子信息十条工业千亿级产业链建设的不断推进，产业链内优势产业对青岛市工业经济的拉动作用持续增长。2018 年，青岛市实现全部工业增加值 4137.1 亿元，同比增长 6.9%。

投资和消费方面，2018 年，青岛市固定资产投资同比增长 7.9%，其中房地产开发完成投资 1485.2 亿元，同比增长 11.6%；全市实现社会消费品零售额 4842.5 亿元，同比增长 10.0%，消费市场发展良好。

2. 青岛西海岸新区

作为国家级新区，青岛西海岸新区经济保持快速增长，经济实力仍然很强

青岛西海岸新区是 2014 年 6 月 3 日经国务院批复设立的全国第九个国家级新区。西海岸新区地处胶州湾西岸，辖区范围为青岛市黄岛区²全部行政区域，其中陆域面积 2128 平方公里，海域面积约 5000 平方公里、海岸线 282 公里，现辖 26 个镇街、1228 个村居，常住总人口 158 万人，分为十个功能区³。西海岸新区设立西海岸新区管理委员会，与黄岛区政府合署办公。

表 2：2016 年～2018 年西海岸新区主要经济指标情况

单位：亿元、%

主要经济指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	2765.69	12.3	3212.71	11.0	3517.07	9.8
固定资产投资	2003.50	17.2	2262.00	15.00	-	13.10
规上工业增加值增速	-	11.0	-	9.5	-	9.5
社会消费品零售总额	516.00	12.4	579.5	12.3	643.3	11.1
三次产业结构	2.5：49.1：48.4		2.3：46.3：51.4		2.1：44.9：53.0	

资料来源：2016 年～2018 年西海岸新区国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

² 是指 2012 年由原黄岛区和胶南市合并后的新黄岛区，其中，原黄岛区与青岛经济技术开发区合署办公。

³ 即青岛经济技术开发区、青岛前湾港保税区、青岛市董家口循环经济示范区、国际经济合作区、青岛古镇口军民融合创新示范区、灵山湾产业区、青岛西海岸国际旅游度假区、海洋高新区（含新区核心区）、现代农业示范区、青岛西海岸交通商务区。

2018 年，西海岸新区实现地区生产总值 3517.07 亿元，同比增长 9.8%，增速比 2017 年略有下降，但仍处于较高水平。其中，第一产业增加值 73.7 亿元，增长 3.81%；第二产业增加值 1578.2 亿元，增长 9.12%；第三产业增加值 1865.17 亿元，增长 10.39%。三次产业结构由 2017 年的 2.3: 46.3: 51.4 调整为 2018 年的 2.1: 44.9: 53.0，第三产业对经济增长贡献继续提高。

依托良好的区位优势，西海岸新区深入推进海洋经济，2018 年完成海洋生产总值 1182.6 亿元，同比增长 16.3%，占 GDP 比重为 33.6%，比上年提升 1.9 个百分点。工业方面，全年完成工业总产值 4193 亿元，增长 16.5%。

2018 年，西海岸新区固定资产投资增长 13.1%。从产业分类上看，第一产业增长 40.5%；第二产业增长 40.9%，其中工业投资增长 11.9%；第三产业投资增长 3.2%。

财政状况

青岛市

2018 年，青岛市一般公共预算收入和基金预算收入保持增长，财政实力很强

根据青岛市财政局网站披露数据，2018 年，青岛市一般公共预算收入为 1231.90 亿元，同比增长 6.5%，其中税收收入 905.86 亿元，同比增长 9.9%；政府性基金收入为 885.52 亿元，同比增长 65.7%，受房地产及土地出让市场持续向好影响，青岛市政府性基金收入大幅增长。

