

2014 年即墨市城市旅游开发投资有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【455】号 01

债券简称：14 即墨旅投
债/PR 即墨旅投

增信方式：抵押担保

债券剩余规模：6.0 亿元

债券到期日期：2021 年
11 月 17 日

债券偿还方式：按年付
息，同时设置本金提前
偿还款项，在存续期的
第 3 至第 7 年末分别按
照债券发行总额的 20%
的比例偿还债券本金

分析师

姓名：
安晓敏 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
anxm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2014 年即墨市城市旅游开发投资有限公司¹公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 27 日	2018 年 06 月 25 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司（以下简称“即墨旅投”或“公司”）及其 2014 年 11 月 17 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，未来业务收入有一定保障，继续获得较大的外部支持，且抵押担保提升了本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，并存在一定的或有负债等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年即墨区实现 GDP1,413.4 亿元，同比增长 8.4%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 未来业务收入有一定保障。公司供电及供汽供热业务区域垄断性强，且业务持续性较好；截至 2018 年末，公司存货中尚待结转的工程施工金额为 12.28 亿元，后续为公司回购收入提供一定保障；此外，公司自建的停车场完工能为公司带来一定服务收入及租金。
- 公司获得较大外部支持。2018 年，公司获得各类政府补贴收入 4.19 亿元，有效提升了公司的利润水平。

¹ 2018 年 4 月，公司名称由“即墨市城市旅游开发投资有限公司”变更为“青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司”。

- **抵押担保有效提升了本期债券的安全性。**本期债券由公司持有的 4 宗土地使用权（评估基准日：2017 年 9 月 5 日）及 8 宗水域滩涂使用权（评估基准日：2013 年 12 月 31 日）提供抵押担保，抵押资产评估价值 42.79 亿元，抵押比率为 6.76 倍，有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2018 年末，公司资产以土地、房产、水库及水域滩涂等非流动资产为主，且已抵押资产账面价值占总资产的比重为 34.24%；公司应收类款项规模较大且账龄较长，对公司资金形成占用，整体资产流动性较弱。
- **公司仍存在较大的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要热电工程项目、房地产项目及基础设施项目预计尚需投入 72.26 亿元，存在较大的资金压力。
- **有息债务规模继续攀升，债务压力较大。**截至 2018 年末，公司有息负债总额为 73.20 亿元，同比增长 38.54%，占负债总额的比重为 71.01%，公司面临较大的刚性债务压力。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额为 91.14 亿元，占所有者权益的比重达 61.43%，对外担保金额较大，且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标：（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,514,339.12	2,255,017.62	2,042,467.81
所有者权益	1,483,482.41	1,464,596.55	1,468,573.52
资产负债率	41.00%	35.05%	28.10%
流动比率	2.69	2.36	2.46
有息负债	732,001.19	528,349.26	453,303.56
营业收入	118,085.98	103,949.71	85,047.02
营业利润	18,717.05	61,915.02	-7,662.65
公允价值变动收益	0.00	65,269.15	0.00
其他收益	41,910.56	14,183.95	0.00
营业外收入	12.88	7.27	31,033.11
利润总额	18,451.34	61,409.87	23,185.93
综合毛利率	9.51%	12.25%	15.58%
EBITDA	51,697.38	93,194.09	46,421.49

EBITDA 利息保障倍数	1.40	3.79	1.93
经营活动现金流净额	15,301.76	954.39	5,083.94

注：2016 年数据来自 2017 年审计报告期初数，2017 年数据来自 2018 年审计报告期初数。
资料来源：公司2017年、2018年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年11月17日发行7年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于即墨区丁字湾城市供热（冷）项目，但考虑到截至2014年末该项目已基本投资完成，为提高募集资金使用效率，将本期债券募集资金用途变更为即墨区市医院片区改造项目，同时于2015年7月15日向青岛市发展和改革委员会进行了备案。截至2019年6月10日，本期债券募集资金专项账户余额为71.06万元。

二、发行主体概况

2018年4月，根据《青岛市即墨区人民政府关于即墨市设区的通知》，公司名称变更为“青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司”，股东由青岛市即墨区财政局变更为青岛市即墨区国有资产运营服务中心，此外公司经营范围增加装修装饰业务。截至2019年4月末，公司注册资本及实收资本均仍为1.00亿元，青岛市即墨区国有资产运营服务中心持有公司100%股权，为公司唯一股东及实际控制人。2019年3月，经股东决定、董事会决议及职工代表大会决议通过，公司对董事、监事、董事长及总经理进行了调整，董事调整为姜修亭、张斌、黄俊昊、范希华、李俊泽、张艳光、陈克明、王庆利、林昊菲，监事调整为于宁、于恩杰、王锴、王林林、万晓斐，董事长调整为姜修亭，总经理调整为张斌。

2018年公司合并报表范围新增5家子公司，无减少子公司，详见下表。

表1 2018年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
青岛景融网络科技有限公司	100%	200.00	计算机软硬件技术开发、销售;电脑及配件、服务器、网络设备、办公设备、通讯器材的销售与安装;电子商务、设计、制作、代理、发布国内广告业务;数据库信息咨询;劳务派遣	新设
青岛景立智能停车管理有限公司	55%	3,000.00	停车场运营管理与服务;物业管理与服务;停车设备销售与租赁;立体车库的项目建设;售电业务、汽车充电服务;智能交通管理产品的开发、销售;停车场工程勘察、设计与设备安装;电子及通讯设备的开发、销售;网络工程;电动汽车销售、租赁、维修;设计、制作、代理、发布国内广告;汽车售后市场服务与咨询;以自有资金对路面市政道路、停车泊位项目进行投资、并对该项目进行管理;国内劳务派遣	新设
青岛金正隆置业有限公司	100%	4,063.3575	从事房地产开发、酒店经营管理、旅游开发、物业服务、房产租赁、园林绿化、室内外装饰、销售建材;土地租赁、停车场及配套设施租赁、停车场服务、建设立体停车场	收购

