

青  
岛  
市  
即  
墨  
区  
城  
市  
开  
发  
投  
资  
有  
限  
公  
司

2019 年城市地下综合管廊  
建设专项债券信用评级报告



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【2018】第 Z  
【1659】号 02

分析师

姓名：  
赵娜 王硕

电话：  
010-66216006

邮箱：  
zhaon@cspengyuan.com

评级日期：  
2019 年 3 月 14 日

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](http://www.cspengyuan.com)

## 青岛市即墨区城市开发投资有限公司 2019 年城市地下综合管廊建设专项债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：不超过 12 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

债券偿还方式：按年付息，债券存续期内第 3-7 个计息年度末分别偿还发行总额的 20%

### 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开发投资有限公司（以下简称“即墨城投”或“公司”）本次拟发行总额不超过 12 亿元城市地下综合管廊建设专项债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司代建及房地产业务持续性较好，且土地储备丰富。但同时鹏元关注到公司资产流动性较弱，面临一定的资金压力及债务集中偿付压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2015-2017 年，即墨区生产总值分别为 1,100.89 亿元、1,180.48 亿元和 1,310.60 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 10.7%、10.0%和 9.2%；区域经济持续增强，且 2017 年 9 月即墨撤市划区，为公司发展提供了良好基础。
- 公司代建业务持续性较好。根据代建协议，即墨区人民政府将按项目投资额的 120%分七年偿付即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目一期工程的工程款，截至 2018 年 6 月末，公司尚待结转的该项目投资成本 28.89 亿元，未来代建收入较有保障，且随着公司在建的代建项目即墨市墨水河样板段综合整治项目后续完工，也将为公司带来一定的代建收入。
- 公司房地产业务增长较快，且未来较有保障。2017 年公司实现房地产收入 33,759.75 万元，同比增长 995.13%，2018 年 1-6 月继续增至 47,550.19 万元。截至 2018 年 6

月末，公司在建的即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期工程实现预收房款 8.19 亿元，且随着该项目后续完工，未来房产销售收入较有保障。

- **公司土地储备较丰富。**截至 2018 年 6 月末，公司土地储备尚有 1,397.61 万平方米，性质为出让，用途主要包括商业、住宅及工业用地，公司土地储备较为丰富，未来可为公司土地转让业务提供有效支撑。

### 关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年 6 月末，以土地使用权及在建工程项目为主的存货和投资性房地产合计占资产总额的比重为 79.88%，且 25.79% 的资产已用于抵押，整体流动性较弱。
- **公司仍面临一定的资金压力。**截至 2018 年 6 月末，公司主要在建基础设施项目尚需投资 29.99 亿元，在建房地产项目尚需投资 12.03 亿元，未来公司仍面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，且面临一定的集中偿付压力。**截至 2018 年 6 月末，公司有息债务总额达 93.91 亿元，占负债总额的比重为 79.09%，其中 2018-2020 年分别需要偿还本金 8.79 亿元、16.31 亿元和 17.18 亿元，存在一定的集中偿付压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年 6 月末，公司对外担保金额（不含担保业务）为 63.26 亿元，占同期所有者权益的比重达 68.80%，对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

### 主要财务指标：

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,106,945.78	1,891,145.16	1,827,572.90	1,836,622.15
所有者权益（万元）	919,430.20	805,171.33	783,471.13	765,790.27
有息债务（万元）	939,149.87	843,876.12	713,463.86	779,595.10
资产负债率	56.36%	57.42%	57.13%	58.30%
流动比率	4.43	4.09	2.69	1.77
营业收入（万元）	96,112.65	118,710.06	89,059.70	68,663.48
公允价值变动收益（万元）	151,468.32	76,238.58	20,514.39	45,019.39
其他收益（万元）	9,410.00	11.08	-	-
营业外收入（万元）	-	12.55	16,925.91	9,456.92

利润总额（万元）	155,227.06	40,912.36	16,121.90	25,558.82
综合毛利率	39.04%	18.16%	18.13%	18.45%
EBITDA（万元）	175,680.57	65,123.31	35,308.86	51,135.76
EBITDA 利息保障倍数	6.94	1.87	1.10	1.39
经营活动现金流净额（万元）	-9,855.13	88,459.87	111,605.44	223,310.13

注：1）上表有息债务金额较“13 即墨债”的跟踪评级报告披露金额有所不同，主要系上表将其他非流动负债中国开发展基金有限公司的投资款考虑在内所致；

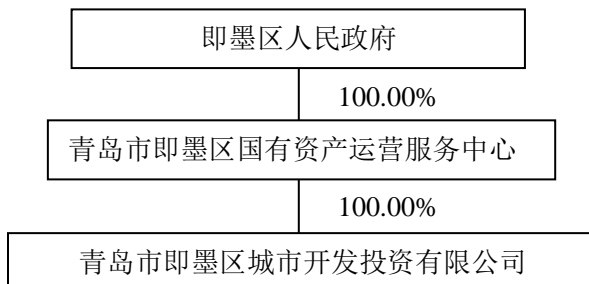
2）2016 年数据来自 2017 年审计报告期初数，2015 年数据来自 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及经审计的 2018 年半年报，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司原名即墨市城市开发投资有限公司，系由即墨市城市资产经营管理中心（以下简称“即墨城资”）和即墨市土地储备中心（以下简称“即墨土储”）于 2003 年 9 月共同出资组建，初始注册资本为 30,000.00 万元，即墨城资和即墨土储分别持股 5.00% 和 95.00%。2011 年，根据即墨市人民政府《关于调整即墨市城市开发投资有限公司股权比例的批复》（即政字[2011]1 号）文件，即墨城资增资 0.75 亿元，即墨土储减资 0.75 亿元，变更后，即墨城资和即墨土储分别持股 30.00% 和 70.00%。2012 年 6 月，根据《即墨市财政局关于调整即墨市城市开发投资有限公司出资人的函》（即财国资函[2012]77 号）文件，即墨城资被撤销，其股权全部由即墨市财政局承接，公司股东变更为即墨市财政局和即墨土储。2015 年 9 月，国开发展基金有限公司<sup>1</sup>（以下简称“国开基金”）向公司增资 244.00 万元，并持有公司 0.81% 的股权，公司注册资本变更为 30,244.00 万元。2018 年 5 月，公司变更为现名，且即墨土储及即墨市财政局将其持有股份无偿转让给青岛市即墨区国有资产运营服务中心。2018 年 10 月，国开基金退出并将其持有股份全部转让给青岛市即墨区国有资产运营服务中心。截至 2018 年 10 月末，公司注册资本仍为 30,244.00 万元，青岛市即墨区国有资产运营服务中心持股 100.00%，实际控制人为即墨区人民政府，具体股权结构如图 1 所示。