2018 年，青岛市一般公共预算支出为 1561.23 亿元，同比增长 11.3%；政府性基金支出为 925.58 亿元。

截至 2018 年末，青岛市政府债务余额为 1272.43 亿元，其中一般债务余额为 705.94 亿元，专项债务余额为 566.49 亿元。

西海岸新区

随着政府性基金收入的大幅增长，2018 年西海岸新区财政收入保持较快增长，财政实力较强

根据西海岸新区政务网披露数据，2018 年，西海岸新区财政收入为 466.35 亿元，同比增长 21.83%，以一般公共预算收入和政府性基金收入为主。

西海岸新区一般公共预算收入继续增长，税收收入占比很高。2018 年，西海岸新区一般公共预算收入为 249.81 亿元，同比增长 8.01%，其中税收收入为 205.79 亿元，同比增长 11.34%，占比 82.38%。

受益于土地市场行情好转，西海岸新区政府性基金收入大幅上涨。2018 年，西海岸新区政府性基金收入为 172.04 亿元，同比增长 48.86%；同期，上级补助收入为 44.50 亿元，同比增长 23.82%。

2018 年，西海岸新区一般公共预算支出为 214.92 亿元，同比增长 12.66%；地方财政自给率为 116.23%，地方财政自给程度很高。

截至 2018 年末，西海岸新区政府债务余额为 91.25 亿元，其中一般债务余额为 31.58 亿元，专项债务余额为 59.67 亿元。

业务运营

公司营业收入和毛利润均大幅提高，仍主要来自土地开发整理业务

公司作为西海岸新区重要的土地开发整理及基础设施建设主体，除继续负责灵山湾产业区内的土地开发整理及基础设施建设，业务范围拓展至藏马山和灵山湾西片区。公司在上述区域范围内封闭式运作，业务仍具有很强的区域专营性。

2018 年，公司实现营业收入 9.09 亿元，同比增长 77.78%，以土地开发整理业务收入为主；新增的海事工程及服务收入，主要来自于新纳入合并范围的瑞港建设。

公司毛利润大幅增长，但综合毛利率有所下降。活动策划及执行服务毛利率为负，主要系公司筹划的系列论坛活动带有一定的公益性，收入无法弥补成本所致。

表 3：公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况

单位：亿元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	4.34	100.00	5.11	100.00	9.09	100.00
土地开发整理	4.03	92.82	4.81	94.01	7.13	78.40
活动策划及执行服务	0.04	0.91	0.11	2.13	0.15	1.70
海事工程及服务	-	-	-	-	1.10	12.09
其他	0.27	6.27	0.20	3.87	0.71	7.81
毛利润	2.48	100.00	2.71	100.00	4.10	100.00
土地开发整理	2.32	93.61	2.76	101.89	4.10	100.03
活动策划及执行服务	0.01	0.42	-0.16	-5.73	-0.36	-8.86
海事工程及服务	-	-	-	-	0.28	6.87
其他	0.15	5.97	0.10	3.84	0.08	1.97
综合毛利率	57.02		53.05		45.07	
土地开发整理	57.50		57.50		57.50	
活动策划及执行服务	26.73		-143.02		-234.97	
海事工程及服务	-		-		25.60	
其他	54.24		52.67		11.35	

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

土地整理开发及基础设施建设

跟踪期内，公司负责的土地整理开发及基础设施建设业务范围进一步扩大至藏马山和灵山湾西片区，开发主体地位进一步增强，具有很强的区域专营性

作为西海岸新区重要的土地开发整理及基础设施建设主体，2018 年以来，公司继续对灵山湾产业区实行土地出让收入和财税资金封闭运作开发（土地、财税收入除上缴国家和省级部分外，全额返还公司），目前灵山湾产业区内的土地整理、基础设施建设和项目引进布局等已基本完善。

根据西海岸新区管理委员会与公司最新签订的《藏马山旅游度假区土地开发协议》和《灵山湾西片区土地开发协议》，西海岸新区管委会授权公司对藏马山和灵山湾西片区实施土地整理开发、基础设施建设和项目引进等工作，其中藏马山授权区范