青岛鼎胜泰瑞置业有限公司	100%	2,000.00	房地产开发经营	收购
青岛蓝谷微纳高新技术产业有限公司	100%	1,000.00	微纳技术及工艺咨询、加工服务;学术交流服务;软件信息技术开发、推广、信息咨询及成果转让服务;设备及厂房租赁企业服务;以自有资金进行投资管理;企业孵化;货物进出口、技术进出口	新设

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

(一) 宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年青岛市经济总量继续增长,经济实力稳步增强

2018年青岛市经济总量继续保持增长态势,全年实现地区生产总值12,001.5亿元,按可比价格计算,较上年增长7.4%。第一产业增加值386.9亿元,增长3.5%;第二产业增加值4,850.6亿元,增长7.3%;第三产业增加值6,764.0亿元,增长7.7%。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。据初步测算,2018年青岛市实现海洋生产总值3,327亿元,增长15.6%,海洋生产总值占GDP比重27.7%,占比较上年提高1.3

个百分点；全市现代服务业实现增加值3,773.4亿元，增长9.2%，占全市GDP比重为31.4%，占比较上年提高1.1个百分点，产业结构继续得到优化。截至2018年末，青岛市常住人口939.48万人，人均生产总值128,459元，为同期全国人均生产总值的198.72%。

2018年青岛市继续加快高新技术产业发展，全市高技术产业实现增加值增长6.9%，占GDP比重为4.6%。其中，高技术制造业增加值增长3.3%，占GDP比重为2.0%；高技术服务业增加值增长10.0%，占GDP比重为2.5%。战略性新兴产业增加值增长6.2%，占GDP比重为8.1%。其中，战略性新兴产业工业增加值增长5.0%，占GDP比重为5.4%；战略性新兴产业服务业增加值增长8.6%，占GDP比重为2.7%。此外，“新产品”产量增速较快，工业机器人2,288套，增长59.4%；城市轨道交通车辆1,538辆，增长20.5%；新能源汽车9.2万辆，增长14.4%。

2018年青岛市固定资产投资同比增长7.9%，其中，第一、二、三产业投资分别增长14.3%、9.1%和7.5%；战略新兴产业投资增长32.8%，高技术制造业投资增长59.0%，工业技改投资增长22.6%。2018年青岛市亿元以上新开工项目（含房地产）702个，较上年增加1个，完成投资1,737.5亿元，下降12.4%，占全市固定资产投资的比重为33.2%。

2018年青岛市消费市场运行平稳，全年实现社会消费品零售总额4,842.5亿元，同比增长10.00%；对外贸易保持增长，全年实现进出口总额5,321.30亿元，同比增长5.70%；金融机构运行良好，信贷投放力度增大，全年实现存款余额和贷款余额分别为16,121.30亿元和16,098.00亿元，同比分别增长6.56%和11.88%。

表3 2017-2018年青岛市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	12,001.50	7.4%	11,037.28	7.50%
第一产业增加值	386.90	3.50%	380.97	3.20%
第二产业增加值	4,850.60	7.30%	4,546.21	6.80%
第三产业增加值	6,764.00	7.70%	6,110.10	8.40%
固定资产投资	-	7.90%	7,777.10	7.40%
社会消费品零售总额	4,842.50	10.00%	4,541.00	10.60%
进出口总额	5,321.30	5.70%	5,033.50	15.70%
存款余额	16,121.30	6.56%	15,129.00	3.10%
贷款余额	16,098.00	11.88%	14,388.4	11.10%
人均GDP（元）	128,459.00		119,357	
人均GDP/全国人均GDP	198.72%		200.06%	

资料来源：2017-2018年青岛市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

同期，青岛房地产开发完成投资1,485.2亿元，增长11.6%。其中，住宅投资1,034.8亿

元，增长11.8%。商品房销售面积1,808万平方米，下降4.9%。其中，住宅销售面积1,578.3万平方米，下降3.4%，具体如下表所示。“三去一降一补”取得新进展。年末商品房待售面积433.3万平方米，下降7.8%；其中，住宅待售面积162.1万平方米，下降22.8%。另外，青岛市政府继续引导推进保障性住房建设，2018年保障性住房基本建成15,540套，其中，公共租赁住房11,212套，经济适用住房2,225套，限价商品住房2,103套。

表4 2018年青岛市房地产开发投资、商品房销售面积及增速（单位：亿元、万平方米）

分类	房地产开发投资	增长率	商品房销售面积	增长率
住宅	1,034.80	11.8%	1,578.30	-3.4%
办公楼	98.50	-12.5%	76.70	-21.6%
商业营业用房	153.70	-17.3%	119.90	-7.9%
其他	198.20	85.7%	33.10	-14.6%
总计	1,485.20	11.6%	1,808.00	-4.9%

资料来源：2018年青岛市国民经济和社会发展统计公报

2018年青岛市全市实现公共财政收入1,231.9亿元,同比增长6.5%，其中税收收入905.86亿元，占公共财政收入比重为73.53%；实现政府性基金收入888.52亿元，同比增长65.7%；同期青岛市全市公共财政支出为1,561.23亿元，同比增长11.3%，财政自给率为78.91%。