图1 截至2018年10月31日公司股权结构情况



资料来源：公司提供

公司是青岛市即墨区重要的城市基础设施项目建设主体之一，业务涉及城市基础设施建设、棚户区改造、房地产开发与经营等。截至 2018 年 6 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共 8 家，具体见表 1 所示。

<sup>1</sup> 根据公司、国开基金、即墨市财政局及即墨土储四方签订的《投资合同》，国开基金于 2015 年 9 月 30 日向公司投资 6,100 万元用于即墨市职教园区项目，该投资款分 20 年回购且每年收取固定利息，即每年归还 330 万元。该投资款中 244 万元已于 2017 年工商变更为实收资本，其余的进入资本公积，根据上述资料判断，该投资属于名股实债。



**表1 截至2018年6月末公司纳入合并报表范围子公司情况**

公司名称	级次	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
青岛温泉地热开发有限公司	一级	1,867.00	80.00%	温泉地热水项目开发
青岛即墨政策担保有限公司	一级	10,000.00	60.00%	担保业务
即墨市鼎泰盛开发建设有限公司	一级	3,000.00	70.00%	房地产业务
即墨市鼎泰德开发建设有限公司	一级	7,000.00	100.00%	房地产业
即墨市海洋温泉投资发展有限公司	一级	1,000.00	100.00%	城市建设
青岛邦富财务咨询有限公司	二级	10.00	60.00%	商务信息咨询服务
青岛正泽润工贸有限公司	二级	10.00	60.00%	生产、加工模具
青岛市即墨古城君澜度假酒店管理有限公司	二级	3,000.00	100.00%	住宿和餐饮业

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司总资产为189.11亿元，所有者权益为80.52亿元，资产负债率为57.42%；2017年度，公司实现营业收入11.87亿元，利润总额4.09亿元，经营活动现金净流入8.85亿元。

截至2018年6月30日，公司总资产为210.69亿元，所有者权益为91.94亿元，资产负债率为56.36%；2018年1-6月，公司实现营业收入9.61亿元，利润总额15.52亿元，经营活动现金净流出0.99亿元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2019年青岛市即墨区城市开发投资有限公司城市地下综合管廊建设专项债券；

**发行总额：**不超过12亿元；

**债券期限和利率：**本期债券为7年期固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利；

**还本付息方式：**每年付息一次，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末逐年按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，第3年至第7年利息随当年兑付的本金部分一起支付。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金12亿元，其中7.2亿元拟用于即墨营流路、天山一路、华山三路综合管廊项目，4.8亿元用于补充营运资金。

**表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	拟使用本期债券资金	占项目总投资比例	占本期债券募集资金的比例
即墨营流路、天山一路、华山三路综合管廊项目	103,203	72,000	69.77%	60.00%
补充营运资金	-	48,000	-	40.00%
<b>合计</b>	<b>103,203</b>	<b>120,000</b>	<b>-</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 1、项目概况

该项目位于即墨区营流路（文化路-末端）、天山一路（长江二路-机场快速路南线）、华山三路（青威路-文化路段），主要建设内容包括综合管廊主体、附属系统工程、管廊节点工程，其中综合管廊总长度12.2公里。项目总投资估算103,203万元，其中工程费用86,397万元，工程建设其他费用5,190万元，基本预备费7,327万元，建设期利息4,289万元。

### 2、项目审批情况

该项目已经获得有关部门的批文如下：

**表3 募投项目的审批核准情况**

序号	批准文件	批准文号	发文时间
1	青岛市即墨区发展和改革局《关于即墨营流路、天山一路、华山三路综合管廊项目可行性研究报告的批复》	即发改字【2018】274号	2018/07/10
2	青岛市规划局即墨分局《关于营流路综合管廊项目项目的规划意见》、《关于天山一路综合管廊项目项目的规划意见》、《关于华山三路综合管廊项目项目的规划意见》	即规选址（市政）字【2018】052、即规选址（市政）字【2018】053、即规选址（市政）字【2018】054	2018/07/03
3	青岛市国土资源和房屋管理局即墨分局《关于即墨营流路、天山一路、华山三路综合管廊项目用地的预审意见》	青土资房即预字【2018】26号	2018/6/8
4	青岛市环境保护局即墨分局《关于即墨营流路、天山一路、华山三路综合管廊项目环境报告表的批复》	青即环审【2018】373号	2018/8/15

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 3、项目建设进度

该项目计划总工期为24个月，预计2019年12月竣工。截至2018年6月末，该项目尚处于前期准备阶段。

### 4、项目经济效益

根据国家发展改革委、住房和城乡建设部关于《城市地下综合管廊实行有偿使用制度的指导意见》（发改价格[2015]2754号），城市地下综合管廊有偿使用费包括入廊费和日



常维护费。入廊费主要用于弥补管廊建设成本，由入廊管线单位向管廊建设运营单位一次性支付或分期支付。日常维护费主要用于弥补管廊日常维护、管理支出，由入廊管线单位按确定的计费周期向管廊运营单位逐期支付。

根据青岛市工程咨询院出具的《即墨营流路、天山一路、华山三路综合管廊项目可行性研究报告》，该项目建设期为2年，运营期为18年，建成后，将由公司负责管廊维护与运营。预计可实现入廊费95,114万元，于运营期前5年分期收取，实现日常维护费24,008万元，于运营期内每年收取，其中因造价成本不同，三个子项目的收费单价有所差异，具体取费标准如下表所示。运营期内，该项目预计可实现总收入119,123万元，运营总成本72,794万元，税金3,347万元，项目利润42,982万元，项目所得税前投资内部收益率6.70%，投资回收期9.7年。其中本期债券存续期可实现销售收入10.18亿元，可基本覆盖募投项目投资金额。但我们也关注到，公司尚未与各管线使用单位签订正式入廊协议，未来管廊使用单位数量及实际收费的定价尚待市场检验，管廊收入存在一定的不确定性。