围约 32 平方公里，灵山湾西片区约 13.8 平方公里。上述区域缴纳的土地出让收入扣除国有土地收益基金等各项基金外，剩余部分（约土地出让收入 86%）在土地出让金到位后 30 日内全额返还给公司，同时将上述区域收缴的城市基础设施配套费 60% 拨付给公司，每年一次，于次年 1 月拨付到公司，专项用于区域开发建设。若上述资金拨付因政策原因无法实现，对于公司筹措资金进行区域开发的部分，西海岸新区管委会支付公司开发整理实际成本并加成 8% 开发管理费。公司业务范围进一步扩大，主体地位进一步增强。

公司基础设施建设业务不确认收入，建设成本统一纳入土地开发整理成本中，未来由收到的土地出让金和税收返还款来覆盖成本支出。公司每年将收到的土地出让金和税收返还款的一部分确认为土地开发整理收入，并按照收入的 42.5% 结转成本；未确认收入的土地出让金和税收返还款计入其他应付款科目。2018 年公司确认土地开发整理业务收入 7.13 亿元，大幅增长；毛利率为 57.50%，保持稳定。

公司在建和拟建项目投资规模很大，将面临较大的筹资压力

截至 2019 年 3 月末，公司在建的项目包括创智产业园一期、清华美院、藏马山区道路改造提升工程等，计划总投资 41.18 亿元，尚需投资 35.09 亿元。

表 4：2019 年 3 月末公司重点在建项目情况

单位：万元

项目名称	建设周期	计划总投资	已投资额	尚需投资额
创智产业园一期	36 个月	132895	23000	109895
清华青岛艺术与科学创新研究院	24 个月	99951	12000	87951
藏马山旅游度假区开城路南侧道路市政配套项目	24 个月	50574	10321	40253
藏马河公园	24 个月	64276	5623	58653
滨河东路市政配套工程	6 个月	3100	1230	1870
山海路（前湾港路-两河路）及市政配套工程	12 个月	15070	2532	12538
创智路（前湾港路-滨河东路）市政配套工程	6 个月	5858	200	5658
西华山路（滨河东路-前湾港路）道路及市政配套工程	6 个月	4354	10	4344
中央商务区朝阳西路工程	6 个月	14053	1933	12120
华山一路（山海路-华山路）市政配套工程	6 个月	10380	2200	8180
灵海路（华山西路-海岸大道）市政配套工程	6 个月	4776	1230	3546
宁海路（石山路-思学路）项目	6 个月	2441	400	2041
柏果树河道治理及景观工程	6 个月	4115	300	3815
合计	-	411843	60979	350864

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司拟建项目包括藏马大道、阿朵小镇及影视基地道路市政配套工程和开城路北侧综合开发项目基础设施配套工程等，建设工期在 12 个月至 24 月之间，拟建项目计划总投资额 25.53 亿元。

总体来看，公司在建和拟建项目投资规模很大，将面临较大的筹资压力。

安置房建设

公司安置房建设业务拓展至藏马山区等区域，拆迁安置房建设项目投资规模很大，面临较大的筹资压力

公司继续负责灵山湾产业区安置房建设，并新增藏马山和灵山湾西片区的安置房建设业务，具有较强的区域专营性，在西海岸新区建设领域地位得到进一步提升。

公司安置房建设业务模式未发生变化。2018 年，公司暂未确认安置房销售收入。截至 2019 年 3 月末，公司在建安置房主要为白果树安置房、大小兰东安置区项目和藏马山居项目等，计划总投资 20.01 亿元，累计投资 3.04 亿元。

整体来看，公司安置房项目投资规模很大，仍将面临较大的筹资压力。

表 5：2019 年 3 月末公司主要在建安置房建设项目情况

单位：万元

项目名称	计划总投资额	建设周期	累计投资额	尚需投资额
白果树安置区	28433	24 个月	14276	10942
卜落林安置区	15069	24 个月	3625	5084
大小兰东安置区	54900	12 个月	500	30000
藏马山居项目	101700	12 个月	12000	35000
合计	200102	-	30401	169701