2018年青岛市本级实现公共财政收入52.22亿元，其中税收收入8.19亿元，占公共财政收入比重为15.68%；实现政府性基金收入220亿元；同期青岛市本级公共财政支出为574.88亿元，财政自给率为9.08%。

2018年即墨区经济继续保持较快增速，经济实力稳步增强

2018年即墨区继续以纺织服装、家电电子和机械加工三大传统制造业为基础，以市场商贸、现代物流、旅游会展为助力，大力推进东部青岛蓝谷、中部青岛汽车产业新城、西部中国即墨国际商贸城等重点功能区建设。

2018年，即墨区实现地区生产总值1,413.4亿元，按可比价格计算，同比增长8.4%，其中，第一产业实现增加值70.8亿元，同比增长3.8%；第二产业实现增加值761.7亿元，同比增长9.5%；第三产业实现增加值580.9亿元，同比增长7.6%。2018年，即墨区三次产业结构由2017年的4.9: 54.3: 40.8调整为5.0: 53.9: 41.1，以二三产业为主。2018年即墨区常住人口123.83万，人均地区生产总值为114,780元，为全国人均地区生产总值的177.55%。2018年即墨区实现规模以上固定资产投资较上年增长9.9%，另外，2018年即墨区实现社会消费品零售总额为498.2亿元，同比增长11.1%，增速略有提升；金融机构运行良好，存款和贷款余额均有所增长。

表5 2017-2018年即墨区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2018年	2017年
----	-------	-------

	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,413.4	8.4%	1,310.6	9.2%
第一产业增加值	70.8	3.8%	64.3	3.3%
第二产业增加值	761.7	9.5%	711.8	8.5%
第三产业增加值	580.9	7.6%	534.5	10.9%
规模以上固定资产投资	-	9.9%	1,044.6	8.4%
社会消费品零售总额	498.2	11.1%	462.4	9.0%
进出口总额	355.4	17.1%	302.6	4.1%
存款余额	1,030.1	9.2%	942.9	15.0%
贷款余额	880.8	3.7%	849.3	2.5%
人均 GDP（元）		114,780		107,031.44
人均 GDP/全国人均 GDP		177.55%		179.40%

注：上述增长速度均按可比价计算；

资料来源：2017-2018 年即墨区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年即墨区实现公共财政收入111.2亿元，同比增长6.6%，其中税收收入74亿元，占公共财政收入比重为66.55%；实现政府性基金收入82.81亿元；同期即墨区公共财政支出为168.72亿元，财政自给率为65.91%。

四、经营与竞争

公司是即墨区重要的城市基础设施项目建设主体，业务涉及城市基础设施建设、供电及供汽供热业务等。2018 年公司营业收入为 11.81 亿元，较上年有所增长，主要系新增水利工程收入所致，水利工程项目均为代建项目。毛利率方面，2018 年毛利率为 9.51%，较 2017 年有所下滑。2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表6 2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
电、蒸汽、循环水供热等	31,626.03	0.50%	27,917.58	-3.53%
房屋销售	28,699.97	-0.49%	42,664.97	5.95%
水利工程	27,932.03	7.55%	-	-
安装工程	4,736.19	5.95%	4,700.19	26.35%
其他	5,009.79	20.10%	4,244.32	17.37%
主营业务小计	98,004.01	3.48%	79,527.06	4.44%
其他业务小计	20,081.97	38.90%	24,422.65	37.69%
合计	118,085.98	9.51%	103,949.71	12.25%

注：主营业务中的其他含泊车收入、批发零售、检测费收入、安保服务和物业收入。

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司供电及供汽供热业务区域垄断性强，2018 年经营较为稳定，但盈利能力依然较弱

公司供电及供汽供热业务主要由子公司即墨市热电厂负责运营。即墨市热电厂属热电联产项目，不仅可以提供电能，还能提供工业用蒸汽和住宅暖气用热水，承担着即墨区发电、供汽供热的主要任务。截至 2018 年末，公司拥有 22 炉 8 机的生产规模，装机容量 60 兆瓦，额定供汽能力 300 吨/每小时，蒸汽管线及采暖热水主管线 130 千米，年供汽能力为 200 万吨，配套供热面积 1,036 余万平方米，负责全市 100 多家企业蒸汽供应及 90 多家单位、100 多个居民小区近 10 万户居民冬季采暖供应任务，是即墨区的重要基础性产业，在即墨区具有较强的业务垄断性。

2018 年，即墨市热电厂本部供汽供热量为 69.51 万吨，均价为 210.43 元/吨，供电量为 1.21 亿度，供电单价为 0.37 元/度。2018 年公司供电及供汽供热业务实现收入 3.16 亿元，较上年有所增长，毛利率方面，因公司 2018 年对蒸汽价格进行了上调，毛利率较上年有所上升，扭亏为盈，但是水平仍然较低，一方面系供电及供汽供热业务属公用事业，受政府限价影响，整体盈利能力仍较弱，另一方面系子公司增加炉机、管线等设备投资，带动成本上升且产能利用率较低。

表7 2017-2018 年即墨市热电厂供热供气情况指标

项目	2018 年	2017 年
实际供应量（万吨）	69.51	126.91
平均供应单价（元/吨）	210.43	180.81
销售收入（亿元）	1.46	2.32

注：2018 年数据为即墨市热电厂本部数据。

资料来源：公司提供

表8 2017-2018 年即墨市热电厂供电情况指标

项目	2018 年	2017 年
供电量（亿度）	1.21	1.20
平均供电单价（元/度）	0.37	0.46
供电收入（亿元）	0.45	0.49

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司主要在建热电工程项目主要有丰泰源热电建设工程、永泰源热电 75T 工程、东南部老城片区集中供热项目、东部汽车城片区集中供热建设项目和即墨热电工程项目，预计项目总投资 14.83 亿元，已投资 2.36 亿元，尚需投入 12.47 亿元，存在一定的资金压力。