表4 入廊费的标准明细

项目	管线	电力	通信	给水	再生水	热力	蒸汽	合计 (万元)
营流路	单价（元/米/年）	3,096	1,300	1,718	1,620	-	-	15,468
	数量（公里）	4	4	4	4	-	-	
	年限（年）	5	5	5	5	-	-	
天山一路	单价（元/米/年）	9,184	3,120	1,718	1,620	2,280	3,164	55,878
	数量（公里）	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	
	年限（年）	5	5	5	5	5	5	
华山三路	单价（元/米/年）	3,504	1,040	1,830	1,718	8,300	-	23,768
	数量（公里）	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	-	
	年限（年）	5	5	5	5	5	-	
合计		-	-	-	-	-	-	95,114

注：入廊费=单价×数量×年限

资料来源：《即墨营流路、天山一路、华山三路综合管廊项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

表5 日常维护费的标准明细

项目	管线	电力	通信	给水	再生水	热力	蒸汽	合计 (万元)
营流路	单价（元/米）	280	80	160	140	-	-	4,752
	数量（公里）	4	4	4	4	-	-	
	年限（年）	18	18	18	18	-	-	
天山一	单价（元/米）	500	120	160	140	200	220	12,784

路	数量（公里）	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	
	年限（年）	18	18	18	18	18	18	
华山三路	单价（元/米）	300	80	200	160	500	-	
	数量（公里）	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	-	6,473
	年限（年）	18	18	18	18	18	-	
合计		-	-	-	-	-	-	24,008

注：日常维护费=单价×数量×年限

资料来源：《即墨营流路、天山一路、华山三路综合管廊项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

**表6 本期债券存续期内运营收入情况（单位：万元）**

时间	1	2	3	4	5	6	7	合计
各年收入	-	-	20,357	20,357	20,357	20,357	20,357	101,785

资料来源：《即墨营流路、天山一路、华山三路综合管廊项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

## 四、外部环境

### （一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但 2018 年以来全球复苏的阶段压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务

业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在 3% 以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2018 年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年以来，城投行业监管政策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市

## 场化转型进程将加快

2014 年 10 月，国务院发布《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”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年，城投行业监管政策密集出台，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50 号文、87 号文和



专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，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 号文），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，以下简称“61 号文”），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。61 号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

**表7 近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
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015 年 3 月底、4 月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、

	点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》(发改办财金[2015]1327号)		放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为,严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作,鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》(国发[2016]21号)	发展改革委	规范地方政府债务管理,鼓励融资平台市场化转型改制,支持开展基础设施资产证券化试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围,限定政府出资方式,引导融资平台市场化运作,鼓励发展直接融资
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
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	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

	题的通知》(财金[2018]23号文)		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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

从宏观需求来看,国内宏观经济下行压力仍然存在,固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素,其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一,外部运营环境总体较好,短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范,未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱,城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看,城投公司举债机制将日益规范化,地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大,去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

## (二) 区域环境

**近年青岛市经济总量持续增长,经济实力稳步增强;随着限购政策的出台,青岛市房地产市场有所降温**

青岛市地处山东半岛东南部,下辖7区3市:市南区、市北区、李沧区、崂山区、城阳区、黄岛区、即墨区、胶州市、平度市、莱西市。青岛市是我国首批沿海对外开放城市、计划单列市和副省级城市<sup>2</sup>,是中国东部沿海的区域经济中心之一<sup>3</sup>,也是山东半岛蓝色经济区核心区域和龙头城市<sup>4</sup>,在国家区域发展战略中具有突出地位。

作为山东半岛城市群的中心城市,青岛市已形成较好的工业基础。传统工业方面,青岛市在机车车辆、造船海工、电子家电、石油化工、汽车制造、机械、橡胶、钢铁、食品酒水、轻工方面形成优势;新兴产业方面,在海洋产业、生物医药、直升机制造、新能源、新材料、动漫创意、软件等方面也已初具规模;并已建立起以海尔集团公司、海信集团有限公司、青岛钢铁控股集团有限责任公司、山东六和集团有限公司、青岛啤酒股份有限公司、双星集团有限责任公司等大企业为龙头的产业集群。

受益于国家政策的大力扶持、便利的交通条件以及良好的工业基础,青岛市地区经济持续较快发展。2015-2017年青岛市分别实现地区生产总值9,300.07亿元、10,011.29亿元和11,037.28亿元,按可比价格计算,分别同比增长8.1%、7.9%和7.5%。分产业看,2017年第一产业增加值380.97亿元,同比增长3.2%;第二产业增加值4,546.21亿元,同比增

<sup>2</sup> 目前全国共有15个副省级城市,其中省会城市十个,非省会城市五个(含青岛)

<sup>3</sup> 根据《青岛市城市总体规划(2006~2020)》(征求意见稿)

<sup>4</sup> 根据国务院批复的《山东半岛蓝色经济区发展规划》(国函【2011】1号)

长 6.8%；第三产业增加值 6,110.10 亿元，同比增长 8.4%；第二、三产业占比较高，但随着金融、房地产及现代服务的发展带动第三产业比重不断上升。截至 2017 年末，青岛市人均生产总值 119,357 元，为同期全国人均生产总值的 2.00 倍。从投资、消费及对外贸易情况来看，2015-2017 年青岛市固定资产投资及社会消费品零售总额持续较快增长，对经济拉动贡献较大。同时青岛市进出口总额在 2017 年也实现一定回升。此外，青岛市近年来各项存款余额和贷款余额呈现不断增长趋势，金融机构基本保持良性运行。

**表8 2015-2017 年青岛市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	11,037.28	7.5%	10,011.29	7.9%	9,300.07	8.1%
第一产业增加值	380.97	3.2%	371.01	2.9%	363.98	3.2%
第二产业增加值	4,546.21	6.8%	4,160.67	6.7%	4,026.46	7.1%
第三产业增加值	6,110.10	8.4%	5,479.61	9.2%	4,909.63	9.4%
固定资产投资	7,777.10	7.4%	7,454.70	13.7%	6,555.70	14.2%
社会消费品零售总额	4,541.00	10.6%	4,104.90	10.5%	3,713.70	10.5%
进出口总额	5,033.50	15.7%	4,350.70	-0.2%	4,361.30	-11.1%
存款余额	15,129.00	3.1%	14,673.80	11.5%	13,155.70	10.73%
贷款余额	14,388.4	11.1%	12,955.30	11.9%	11,576.80	9.93%
人均GDP（元）	119,357		109,407		102,519	
人均GDP/全国人均GDP	200.06%		202.68%		205.07%	