资料来源：公司提供，东方金诚整理

外部支持

跟踪期内，公司继续获得股东及相关各方的有力支持，业务范围明显扩大，在西海岸新区的开发主体地位进一步增强

公司作为西海岸新区重要的土地开发整理及基础设施建设主体，继续得到了青岛市政府和西海岸新区管委会的有力支持。

跟踪期内，根据西海岸新区管委会最新授权，公司业务范围进一步扩大至灵山湾西片区和藏马山藏马山，未来藏马山和灵山湾西片区授权区范围内的土地出让返还还在缴纳相关费用后 30 日内全额返还给公司。同时，公司在税收返还方面继续享有青岛市政府的支持。

考虑到公司在灵山湾产业区、藏马山和灵山湾西片区土地开发整理、基础设施建设及安置房建设领域发挥重要作用，预计仍将得到股东及相关各方的有力支持。

企业管理

截至 2018 年末，公司注册资本为 100.00 亿元，实收资本为 60.78 亿元，实收资本较上年增加 0.02 亿元；青岛市国资委持有公司 100.00% 股权，仍为公司实际控制人。

2018 年 9 月，根据青岛市人民政府任免职务通知，刘鲁强被任命为公司董事长，本次董事长变更不会对公司日常管理、生产经营偿债能力产生不利影响。

跟踪期内，公司产权结构和治理结构未发生其他重大改变，公司组织架构中部门由原来的 10 个部门增设至 15 个部门，详见附件二。

财务分析

财务质量

公司提供了 2018 年合并财务报表。中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未变更会计师事务所。

2018 年末，公司纳入合并范围的全资及控股子公司共有 36 家，较上年末增加 4 家。

资产构成与资产质量

公司资产规模继续增长，资产结构仍以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货占比较大，资产流动性仍较弱

公司总资产规模继续增长，仍以流动资产为主。2018 年末，公司资产总额为 228.18 亿元，同比增长 8.85%。其中，流动资产占比为 92.90%。

表 6：公司主要资产构成情况

单位：亿元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产	166.68	203.87	211.99
货币资金	27.18	32.90	26.75
存货	124.92	157.25	167.30
其他流动资产	6.74	10.67	7.19
非流动资产	7.02	5.76	16.19
长期股权投资	0.28	0.30	4.45
固定资产	3.00	2.95	4.93
资产总额	173.70	209.63	228.18

资料来源：审计报告，东方金诚整理

公司流动资产仍主要以存货、货币资金和其他流动资产为主。2018 年末，公司货币资金中受限金额为 11.03 亿元，受限比例较大；其他应收款为 7.12 亿元，同比增长 214.79%，主要为拍地保证金、土地指标占补平衡款、拆迁补偿款增加所致；存货主要由工程施工和土地使用权构成，占比分别为 93.64%和 6.33%，其中工程施工为建造合同形成的已完工未结算资产；其他流动资产主要为银行理财产品，受银行理财产品到期取回所致，同比下降 32.58%。总体来看，公司变现能力较弱的存货在总资产中占比很高，资产流动性仍较弱。

公司非流动资产主要为长期股权投资和固定资产。其中，长期股权投资同比增加 4.15 亿元，主要系增加对青岛西海岸天业建设发展有限公司、青岛灵海汇置业有限公司等投资所致；固定资产同比增长 66.98%，主要系合并报表范围扩大所致；商誉为 3.57 亿元，同比增加 3.55 亿元，主要为购买瑞港建设所致。

2018 年末，公司受限资产为 11.37 亿元，主要为受限的货币资金和固定资产，占总资产的比例为 4.99%。

资本结构

公司所有者权益小幅增长，权益结构较为稳定

2018 年末，公司所有者权益为 83.41 亿元，同比增长 3.95%。其中，公司实收资本为 60.78 亿元，同比增加 0.02 亿元；未分配利润为 17.63 亿元，同比增长 9.81%，为经营累计产生的利润。此外，公司资本公积、盈余公积等变动不大，规模仍较小。