表9 截至 2018 年末公司主要在建热电工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	项目性质
丰泰源热电基建工程	17,000.00	3,604.98	自建
永泰源热电 75T 工程	14,000.00	12,297.67	自建
东南部老城片区集中供热项目	19,473.28	1,063.35	自建
东部汽车城片区集中供热建设项目	94,603.68	5,198.59	自建
即墨热电工程项目	3,200.00	1,419.64	自建
合计	148,276.96	23,584.22	-

资料来源：公司提供

2018 年公司实现代建业务收入，且未来有一定保障，但随着在建项目的后续投入，公司仍面临较大的资金需求

作为即墨区重要的开发建设和资产运营主体，公司承担了即墨区大量的基础设施建设及安置房开发任务。近年公司承建了大量市政道路、雨、污管网配套设施及城乡供水项目等，根据公司、子公司青岛市金元衡水务发展有限公司（以下简称“金元衡”）分别与即墨区财政局签订的《市政资产回购协议》，由即墨区财政局对公司及金元衡建设的市政公益性资产进行回购，回购金额包括项目建设成本加上一定比例的投资收益率。2018 年公司代建收入项目来自政府水利应急调水工程、农村规模化供水项目，共实现收入 2.79 亿元，均已回款。

表10 2018 年公司代建业务情况（单位：万元）

项目名称	投资金额	累计确认收入	2018 年确认收入
政府水利应急调水工程	18,185.06	20,848.55	9,748.93
农村规模化供水	17,246.58	18,183.09	18,183.09
合计	35,431.64	39,031.64	27,932.02

资料来源：公司提供

公司主要在建项目有人才综合体、即墨城市智慧停车场建设项目和女岛港航道锚地项目等自建项目，以及大沽河水系建设项目、即墨市城乡供水工程、气象观测站建设项目、环秀湖综合建设整治和墨水河龙泉河综合整治工程等代建项目。其中即墨城市智慧停车场建设项目预计完工能为公司带来一定服务收入及租金。截至 2018 年末，主要在建基础设施项目总投资 75.24 亿元，已投资 16.94 亿元，尚需投资 58.30 亿元。公司代建项目规模较大，存货中尚待结转的工程施工金额为 12.28 亿元，未来收入有一定保障，但随着在建项目的后续投入，公司仍面临较大的资金需求。

表11 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	项目性质
大沽河水系建设项目	30,000.00	21,584.91	代建
即墨市城乡供水工程	47,600.00	42,941.81	

气象观测站建设项目	3,600.00	1,733.51	
环秀湖综合建设整治	12,000.00	5,785.15	
墨水河龙泉河综合整治工程	172,900.00	5,683.95	
人才综合体	350,000.00	61,283.37	
即墨城市智慧停车场建设项目	96,294.00	7,611.19	自建
女岛港航道锚地项目	40,000.00	22,813.05	
合计	752,394.00	169,436.94	-

资料来源：公司提供

2018 年公司房产销售收入及利润均有所下降，鉴于公司尚有在建商品房项目，该业务未来收入有一定保障

公司 2018 年房地产销售收入来自于墨河嘉苑和岛里天成两个项目。其中墨河嘉苑系即墨区医院片区改造项目，该项目自 2012 年 7 月起开始项目前期工作，已于 2016 年 3 月末全部完工，截至 2018 年末，已基本完成销售。岛里天成项目系田横省级旅游度假区汪里村旧村改造，部分仍然在建。根据公司提供的资料，公司房地产销售前期以安置回迁居民为主，由于前期拆迁成本均由政府投入，采用房屋补偿回迁居民的方式，故该项收入不产生现金回流，后期主要以商品住宅销售收入（含安置区安置后剩余面积销售收入、差额面积差价收入）、地下车位销售收入、商业用房扣除补偿面积后剩余部分销售收入为主。

2018 年公司实现房屋销售实现收入 2.87 亿元，毛利率为-0.49%，主要由于墨河嘉苑项目销售进入收尾阶段，可供出售房源较少，岛里天成项目尚处于回迁安置阶段，利润水平较低所致。

表12 2018 年公司房地产销售情况（单位：万元、万平方米）

项目	收入	总可售面积	截至年末可售面积
墨河嘉苑	3,751.02	40.08	0
岛里天成	24,948.95	14.00	8.42
合计	28,699.97	54.08	8.42

资料来源：公司提供

目前公司房地产在建项目为岛里天成，该项目总投资 10.40 亿元，已完成投资 8.90 亿元，尚需投资 1.50 亿元，随着项目完工，将为公司带来一定房屋销售收入。

表13 截至 2018 年末公司在建房地产项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	预计完工时间
岛里天成	104,000.00	89,000.00	2020 年 10 月

资料来源：公司提供

2018 年租赁收入规模有所缩减，且需关注后续续租情况

2018 年公司实现租赁收入 1.73 亿元，同比下降 24.37%，主要系公司将女岛港码头、

东部养殖基地于 2017 年底收回、停止租赁所致。其中，女岛港码头收回并停止租赁是由于即墨区决定对女岛港进行升级改造，港口升级改造一定程度影响公司租赁收入，且公司目前主要出租标的东部养殖池租赁（水域滩涂使用权租赁）租约将于 2019 年年底到期，需关注其续租情况。