注：上述增长速度均按可比价计算

资料来源：中证鹏元数据库

受青岛市“315限购政策”的出台影响，当地房地产市场有所降温，2017年青岛市房地产开发完成投资1,330.5亿元，同比下降2.8%，商品房销售面积1,900.7万平方米，同比下降2.0%，具体如下表所示。但受房价上涨影响，2017年青岛市房地产销售金额1,999.2亿元，同比增长11.70%。土地市场方面，2017年青岛市土地购置面积187.63万平方米，同比下降12.20%，土地成交价款97.84亿元，同比增长14.00%。另外，青岛市政府继续引导推进保障性住房建设，2017年保障性住房基本建成11,569套，其中，公共租赁住房9,111套，经济适用住房1,503套，限价商品住房955套。

**表9 2017 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	925.5	-3.2%	1,633.8	-6.7%
办公楼	112.5	-5.7%	97.9	76.3%
商业营业用房	185.8	26.4%	130.2	57.4%
其他	106.7	-27.2%	38.8	-20.6%



总计	1,300.5	-2.8%	1,900.7	-2.0%
----	---------	-------	---------	-------

资料来源：2017 年青岛市国民经济和社会发展统计公报

2017 年青岛市实现公共财政收入 1,157.11 亿元，其中税收收入 823.94 亿元，占公共财政收入比重为 71.21%；实现政府性基金收入 534.36 亿元；同期全市公共财政支出为 1,403.03 亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 82.47%。

**近年即墨区经济保持较快增长，且青岛蓝谷、青岛汽车产业新城、即墨国际商贸城等重点功能区建设，有望带动地区经济总量继续较快增长**

即墨区位于山东半岛西南部，为青岛市下辖区，东临黄海，与日本、韩国隔海相望，南依崂山，全区陆地面积 1,780 平方公里，下辖 7 个街道、7 个镇，1 个省级经济开发区、一个省级高新技术产业开发区、1 个省级旅游度假区，截至 2017 年末，全区常住人口 122.45 万人。即墨区交通便利，胶济、蓝烟铁路横穿境内；青银、青新、威青高速公路和青烟、青威、青沙等一级公路纵贯全境；同时，即墨区海岸线 183.01 公里，拥有鳌山港及女岛港 2 个国家二类开放码头，距离青岛港 40 公里，距青岛国际机场 15 公里，处于半岛城市群核心地带。

2017 年 9 月，根据中共青岛市委、青岛市人民政府印发的《关于即墨撤市设区划调整的意见》，即墨撤市设区，改为即墨区。近年来即墨区以纺织服装、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、西部即墨国际商贸城等重点功能区建设。近年即墨区的地区生产总值持续较快增长，2015-2017 年分别实现地区生产总值 1,100.89 亿元、1,180.48 亿元和 1310.60 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 10.7%、10.0% 和 9.2%，增速虽有所放缓，但仍处于较高水平。2017 年，即墨区第一产业实现增加值 64.3 亿元，同比增长 3.3%；第二产业实现增加值 711.8 亿元，同比增长 8.5%；第三产业实现增加值 534.5 亿元，同比增长 10.9%。即墨区三次产业结构由 2015 年的 5.5：54.3：40.2 调整为 2017 年的 4.9：54.3：40.8，以二、三产业为主，受益于商贸物流、旅游及金融业的较快发展，第三产业占比上升。2017 年即墨区人均地区生产总值为 107,031.44 元，为全国人均地区生产总值的 1.79 倍。从拉动地区经济增长的三大要素来看，2017 年即墨区规模以上固定资产投资和社会消费品零售总额分别为 1,044.6 亿元和 462.4 亿元，近三年的复合增长率分别为 7.28% 和 9.30%，均处于较高水平。而受国内外宏观经济环境低迷影响，近年即墨区进出口总额增速持续较低。

**表10 2015-2017 年即墨区主要经济指标（单位：亿元）**

项目	2017 年	2016 年	2015 年
----	--------	--------	--------

	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,310.60	9.2%	1,180.48	10.0%	1,100.89	10.7%
第一产业增加值	64.30	3.3%	58.02	4.1%	60.19	-0.4%
第二产业增加值	711.80	8.5%	635.37	7.8%	598.04	9.1%
第三产业增加值	534.50	10.9%	487.09	13.8%	442.66	14.8%
规模以上工业总产值	1,787.70	2.3%	2,959.00	9.0%	3,112.10	16.6%
规模以上固定资产投资	1,044.60	8.4%	1,048.90	15.6%	907.66	15.2%
社会消费品零售总额	462.40	9.0%	424.09	9.6%	387.07	11.7%
进出口总额	302.60	4.1%	295.00	1.1%	323.70	1.4%
存款余额	942.90	15.0%	819.80	10.7%	740.76	6.7%
贷款余额	849.30	2.5%	828.20	18.7%	697.72	18.7%
人均GDP（元）	107,031.44		97,198.85		91,588.19	
人均GDP/全国人均GDP	179.40%		180.06%		185.59%	

注：上述增长速度均按可比价计算；人均 GDP=地区生产总值/常住人口。

资料来源：中证鹏元数据库

近年来即墨区大力推进东部青岛蓝谷、中部青岛汽车产业新城、西部即墨国际商贸城等重点功能区建设。东部青岛蓝谷先后引进全国首个海洋领域国家实验室、国家深海基地等科研机构 17 家，山东大学青岛校区、天津大学青岛海洋工程研究院等重点高校和科研院所 18 个，两院院士、“千人计划”专家等高端人才近 300 人，并设立青岛蓝海股权交易中心，引入 40 余家金融机构，被国家“十三五”规划确定为重点创新示范区，目前蓝谷区域内已集聚各类在建项目超过 50 个，计划总投资达 300 多亿元。青岛汽车产业新城位于即墨主城区北部，总规划面积 93 平方公里，是青岛市确定发展汽车及零部件产业的唯一专业功能区，自成立以来，已引进包括一汽大众华东生产基地、一汽商用车基地、一汽大众发动机三大龙头项目等重点项目 119 个，涉及总投资 490 亿元。目前依托一汽大众、一汽商用车基地等产业龙头，集中突破新能源汽车整车项目，全力引进变速箱、汽车电子等零部件关键项目，加快推进中汽技术中心等研发项目建设，大力发展汽车物流、汽车金融、二手车交易、汽车文化等后市场业态，着力打造集汽车研发、生产、服务于一体的千亿级产业集群。即墨国际商贸城位于即墨区西区，总占地面积约 35 平方公里，着力打造以服装市场、小商品新城、四季青—石狮国际纺织服装城、复星星泓天贸城四大市场板块，以复星星泓智慧物流园、青荣城际铁路站前商务区、青岛国际服装产业城三大配套板块组成的集市场商贸、电子商务、现代物流、商务金融为一体的中国江北最大的商贸物流名城。预计未来，即墨区二、三产业发展水平将进一步提升，带动地区经济总量继续较快增长。