公司负债规模和资产负债率有所增加，短期有息债务占比较高

随着公司业务规模的继续扩大，公司负债规模有所增加。2018 年末，公司负债总额为 144.77 亿元，同比增长 11.89%；其中，流动负债占比为 60.90%。

表 7：公司主要负债构成情况

单位：亿元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动负债	42.88	56.97	88.16
短期借款	7.34	6.80	8.10
其他应付款	22.48	38.28	41.30
一年内到期的非流动负债	5.40	0.81	25.28
非流动负债	54.48	72.42	56.61
长期借款	39.55	57.53	39.51
应付债券	14.86	14.89	16.88
负债总额	97.37	129.39	144.77

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

由于 2019 年集中到期的长期借款规模较大，公司流动负债大幅增长。2018 年末，公司短期借款增幅较大，全部为保证借款；其他应付款前五名包括收到的青岛公共住房建设投资有限公司（以下简称“青岛公住房”）的委托借款 21.58 亿元、青岛市黄岛区财政局 9.94 亿元的土地返还款，大连万达集团股份有限公司缴纳的 4.42 亿元土地出让款保证金，青岛西海岸天业建设发展有限公司 3.41 亿元往来款和城发集团（青岛）开发投资股份有限公司的 1.28 亿元保证金。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款同比减少 31.33%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致；应付债券 16.88 亿元，为公司发行的“16 西发债 01/PR 西发 01”和“18 西发债/18 西发债”。

2018 年末，公司全部债务为 111.36 亿元，同比增长 8.04%。其中，短期有息债务为 33.39 亿元，占全部债务比例为 29.98%，占比较高。

2018 年末，公司资产负债率为 63.45%，同比增加 1.72 个百分点；全部债务资本化率为 57.18%，同比提高 0.95 个百分点，债务率水平较高。

3. 对外担保

截至 2018 年末，公司对外担保余额为 20.14 亿元，担保比率为 24.15%，担保对象为青岛公住房，担保期限为 2014 年 11 月 26 日至 2024 年 11 月 25 日。公司通过青岛公住房获得安置房建设委托贷款，用于公司的安置房建设项目，同时为青岛公住房的借款提供担保。

盈利能力

尽管营业收入大幅增长，但由于未收到政府补贴，公司 2018 年利润总额同比降幅较大，盈利能力依然较弱

2018 年，公司实现营业收入 9.09 亿元，同比增加 77.78%；营业利润率 42.77%，同比降低 7.52 个百分点。公司期间费用以管理费用为主。2018 年，公司期间费用为 1.00 亿元，同比增长 106.67%，占营业收入的比重为 11.02%。

公司利润总额降幅较大，盈利能力仍然较弱。公司利润总额为 2.94 亿元，同比下降 36.26%，主要系当年未收到政府补贴所致；总资本收益率和净资产收益率分别为 1.09%和 2.29%，分别下降 1.11 个百分点和 2.51 个百分点。

现金流

公司经营性现金流同比有所好转，但购买理财和对外投资形成了较大规模的现金流出，总体现金流转为净流出状态

经营活动方面，2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 30.96 亿元，同比增长 15.09%，主要系收到的土地出让金返还款等产生的现金流入增加所致；现金收入比为 98.26%，虽有所下降但收现能力仍很强。同期，公司经营活动产生的现金流出为 27.95 亿元，同比减少 18.60%，主要系公司支付的往来款减少所致；经营性净现金流为 3.01 亿元，由净流出转为净流入状态。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入为 11.80 亿元，同比减少 59.96%；投资活动现金流出为 21.16 亿元，同比减少 33.39%，均主要为公司购买及赎回理财产品及对外投资产生的现金流；投资性净现金流为-9.35 亿元，净流出同比增加 7.07 亿元，主要系购买瑞港新城等子公司及对联营企业投资增加所致。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入为 23.39 亿元，同比减少 8.62%；筹资活动现金流出为 26.02 亿元，同比增加 111.49%，主要系存入锁汇保证金、保函保证金等使用受限的银行存款所致；筹资性净现金流为-2.63 亿元。