表14 2018 年公司租赁收入明细（单位：万元）

项目	收入	租赁合同主要内容
房屋租赁	1,397.44	-
墨河嘉苑部分房屋租赁	1,065.82	-
东部养殖池租赁（水域滩涂使用权租赁）	14,797.62	租赁期 2015.12.01-2019.12.31，每年租金 15,537.50 万元。主要用于海珍品养殖。
合计	17,260.88	-

注：1）房屋租赁涉及合同较多，故不逐项列示合同内容；

2）营改增后，上述租金收入为不含税收入，税率为 5%，故收入略小于合同金额。

资料来源：公司提供

公司继续获得较大的外部支持

2018 年，公司获得政府补贴收入 4.19 亿元，具体包括政府补助 4.10 亿元、孵化中心资金补贴 274.67 万元、供热补贴 570.08 万元和话务员工工资补贴 93.20 万元，有效提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年度审计报告，会计师事务所未发生变更，报告采用新会计准则编制，2018 年公司新增纳入合并报表范围的子公司 5 家，详见表 1。

公司按照财政部于 2018 年颁布的《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）的规定编制 2018 年财务报表，并对期初数进行相应调整。以下 2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但整体流动性较弱

2018 年公司资产继续增长，截至 2018 年末，公司总资产为 251.43 亿元。从资产结构来看，仍以非流动资产为主，截至 2018 年末，非流动资产占总资产的比重为 68.24%。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	52,933.27	2.11%	57,904.55	2.57%
应收票据及应收账款	106,766.83	4.25%	89,169.01	3.95%
其他应收款	368,949.95	14.67%	359,525.28	15.94%
存货	257,710.23	10.25%	127,142.05	5.64%
流动资产合计	798,585.41	31.76%	637,351.17	28.26%
投资性房地产	664,951.42	26.45%	643,880.61	28.55%
固定资产	233,698.62	9.29%	241,945.19	10.73%
在建工程	181,254.31	7.21%	96,353.83	4.27%
无形资产	56,753.58	2.26%	55,465.25	2.46%
其他非流动资产	570,086.97	22.67%	573,574.73	25.44%
非流动资产合计	1,715,753.70	68.24%	1,617,666.45	71.74%
资产总计	2,514,339.12	100.00%	2,255,017.62	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货构成。2018 年末，公司货币资金主要为银行存款，另有其他货币资金 6,255.99 万元，为银行承兑保证金及保函保证金，属于受限资金。公司应收票据及应收账款 2018 年期末余额 10.68 亿元，其中 317.32 万元为银行承兑汇票，应收账款主要为应收即墨区财政局的工程项目回购款及其他单位的工程款和租赁款，其中应收即墨区财政局回购款 5.47 亿元，占应收账款总额的 51.42%，账龄全部在两年以上，该款项回款时间存在一定的不确定性，应收青岛盛泰诚开发建设有限公司 2.28 亿元，占应收账款总额的 21.39%，账龄在 2 年及以下。2018 年末，公司其他应收款规模余额为 36.89 亿元，其中即墨区财政局占比 60.57%，即墨国际商贸城管理委员会占比为 17.91%，从账龄来看，2 年以上的其他应收款占比 48.16%，总的来看，公司主要欠款对象为政府下属单位，款项回收风险不大，但账龄较长，对资金形成持续较大占用，且回款时间存在一定的不确定性。公司存货主要由工程施工和开发成本构成，占比分别为 49.17% 和 47.65%，工程施工主要为代建的大沽河水系建设项目、即墨市城乡供水工程等。2018 年公司存货同比大幅上升 102.69% 至 25.77 亿元，主要系岛里天成保障房项目建设带动存货中开发成本增长所致。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。因 2018 年公司将自用房地产转入以成本模式计量模式的投资性房地产，2018 年末公司投资性房地产为 66.50 亿元，其中 83.17% 已用于抵押。公司固定资产变化不大，仍以房屋建筑物、机器设备为主，二者分别占固定资产账面价值的 70.33% 和 29.22%，其

中已用于银行借款抵押的账面价值 5.11 亿元。截至 2018 年末，公司在建工程为 18.13 亿元，同比大幅增长 88.11%，主要系人才综合体、停车场建设及马山旅游风景区等投资增加带动所致。2018 年公司无形资产余额为 5.68 亿元，主要为土地使用权，占比为 88.97%，其中大部分为出让地，用途为商服及商住用地，其中用于抵押的无形资产账面价值为 4.00 元，占无形资产账面价值的 79.19%。公司其他非流动资产主要为水库资产和水域滩涂使用权，其中水库资产账面价值为 26.75 亿元，水域滩涂使用权账面价值 29.45 亿元，其中 20.83 亿元已用于抵押，水域滩涂使用权可用于海产品养殖，2015-2019 年公司通过出租水域滩涂使用权取得可取得 15,537.50 万元/年的租赁收入，每年摊销 10,907.59 万元。

尽管公司资产增长较快，但以土地、房产、水库及水域滩涂等非流动资产为主，且已抵押资产账面价值占总资产的比重为 34.24%；此外，公司应收款项对资金占用较大且账龄较长，总体看来，公司整体资产流动性较弱。

表16 截至 2018 年末公司资产受限情况（单位：万元）

受限资产	账面价值	受限原因	资产占比
货币资金	6,255.99	票据保证金	0.25%
存货-开发成本	2,245.00	长期借款抵押	0.09%
固定资产—房屋建筑物	51,070.59	长期借款抵押	2.03%
无形资产—土地使用权	39,986.23	长期借款抵押	1.59%
投资性房地产—土地使用权	553,068.73	企业债、长期借款抵押	22.00%
其他长期资产—滩涂使用权	208,294.76	企业债抵押	8.28%
合计	860,921.30	-	34.24%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入稳定增长，但主营业务盈利能力仍较弱，利润依赖外部支持