2017 年即墨区实现公共财政收入 104.35 亿元，其中税收收入 62.19 亿元，占公共财政收入比重为 59.60%；实现政府性基金收入 33.83 亿元；同期全区公共财政支出为 128.26

亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 81.36%。

## 五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规的要求，制定了《青岛市即墨区城市开发投资有限公司章程》、《董事会议事规则》及《监事会议事规则》，建立了符合现代企业制度要求的规范治理框架。根据章程，公司不设股东会，由青岛市即墨区国有资产运营服务中心行使股东职权。公司设立董事会，对股东会负责，由7名董事组成，设董事长1名，副董事长1名，董事每届任期3年，任期届满，可以连选连任。公司监事会由5人组成，其中2人由职工代表大会选举产生，并设主席一名，由全体监事过半数选举产生，监事每届任期3年，任期届满可连选连任。

日常管理方面，公司设总经理一名，由董事会决定聘任或者解聘，下设综合部、融资部、资金管理部、资产经营部、工程管理一部、工程管理二部六个职能部门。内控方面，公司建立了一套较规范的内控管理体系，包括预算管理制度、财务管理制度、投融资管理制度、内部审计制度、人力资源管理制度、信息披露管理制度等，此外，公司还建立了完善的财务体系，保障会计记录和会计信息的真实、准确及及时。截至2018年6月末，公司不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职）的情况。

## 六、经营与竞争

公司作为即墨区重要的城市基础设施项目建设主体之一，业务涉及城市基础设施建设、棚户区改造、房地产开发与运营等。公司营业收入主要来自基础设施代建收入和房地产销售收入，近年来二者合计占营业收入的比重维持在 90%以上。受益于即墨市南关等 14 个村（居）棚户区改造项目一期工程分期回购，近年公司代建收入较为稳定。随着 2017 年公司开发的商业及别墅性质的即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目对外销售，带动公司房地产销售收入大幅增长，成为带动营业收入增长的主要因素。此外，公司还取得地热水销售收入、租赁收入及担保收入等，但收入规模均较小。2018 年上半年，公司转让三宗土地，取得土地转让收入，亦对收入形成一定补充。

表11 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2018 年 1-6 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建收入	41,598.10	16.67%	83,196.20	16.67%	83,196.20	16.67%	65,742.54	16.67%

房产销售	47,550.19	54.91%	33,759.75	18.69%	3,082.71	-3.70%	756.21	-8.71%
拆迁收入	1,688.79	100.00%	159.39	100.00%	1,083.18	100.00%	56.56	100.00%
地热水销售	255.15	51.75%	485.48	23.69%	440.82	11.78%	552.38	30.22%
租赁费收入	66.82	-29.78%	833.37	100.00%	807.15	100.00%	871.50	100.00%
担保费收入	45.46	100.00%	152.42	100.00%	277.74	100.00%	489.34	100.00%
咨询收入	-	-	24.47	100.00%	171.90	100.00%	194.96	100.00%
土地转让收入	4,824.31	52.76%	-	-	-	-	-	-
其他业务收入	83.84	100.00%	98.97	100.00%	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>96,112.65</b>	<b>39.04%</b>	<b>118,710.06</b>	<b>18.16%</b>	<b>89,059.70</b>	<b>18.13%</b>	<b>68,663.48</b>	<b>18.45%</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及经审计的 2018 年半年报，中证鹏元整理

**近年公司代建收入较稳定且未来较有保障，但在建项目后续投资规模较大，公司面临一定的资金压力**

公司为即墨区重要的基础设施建设主体之一，主要负责即墨区内基础设施建设工作。公司基础设施建设业务主要采用委托代建模式进行，根据公司与即墨区财政局分别就花果山主题文化产业项目、刘家庄天宫院社区项目及鳌山湾旅游风景区绿化项目签订的《工程建设协议书》，以及公司与即墨区人民政府签订的《即墨市南关等 14 个村（居）棚户区改造项目一期工程投资建设与转让收购（BT）协议书》，由公司负责项目投融资和建设，在项目建成后移交给即墨区财政局或即墨市人民政府，即墨区财政局或即墨市人民政府将按照工程总款项的 120% 支付回购款。2015-2017 年以及 2018 年 1-6 月，公司分别确认代建收入 65,742.54 万元、83,196.20 万元、83,196.20 万元及 41,598.10 万元，毛利率均为 16.67%，整体较为稳定。

自 2016 年以来，公司代建收入全部来自即墨市南关等 14 个村（居）棚户区改造项目一期工程，根据协议，该项目在项目建成后移交给即墨区人民政府，全部价款须自回购之日起七年内支付完毕，其中前六个年度每年不低于回购价款 15% 支付，第七年度按不低于回购价款的 10% 支付。该项目于 2016 年竣工，确认实际投资金额 46.22 亿元。其中 2016-2017 年均结转成本 6.93 亿元，2018 年上半年结转成本 3.47 亿元，剩余成本 28.89 亿元暂计存货的工程施工科目，未来公司代建收入较有保障。但我们也注意到，2016-2017 年公司分别收到政府拨付的代建款 5.00 亿元和 4.40 亿元，该项目资金回流易受财政拨付政策影响而存在一定的波动性。