2018 年，公司现金及现金等价物净增加额为-9.04 亿元，较上年的 3.58 亿元大幅下降。

偿债能力

考虑到公司业务仍具有很强的区域专营性，得到了股东及相关各方的有力支持，公司偿债能力依然很强

从短期偿债能力来看，2018 年末，公司流动比率和速动比率分别为 240.45%和 50.69%，同比分别下降 117.20 个百分点和 31.13 个百分点。现金比率为 30.34%，同比下降 27.42 个百分点。公司流动资产中存货等占比较高，资产流动性较差，对流动负债的保障能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2018 年末，公司长期债务资本化比率为 48.32%，同比下降 4.67 个百分点；全部债务/EBITDA 为 33.40 倍，同比上升了 12.64 倍；EBITDA 利息保障倍数为 1.01 倍，同比下降了 0.51 倍，EBITDA 对全部债务本金和利息的覆盖程度依然较低。

总体来看，考虑到公司是西海岸新区重要的建设主体，主营业务具有很强的区域专营性，得到了股东及相关各方的有力支持，公司的偿债能力依然很强。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2019 年 5 月 13 日，公司本部已结清和未结清银行贷款中无关注类或不良（违约）类贷款。截至本报告出具日，公司在资本市场公开发行的“16 西发债 01/PR 西发 01”已按期支付本息；“18 西发债/18 西发债”，已按期支付利息，尚未到本金兑付日。

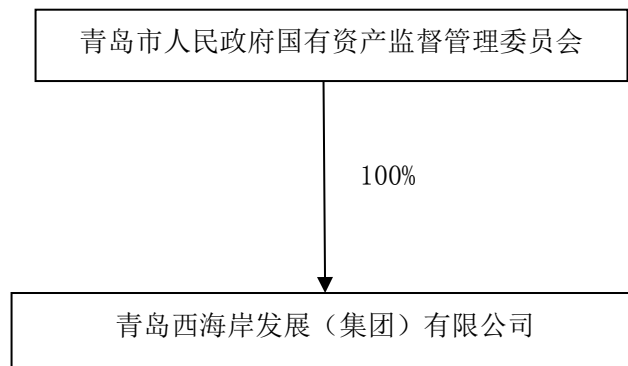
结论

东方金诚认为，跟踪期内，作为国家级新区，青岛西海岸新区经济保持快速发展，经济实力很强；公司土地整理开发及基础设施建设等业务范围明显扩大，开发主体地位进一步增强，仍具有很强的区域专营性；公司作为青岛西海岸新区重要的土地开发整理及基础设施建设主体，继续得到股东及相关各方的有力支持。