2018年，公司实现营业收入11.81亿元，较上年有所增长，主要系公司代建业务拉动所致。另一方面，2018年公司供电及供汽供热业务收入较为稳定，停车场等自建项目建成后也将为公司带来一定的收入，租赁业务也对公司收入形成了有力补充。

毛利率方面，2018年公司综合毛利率为9.51%，较2017年下降2.74个百分点，主要系公司房地产销售毛利率亏损。2018年公司未实现公允价值变动收益，因此利润总额较上年大幅缩减，为1.85亿元，同时公司收到以政府补助为主的其他收益4.19亿元，占当年公司利润总额的227.14%。总体来看，公司自身盈利能力依然较弱，利润主要依赖财政补贴。

表17 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	118,085.98	103,949.71
其他收益	41,910.56	14,183.95
公允价值变动收益	-	65,269.15
利润总额	18,451.34	61,409.87
综合毛利率	9.51%	12.25%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司现金流状况表现有所好转但仍偏弱，考虑到在建项目的后续投入，公司仍面临较大的资金压力

经营活动现金流方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入主要系房屋销售款、代建回购款、租赁收入、供电、供汽及供热销售款，2018 年收现比为 0.77。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要系财政补贴款以及公司与其他单位的往来款。公司经营活动现金流出主要系相应业务的成本支出以及与其他单位的往来款。总体来看，2018 年公司经营活动现金净流入 1.53 亿元，较上年有所好转。

投资活动现金流方面，2018 年，公司投资活动流出现金 14.80 亿元，较上年大幅增长，主要系公司推进人才综合体、停车场建设及马山旅游风景区等项目建设所致，使得投资活动现金净流出 14.26 亿元。筹资活动现金流方面，2018 年公司发行债券收到的现金规模较大，使得筹资活动现金净流入 11.81 亿元。

总体来看，公司经营现金流表现有所好转，但在投资活动大额流出现金的带动下，2018 年现金流表现为净流出，且考虑到截至 2018 年末公司在建项目未来至少还需要投入 72.26 亿元，未来公司仍面临较大的筹资压力。

表18 2017-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.77	0.81
销售商品、提供劳务收到的现金	90,521.37	84,593.14
收到的其他与经营活动有关的现金	53,450.30	35,166.23
经营活动现金流入小计	143,971.67	119,759.38
购买商品、接受劳务支付的现金	105,386.17	37,981.77
支付的其他与经营活动有关的现金	5,922.79	72,031.94
经营活动现金流出小计	128,669.91	118,804.98
经营活动产生的现金流量净额	15,301.76	954.39
投资活动产生的现金流量净额	-142,628.21	-52,311.30

筹资活动产生的现金流量净额	118,099.18	51,389.72
现金及现金等价物净增加额	-9,227.27	32.81

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模增长较快，且仍以有息债务为主，刚性债务压力较大

截至 2018 年末，公司所有者权益为 148.35 亿元，较上年末小幅增加。而随着 2018 年公司债券的发行，负债总额有所上升，2018 年末为 103.09 亿元，同比增长 30.42%。2018 年末，公司产权比率为 69.49%，权益对负债的覆盖能力减弱。

表19 2017-2018 年公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
负债总额	1,030,856.71	790,421.08
所有者权益	1,483,482.41	1,464,596.55
产权比率	69.49%	53.97%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，非流动负债占比高于流动负债，2018 年末非流动负债占总负债的比重为 71.17%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至 2018 年末，公司短期借款全部为保证借款，共 1.60 亿元。应付票据及应付账款中，应付票据 0.90 亿元，全部为银行承兑汇票，应付账款 2018 年末共 2.21 亿元，其中账龄在 1 年以内、1-2 年的占比分别为 51.60% 和 34.60%。其他应付款中应付利息为 0.95 亿元，主要为企业债券利息，其他应付款 2018 年末余额 13.33 亿元，其中账龄在 1 年以内、1-2 年的占比分别为 4.35% 和 90.19%。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款、一年内到期的长期应付款和一年内到期的应付债券，三者占比分别为 52.77%、22.67% 和 24.56%。

表20 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	16,000.00	1.55%	22,500.00	2.85%
应付票据及应付账款	31,080.58	3.02%	23,657.29	2.99%
其他应付款	133,293.69	12.93%	114,583.76	14.50%
一年内到期的非流动负债	81,435.00	7.90%	86,100.00	10.89%
流动负债合计	297,240.27	28.83%	269,633.77	34.11%

长期借款	129,650.00	12.58%	167,975.00	21.25%
应付债券	459,000.00	44.53%	180,000.00	22.77%
长期应付款	36,940.42	3.58%	67,774.26	8.57%
非流动负债合计	733,616.43	71.17%	520,787.30	65.89%
负债合计	1,030,856.71	100.00%	790,421.08	100.00%
其中：有息负债	732,001.19	71.01%	528,349.26	66.84%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2018 年末公司长期借款共 12.97 亿元，其中信用借款 3.00 亿元、保证借款 6.35 亿元，抵押借款 3.62 亿元，抵押物为公司土地及房产。截至 2018 年末，公司应付债券余额为 45.90 亿元，较上年大幅增长，系发行 2018 年中期票据、停车场建设债券、2018 年私募债券所致。公司长期应付款为融资租赁款和拨入热电厂热力管网建设款，因公司 2018 年偿还部分融资租赁款，规模大幅缩减至 3.69 亿元。