**表12 2015-2017年及2018年1-6月公司确认基础设施代建收入明细（单位：万元）**

期间	项目名称	当期结转成本	当期确认收入	加成比例
2015 年	花果山主题文化产业项目	7,301.20	8,761.44	20%



	刘家庄天宫院社区项目	11,420.50	13,704.60	20%
	鳌山湾旅游风景区绿化项目	36,063.75	43,276.50	20%
	<b>合计</b>	<b>54,785.45</b>	<b>65,742.54</b>	-
2016 年	即墨市南关等 14 个村（居）棚户区改造项目一期工程	69,330.17	83,196.20	20%
2017 年	即墨市南关等 14 个村（居）棚户区改造项目一期工程	69,330.17	83,196.20	20%
2018 年 1-6 月	即墨市南关等 14 个村（居）棚户区改造项目一期工程	34,665.08	41,598.10	20%

资料来源：公司提供

截至 2018 年 6 月末，公司主要在建拟建项目包括即墨市墨水河样板段综合整治项目、即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期公建、绿化及道路项目、职业教育园区项目及本期债券募投项目，其中即墨市墨水河样板段综合整治项目已签订代建协议，未来可贡献一定的代建收入。上述项目预计总投资额 35.94 亿元，已投资 5.96 亿元，尚需投资 29.99 亿元，未来面临一定的资金压力。

**表13 截至2018年6月末公司主要在建拟建基础设施项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资	已投资	模式
即墨市墨水河样板段综合整治项目	48,781.90	39,696.32	代建
即墨市南关等14村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期公建、绿化及道路等项目	67,250.78	18,437.18	自建
即墨市职工教育园区项目	140,200.50	1,431.47	自建
即墨营流路、天山一路、华山三路综合管廊项目	103,203.00	0.00	自建
<b>合计</b>	<b>359,436.18</b>	<b>59,564.97</b>	-

资料来源：公司提供

**近年公司房产销售收入增长较快，且预收房款较多，随着后续在建房产项目完工，未来销售收入较有保障**

近年公司房地产销售收入主要来自坊子街拆迁区域项目和即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期项目，具体来看：

坊子街拆迁区域项目开发完成时间为 2011 年，开发性质为住宅，可售面积为 64,608.64 平方米，具体为坊子街区域拆迁项目安置工程剩余的 653 套房产、8,199 平方米商业网点及 987 个地下车位。2015-2017 年及 2018 年 1-6 月，该项目分别实现销售收入 756.21 万元、3,082.71 万元、13,321.70 万元及 400.89 万元，受市场行情影响，收入波动较大。毛利率方面，由于该项目为拆迁安置后剩余商品房销售，摊销成本较高，盈利能力较差，但随着房价上涨，毛利率有所回升。截至 2018 年 6 月末，该项目尚有 57 套房产、8,199 平方米商业网点及 987 个地下车位尚待销售，账面价值共计 18,521.57 万元，后续仍将贡献一定的销售收入。但我们也注意到，该项目未售商业网点及车位数量较多，合计账面价值 1.56

亿元，未来需关注其销售情况。

即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期工程由子公司即墨市鼎泰德开发建设有限公司负责，开发性质为商业及别墅楼盘，该项目总建筑面积 36.60 万平方米，其中地上面积 16.30 万平方米（包括住宅 7.10 万平方米、商业 7.20 万平方米、城墙 2.00 万平方米），地下面积 20.20 万平方米，预计总投资 34.80 亿元，截至 2018 年 6 月末，已投资 22.77 亿元（已全部用于抵押借款），尚需投资 12.03 亿元。该项目于 2017 年对外销售，2017 年及 2018 年 1-6 月，公司分别结转销售面积 12,694.91 平方米和 21,741.57 平方米，分别实现销售收入 20,438.05 万元和 47,149.30 万元；此外，截至 2018 年 6 月末，公司预收房款 8.19 亿元，全部计入预收款项科目，随着该项目后续完工，未来房产销售收入较有保障，但该业务受当地房地产政策及市场行情影响较大，未来或存在一定波动。

**表14 2015-2017年及2018年1-6月公司房地产销售情况**

项目	2018 年 1-6 月		2017 年		2016 年	2015 年
	即墨市南关等14村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期项目	坊子街拆迁区域项目	即墨市南关等14村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期项目	坊子街拆迁区域项目	坊子街拆迁区域项目	坊子街拆迁区域项目
当期结转销售面积（平方米）	21,741.57	701.75	12,694.91	25,847.85	6,525.36	1,532.19
累计已售面积（平方米）	67,499.22	58,663.96	60,374.00	57,962.21	32,114.36	25,589.00
期末未售面积（平方米）	-	5,944.68	-	6,646.43	32,494.28	27,640.81
均价（元/平方米）	21,686.24	5,712.72	16,099.40	5,153.89	4,724.20	4,935.48
当期销售收入（万元）	<b>47,149.30</b>	<b>400.89</b>	<b>20,438.05</b>	<b>13,321.70</b>	<b>3,082.71</b>	<b>756.21</b>
当期销售成本（万元）	21,095.63	343.78	14,785.82	12,662.76	3,196.75	822.10
当期毛利率	<b>55.26%</b>	<b>14.25%</b>	<b>27.66%</b>	<b>4.95%</b>	<b>-3.70%</b>	<b>-8.71%</b>

资料来源：公司提供

此外，2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司分别取得拆迁收入 56.56 万元、1,083.18 万元、159.39 万元及 1,688.79 万元，呈现较大波动，主要系公司对即墨市南关等 14 个村（居）棚户区改造项目一期工程安置居民收取超过安置面积部分的收入，未来该收入仍易存在较大波动。

租赁业务、地热水销售业务及担保业务对公司收入形成一定补充，但规模均较小，且需关注对中小企业担保的代偿风险；2018 年公司转让土地对收入形成一定补充，但未来该业务存在较大的不确定性

#### 1、租赁业务

近年来公司通过出租养殖池、盐田、广告牌及公租房等取得一定的租赁收入。根据公

司与即墨市丁字湾投资发展有限公司于 2014 年 3 月签订海珍品养殖池租赁合同，租赁期限为 5 年，自 2014 年 3 月 1 日期至 2019 年 2 月 28 日，每年租金 720 万元。总体来看，2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司分别实现租赁收入 871.50 万元、807.15 万元、833.37 万元和 66.82 万元，由于养殖池收入于年底一次性确认，故 2018 年 1-6 月租赁收入较少。但我们也注意到，养殖池租赁合同将于 2019 年 2 月到期，需关注后续租赁合同到期后的续租情况。