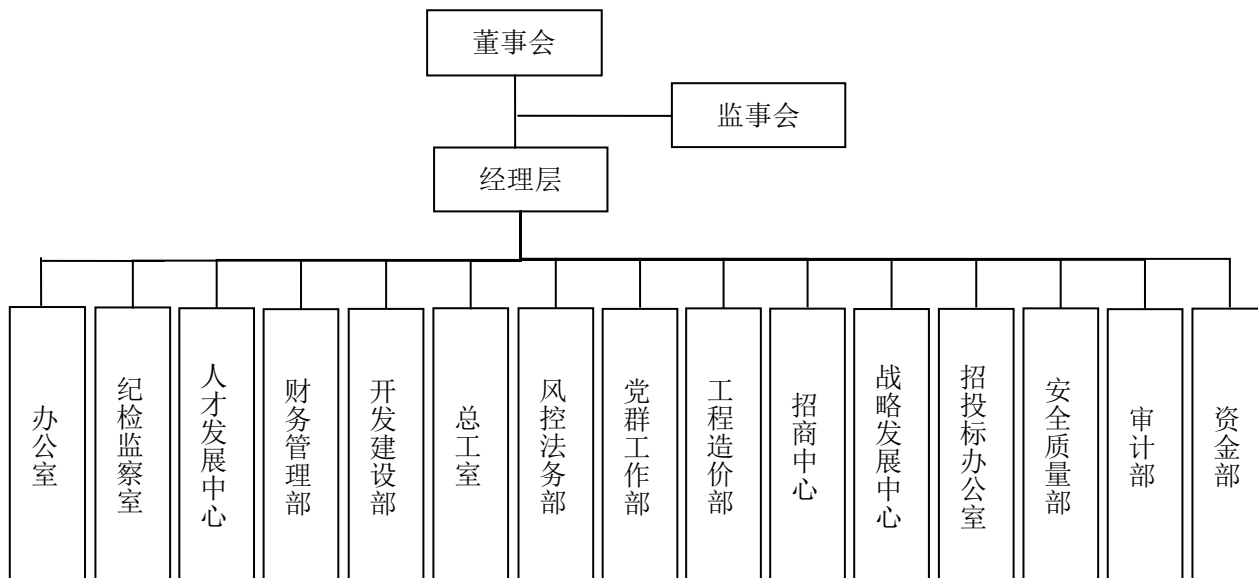
同时，东方金诚也关注到，公司在建项目和拟建项目投资规模很大，面临较大的筹资压力；公司资产以变现能力较弱的存货为主，资产流动性仍较差；公司债务规模及债务率有所增长，短期债务占比较高。

综合考虑，东方金诚维持公司的主体信用等级 AA+，评级展望为稳定；维持“16 西发债 01/PR 西发 01”的信用等级 AA+；维持“18 西发债/18 西发债”的信用等级 AA+。

附件一：截至 2018 年末公司股权结构图



附件二：截至 2018 年末公司组织架构图



附件三：公司主要财务数据和指标（单位：万元、%）

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年
货币资金	271794.53	329045.40	267500.22
其他应收款	69376.32	22613.40	71184.61
存货	1249175.83	1572505.52	1672960.06
流动资产合计	1666818.67	2038659.29	2119859.98
长期股权投资	2763.13	2992.51	44514.19
固定资产	30047.93	29505.40	49266.94
非流动资产合计	70193.69	57626.01	161911.22
资产总计	1737012.36	2096285.29	2281771.21
短期借款	73421.64	67952.85	81048.50
其他应付款	224824.29	382828.26	412984.68
一年内到期的非流动负债	54000.00	8100.00	252836.51
流动负债合计	428827.90	569696.62	881607.29
长期借款	395460.42	575306.20	395068.63
应付债券	148599.59	148930.66	168781.62
非流动负债合计	544838.73	724236.86	566112.43
负债合计	973666.62	1293933.49	1447719.72
实收资本	607587.64	607587.64	607787.64
资本公积	14917.95	14317.95	14317.95
未分配利润	14242.83	18724.76	21677.76
所有者权益合计	763345.73	802351.81	834051.49
营业收入	43444.87	51143.76	90924.05
利润总额	20029.36	46133.28	29404.54
净利润	18836.03	38490.55	19064.13
EBITDA	22478.24	49629.76	33335.73
经营性净现金流	-172723.68	-74343.08	30115.05
投资性净现金流	-51858.53	-22848.15	-93536.84
筹资性净现金流	280011.61	132942.10	-26302.62
资产负债率	56.05	61.73	63.45
全部债务资本化比率	52.73	56.23	57.18
流动比率	388.69	357.85	240.45
速动比率	97.39	81.82	50.69
经营现金流动负债比	-40.28	-13.05	3.42
净资产收益率	2.47	4.80	2.29
全部债务/EBITDA（倍）	37.88	20.77	33.40
EBITDA 利息倍数（倍）	0.71	1.52	1.01

附件四：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的债务本金})$
经营效率指标	
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	$(1) 2 \text{ 年数据: } \text{增长率} = (\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$ $(2) n \text{ 年数据: } \text{增长率} = \left[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定 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。

注：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。