截至 2018 年末，公司有息债务包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款的有息部分共计 73.20 亿元，同比增长 38.54%，占负债总额的比重为 71.01%，从有息债务构成来看，至少 10.64 亿元需要在 2019 年内偿还，公司仍面临较大的刚性债务压力。考虑到公司部分房产、土地及水域滩涂使用权已用于抵押，公司未来融资弹性较弱。

从各项偿债指标来看，由于负债规模加速增长，2018 年末公司资产负债率为 41.00%，较 2017 年末上升了 5.95 个百分点。流动比率和速动比率指标均保持稳定。相较上年，公司未实现公允价值变动收益，因此利润水平大幅下滑，使得 EBITDA、EBITDA 利息保障倍数及有息债务/EBITDA 等指标表现不佳，公司面临较大的偿债压力。

表 21 2017-2018 年公司主要偿债能力指标

项目	2018 年	2017 年
资产负债率	41.00%	35.05%
流动比率	2.69	2.36
速动比率	1.82	1.89
EBITDA（万元）	51,697.38	93,194.09
EBITDA 利息保障倍数	1.40	3.79
有息债务/EBITDA	14.16	5.67

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

公司提供的土地使用权及水域滩涂使用权抵押担保有效提升了本期债券的安全性,但抵押资产的流动性一般,极端情况下能否顺利变现存在一定不确定性

公司以其拥有的4宗国有土地使用权及8宗水域滩涂使用权资产为本期债券还本付息提供抵押担保。上述资产抵押担保的范围包括本期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金、保管担保财产和实现担保物权的费用。公司已办妥抵押登记手续。

根据2017年青岛青房不动产评估事务所有限公司出具的(青岛)青房(2017)【估】字第QT10009号和(青岛)青房(2017)【估】字第QT10010号评估报告,用于抵押担保的4宗土地共计899,986平方米,评估总地价为188,606.50万元,评估基准日为2017年9月5日。

根据中京民信(北京)资产评估有限公司出具的京信评报字(2014)第【008】号《资产评估报告》(报告有效期为1年,即2013年12月31日至2014年12月30日),用于抵押担保的8宗水域滩涂使用权共计22,242.70亩,评估价值合计239,300.48万元,评估基准日为2013年12月31日。

根据《抵押资产监管协议》要求,在本期债券存续期间,抵押资产监管人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的,公司应当聘请经抵押资产监管人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。截至2018年12月31日,公司尚未对水域滩涂使用权做跟踪评估。

上述抵押资产合计价值为427,906.98万元,抵押比率(抵押资产价值与本期债券未偿还本金和一年利息之和的比率)为6.76倍。

表22 公司用于抵押的土地使用权情况

序号	证号	地类 (用途)	使用权 类型	土地面积 (平方米)	评估价值 (万元)
1	即国用(2013)第028号	商业服务业设施用地	出让	312,168	65,419.81
2	即国用(2013)第029号	商业服务业设施用地	出让	341,002	71,462.44
3	即国用(2013)第053号	商业服务业设施用地	出让	196,018	41,078.71
4	即国用(2013)第054号	商业服务业设施用地	出让	50,798	10,645.54
合计	-	-	-	899,986	188,606.50

资料来源:公司提供

表23 公司用于抵押的水域滩涂使用权情况

序号	证号	用途	使用期限	水域滩涂 面积(亩)	评估价值 (万元)
1	即墨府(海)养证【2011】第Q0001号	底播养殖	至2026.7.30	2,974.00	31,733.95
2	即墨府(海)养证【2011】第Q0002号	底播养殖	至2026.7.30	2,947.00	31,445.85
3	即墨府(海)养证【2011】第Q0003号	底播养殖	至2026.7.30	2,723.00	29,055.67

4	即墨府（海）养证【2011】第 Q0004 号	底播养殖	至 2026.7.30	2,900.00	30,944.34
5	即墨府（海）养证【2011】第 Q0005 号	底播养殖	至 2026.8.30	2,730.00	28,913.01
6	即墨府（海）养证【2011】第 Q0006 号	底播养殖	至 2026.8.30	2,890.00	30,607.54
7	即墨府（海）养证【2011】第 Q0007 号	底播养殖	至 2026.8.30	2,823.00	35,853.51
8	即墨府（海）养证【2011】第 Q0008 号	底播养殖	至 2026.8.30	2,255.70	20,746.62
合计	-	-	-	22,242.70	239,300.48

资料来源：公司提供

公司提供的土地使用权及水域滩涂使用权抵押担保有效保障了本期债券的偿付，但考虑到抵押资产规模和用途等因素，该部分资产流动性一般，在极端情况下整体能否顺利变现存在一定不确定性。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年3月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额为91.14亿元，占所有者权益的比重达61.43%，担保对象全部为政府部门下属企业或单位，但对外担保金额较大，且均无反担保，仍存在一定的或有负债风险。

表24 截至 2018 年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保方式	反担保措施
即墨国际商贸城开发投资有限公司	50,000.00	保证	无
即墨市中医医院	8,300.00	保证	无
青岛海洋科技投资发展集团有限公司	76,406.24	保证	无
青岛华航通达投资开发有限公司	30,570.00	保证	无
青岛汽车产业新城开发建设有限公司	243,000.00	保证	无
青岛润田投资发展有限公司	5,000.00	保证	无
青岛市即墨区城市开发投资有限公司	150,000.00	保证	无
青岛市即墨区自来水公司	3,000.00	保证	无
青岛天佑公共事业有限公司	4,200.00	保证	无