## 2、地热水销售业务

公司地热水销售由子公司青岛温泉地热开发有限公司负责运营，主要为即墨区温泉街道的部分企业提供地热水服务，其中对港中旅（青岛）海泉湾有限公司（以下简称“港中旅”）的供水量占整个供水量的 40% 以上。近年公司供水单价较稳定，供水量受企业需求变化影响略有浮动，2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司分别实现地热水销售收入 552.38 万元、440.82 万元、485.48 万元和 255.15 万元，具体情况如下表所示，该业务对公司收入亦形成一定补充。近年该业务毛利率波动较大，主要系维修设备支出不确定所致。

**表15 2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司地热水销售情况**

项目	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年	2015 年
供水量（万立方米）	27.06	51.46	44.08	48.05
其中：港中旅（万立方米）	11.83	23.87	21.17	21.19
供水单价（元/立方米）	10.00	10.00	10.00	10.00
供水收入（万元）	255.15	485.48	440.82	480.52
供水配套费（万元）	-	-	-	71.86
合计（万元）	255.15	485.48	440.82	552.38

注：2017 年及 2018 年 1-6 月，供水收入为不含税的净收入。

资料来源：公司提供

## 3、担保业务

公司担保业务由子公司青岛即墨政策担保有限公司（以下简称“即墨担保”）负责运营。截至 2018 年 6 月末，即墨担保注册资本 1.00 亿元，总资产 1.85 亿元，净资产 1.10 亿元。由于近年中小企业违约风险升高，尤其农业项目风险较大，即墨担保主动缩减担保规模，并暂停三农项目及过桥业务。2015-2017 年及 2018 年上半年，即墨担保分别完成担保及委贷 19,778.50 万元、12,261.60 万元、7,498.30 万元及 1,140.00 万元，实现担保总收入 489.34 万元、277.74 万元、152.42 万元及 45.46 万元，缩减力度较大。

**表16 2015-2017 年及 2018 年 1-6 月即墨担保主要经营业务及收入情况（单位：万元）**

项目	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年	2015 年
当期完成担保额	1,140.00	6,698.30	11,731.60	18,948.50

当期完成委托贷款额	0.00	800.00	530.00	530.00
当期完成“三农”项目担保及贷款额	0.00	0.00	0.00	300.00
<b>合计</b>	<b>1,140.00</b>	<b>7,498.30</b>	<b>12,261.60</b>	<b>19,778.50</b>
当期担保收入	27.73	118.05	181.56	364.86
当期委贷收入	17.73	34.37	33.61	79.89
当期过桥手续费	0.00	0.00	62.57	44.59
<b>合计</b>	<b>45.46</b>	<b>152.42</b>	<b>277.74</b>	<b>489.34</b>

资料来源：公司提供

具体担保业务来看，由于公司加强担保对象及担保额度控制，2017 年以来未发生代偿，截至 2018 年 6 月末，即墨担保对外担保余额为 5,528 万元，尚未追回代偿金额 3,750.00 万元，后续仍需关注代偿回收情况，以及中小企业客户担保代偿风险。

**表 17 2015-2017 年及 2018 年 1-6 月即墨担保的担保业务运营情况（单位：万元）**

项目	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年	2015 年
期末在保余额	5,528	9,833	14,084	19,549
当期担保发生额	1,140	6,698	11,732	19,319
当年担保代偿金额	0	0	1,205	3,750

资料来源：公司提供

从担保对象来看，即墨担保主要为当地机械制造加工等行业的中小民营企业提供担保，其中担保的前十家客户合计担保余额为 4,687.00 万元，占期末担保余额的比重为 84.79%，存在一定的客户集中风险。

**表 18 截至 2018 年 6 月末即墨担保前十家客户情况**

客户名称	担保余额（万元）	占期末在保余额比重
青岛新雅泰电器有限公司	680.00	12.30%
青岛方冠摩擦材料有限公司	500.00	9.05%
青岛金汇利汽车配件有限公司	497.00	8.99%
青岛义和钢构有限公司	460.00	8.32%
青岛联源通机械有限公司	450.00	8.14%
青岛黄河铸造机械集团有限公司	400.00	7.24%
青岛祥泰纺织品有限公司	400.00	7.24%
青岛欧普特精工机床有限公司	350.00	6.33%
青岛联源通机械有限公司	350.00	6.33%
青岛顺发物流有限公司	300.00	5.43%
青岛益兴昌机械制造有限公司	300.00	5.43%
<b>合计</b>	<b>4,687.00</b>	<b>84.79%</b>

资料来源：公司提供

#### 4、土地转让业务



2018年1-6月，公司转让三宗土地，面积合计12.28万平方米，转让金额4,824.31万元，具体明细如下所示。截至2018年6月末，公司土地储备面积为1,397.61万平方米，其中存货中土地362.37万平方米，投资性房地产中土地1,045.24万平方米，性质均为出让，用途主要包括商业、住宅及工业用地，公司土地储备较为丰富，未来可为公司土地转让业务提供有效支撑。但是考虑到账面价值23.85%的土地已用于抵押，且该业务受当地房地产市场波动和政府土地规划影响较大，未来公司土地转让收入存在较大的不确定性。

**表19 2018年1-6月公司转让土地情况**

宗地位置	供应方式	用途	面积 (平方米)	转让单价(万元/平方米)	土地转让收入(万元)
大信镇天山三路以东宗地	拆迁 占用 补偿	工业	6,348.00	0.04	252.02
		工业	16,038.00	0.04	636.7
田横岛旅游度假区	转让	工业	100,425.25	0.04	3,935.59
合计	-	-	122,811.25	-	4,824.31

资料来源：公司提供

#### 公司持续得到较大力度的外部支持

公司作为即墨区基础设施建设及投融资的重要平台之一，近年持续得到较大力度的外部支持。2015-2016年，根据《即墨市财政局关于即墨市城市开发投资有限公司项目资本金投入意见》，即墨市财政局分别向公司投入资金2.48亿元和0.77亿元，均计入资本公积，公司资本实力有所增强。此外，2015-2016年及2018年1-6月，公司分别收到政府补贴款0.94亿元、1.68亿元及0.94亿元，提升了公司的利润水平。

我们也关注到，即墨区人民政府原计划将营流路2531号商场、营流路2668号办公楼（即综合商业楼）及古城安置区B、C、D区等资产按资本注入形式划拨给我公司，合计评估价值7.97亿元。截至2018年6月末，上述资产入账方式由“注入”改为“购置”，冲抵了其他应收款中应收即墨区财政局的往来款项，同时增加投资性房地产7.46亿元及固定资产0.51亿元，公司资本实力未能如期增强。