青岛陆港国际开发建设有限公司	50,000.00	保证	无
青岛市即墨区城市开发投资有限公司	285,000.00	抵押	无
青岛市即墨区自来水公司	5,900.00	保证	无
合计	911,376.24	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2018 年公司外部环境运营良好，为其发展提供了良好的基础；公司业务在区域内有一定垄断性，随着在建项目完工，未来公司收入有一定保障，外部支持力度较大，且抵押担保有效提升了本期债券的安全性。但同时中证鹏元关注到了，2018 年公司资产中土地、房产、水域滩涂及水库资产占比较大，且部分已处于抵押状态，整体资产流动性较弱；应收账款及其他应收款对资金形成较大占用，且回收时间存在一定的不确定性；随着在建项目的推进，仍面临较大的资金压力；有息债务占比较高，刚性债务压力较大；对外担保金额较大，面临一定的或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	52,933.27	57,904.55	60,371.74
其他应收款	368,949.95	359,525.28	284,961.38
存货	257,710.23	127,142.05	198,391.86
投资性房地产	664,951.42	643,880.61	442,835.01
固定资产	233,698.62	241,945.19	218,946.74
其他非流动资产	570,086.97	573,574.73	583,830.39
总资产	2,514,339.12	2,255,017.62	2,042,467.81
短期借款	16,000.00	22,500.00	29,500.00
其他应付款	133,293.69	114,583.76	59,355.70
一年内到期的非流动负债	81,435.00	86,100.00	102,940.00
长期借款	129,650.00	167,975.00	149,425.00
应付债券	459,000.00	180,000.00	100,000.00
长期应付款	36,940.42	67,774.26	65,795.01
总负债	1,030,856.71	790,421.08	573,894.29
有息债务	732,001.19	528,349.26	453,303.56
所有者权益	1,483,482.41	1,464,596.55	1,468,573.52
营业收入	118,085.98	103,949.71	85,047.02
营业利润	18,717.05	61,915.02	-7,779.82
营业外收入	12.88	7.27	31,033.11
净利润	18,394.96	44,969.28	21,217.60
经营活动产生的现金流量净额	15,301.76	954.39	15,301.76
投资活动产生的现金流量净额	-142,628.21	-52,311.30	-142,628.21
筹资活动产生的现金流量净额	118,099.18	51,389.72	118,099.18
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	9.51%	12.25%	15.58%
收现比	0.77	0.81	0.75
产权比率	69.49%	53.97%	39.08%
资产负债率	41.00%	35.05%	28.10%
流动比率	2.69	2.36	2.46
速动比率	1.82	1.89	1.69
EBITDA（万元）	51,697.38	93,194.09	46,421.49
EBITDA 利息保障倍数	1.40	3.79	1.93
有息债务/EBITDA	14.16	5.67	9.76

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告

附录二 截至2018年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
即墨市热电厂	11,773.22	100%	火力发电、供汽供热等
青岛盛秀源热力有限公司	1,000.00	100%	热力生产与供应
青岛丰泰源热电有限公司	3,600.00	100%	供热发电项目筹建
青岛永泰源热电有限公司	3,500.00	100%	供热发电项目筹建
青岛源腾安装工程有限公司	100.00	100%	机械电器设备安装调试
青岛致远祥物资有限公司	2,000.00	100%	批发零售煤炭、金属材料、建材、货物仓储等
青岛金元衡水务发展有限公司	10,000.00	100%	水利开发工程、水利基础设施开发等
即墨市服装品牌孵化中心有限公司	100.00	55%	服装企业品牌孵化；经济信息咨询等
青岛景和源通机动车检测有限公司	1,000.00	100%	机动车检测
即墨市马山实业发展有限公司	10,000.00	100%	旅游景区运营及管理
青岛万众新业融资担保有限公司	10,000.00	80%	担保；融资咨询及财务顾问等
青岛景福源通保安服务有限公司	500.00	100%	门卫、巡逻守护及物业管理等
青岛景智源通技防有限公司	500.00	100%	闭路电视监控系统等的销售、安装及服务
青岛景安物业有限公司	200.00	100%	物业管理；一般低压管道安装等
即墨市文化旅游投资发展有限公司	1,000.00	100%	文化产业项目投资经营管理
青岛景融网络科技有限公司	200.00	100%	计算机软硬件技术开发、销售；电脑及配件、服务器、网络设备、办公设备、通讯器材的销售与安装；电子商务、设计、制作、代理、发布国内广告业务；数据库信息咨询；劳务派遣
青岛景立智能停车管理有限公司	3,000.00	55%	停车场运营管理与服务；物业管理与服务；停车设备销售与租赁；立体车库的项目建设；售电业务、汽车充电服务；智能交通管理产品的开发、销售；停车场工程勘察、设计与设备安装；电子及通讯设备的开发、销售；网络工程；电动汽车销售、租赁、维修；设计、制作、代理、发布国内广告；汽车售后服务与咨询；以自有资金对路面市政道路、停车泊位项目进行投资、并对该项目进行管理；国内劳务派遣。
青岛金正隆置业有限公司	4,063.3575	100%	从事房地产开发、酒店经营管理、旅游开发、物业服务、房产租赁、园林绿化、室内外装饰、销售建材；土地租赁、停车场及配套设施租赁、停车场服务、建设立体停车场。
青岛鼎胜泰瑞置业有限公司	2,000.00	100%	房地产开发经营
青岛蓝谷微纳新技术产业有限公司	1,000.00	100%	微纳技术及工艺咨询、加工服务；学术交流服务；软件信息技术开发、推广、信息咨询及成果转让服务；设备及厂房租赁企业服务；以自有资金进行投资管

理;企业孵化;货物进出口、技术进出口

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据中的银行承兑汇票+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息债务

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。