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下财务分析的基础为公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年度及2018年半年报，报告均按新会计准则编制，其中，2015年数据采用2016年审计报告期初数，2016年数据采用2017年审计报告期初

数。近三年又一期，公司合并范围变化情况如下。

**表20 近三年又一期纳入公司合并范围的子公司变动情况**

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
合并子公司家数	8	7	7	6
其中：当年增加数	1	0	1	3
增加原因	新设	-	投资	1家增资、2家新设
增加子公司名称	青岛市即墨古城君澜度假酒店管理有限公司	-	即墨市海洋温泉投资发展有限公司	即墨市鼎泰德开发建设有限公司、青岛邦富财务咨询有限公司、青岛正泽润工贸有限公司

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 资产结构与质量

近两年公司资产规模持续增长，但以土地使用权及工程项目为主，资产流动性较弱

受益于投资性房地产评估增值，近两年公司资产规模持续增长，截至2018年6月末，公司总资产为210.69亿元，较2015年末增长14.72%。从资产结构来看，公司以存货为主的流动资产占比略高，截至2018年6月末，流动资产和非流动资产占比分别为51.21%和48.79%。

**表21 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年6月		2017年		2016年		2015年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	128,254.62	6.09%	117,279.78	6.20%	126,909.23	6.94%	161,162.89	8.77%
预付款项	34,131.01	1.62%	45,416.17	2.40%	57,770.95	3.16%	37,131.70	2.02%
其他应收款	145,031.87	6.88%	169,314.38	8.95%	138,810.58	7.60%	198,146.59	10.79%
存货	757,177.31	35.94%	756,756.71	40.02%	698,282.30	38.21%	237,933.47	12.95%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,078,959.84</b>	<b>51.21%</b>	<b>1,106,767.14</b>	<b>58.52%</b>	<b>1,070,138.08</b>	<b>58.56%</b>	<b>689,540.65</b>	<b>37.54%</b>
投资性房地产	925,921.43	43.95%	699,817.85	37.00%	719,043.00	39.34%	698,528.61	38.03%
在建工程	59,892.35	2.84%	50,675.06	2.68%	19,968.71	1.09%	437,828.27	23.84%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,027,985.93</b>	<b>48.79%</b>	<b>784,378.02</b>	<b>41.48%</b>	<b>757,434.82</b>	<b>41.44%</b>	<b>1,147,081.50</b>	<b>62.46%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,106,945.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,891,145.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,827,572.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,836,622.15</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2016-2017年审计报告及经审计的2018年半年报，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成，除存货外，近年整体变化不大。公司货币资金主要为银行存款，截至2018年6月末，公司货币资金为12.83亿元，其中其他货币资金0.75亿元，主要为银行承兑汇票保证金0.60亿元，属于受限资

金。2018 年 6 月末公司预付账款为 3.41 亿元，主要为预付江苏南通三建集团有限公司、青岛创新学校和江苏省建工集团有限公司等单位的工程款。公司其他应收款主要为与即墨市丁字湾投资发展有限公司、山东省即墨市经济开发区管理委员会、青岛市蓝都嘉业投资开发有限公司、即墨市晟林绿化建设发展有限公司及即墨国际商贸城管理委员会等地方国有企业的往来款，截至 2018 年 6 月末共 14.50 亿元，其中应收即墨市丁字湾投资发展有限公司往来款 5.70 亿元，占其他应收款余额的比重为 39.21%，账龄在一年以内。公司存货具体包括土地、房产、开发成本及工程施工，截至 2018 年 6 月末，公司存货为 75.72 亿元，较 2015 年末增长 218.23%，一方面系购置土地及工程投入增加，另一方面系 2016 年从在建工程转入存货的即墨市南关等 14 个村（居）危旧房（棚户区）改造项目一期工程账面价值 39.29 亿元。具体来看，土地价值 22.21 亿元，全部为出让地，其中 11.16% 的部分已抵押；房产为坊子街房产，账面价值 1.85 亿元；开发成本为即墨市南关等 14 个村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期工程，账面价值 22.77 亿元，已全部抵押；工程施工为即墨市南关等 14 个村（居）危旧房（棚户区）改造项目一期工程，账面价值 28.89 亿元。截至 2018 年 6 月末，存货中已抵押部分账面价值为 25.25 亿元，占存货账面价值的 33.34%，具备一定的融资弹性。

公司非流动资产主要由投资性房地产和在建工程构成。公司投资性房地产为土地及房产，均采用公允价值模式进行核算。截至 2018 年 6 月底，投资性房地产中共有土地 18 宗，面积为 1,045.24 万平方米，评估价值 85.13 亿元，评估基准日为 2018 年 4 月 30 日，其中 23.23 亿元的土地已用于抵押。另外，2018 年公司购置 7.46 亿元的新综合商业楼及古城房产（冲减了其他应收款中应收即墨区财政局的相关款项），房产证尚在办理之中。公司在建工程主要系即墨市墨水河样板段综合整治项目、即墨市南关等 14 个村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期公建、绿化及道路等项目，截至 2018 年 6 月末，公司在建工程为 5.99 亿元，占总资产的比重为 2.84%。

总体来看，近两年公司资产规模持续增长，截至 2018 年 6 月末，以土地使用权及在建工程项目为主的存货和投资性房地产合计占资产总额的比重为 79.88%，且 25.79% 的资产已用于抵押，整体流动性较弱。

## 盈利能力

近年公司营业收入增长较快且未来较有保障，但其盈利能力较弱，利润主要来自公允价值变动收益及政府补助

公司作为即墨区重要的城市基础设施项目建设主体之一，收入主要来自基础设施代建

收入和房地产销售收入，近年来二者合计占营业收入的比重维持在 90% 以上。近年公司收入持续上涨，一方面受益于即墨市南关等 14 个村（居）棚户区改造项目一期工程分期回购，近年公司代建收入较为稳定且未来收入较有保障，另一方面，随着 2017 年公司开发的商业及别墅性质的即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目对外销售，公司房地产销售收入大幅增长，考虑预收房款较多且后续随着该项目完工，未来房产销售收入亦较有保障。另外公司还取得地热水销售收入、租赁收入、担保收入及土地转让收入等，对收入形成一定补充但规模均不大。整体来看，公司营业收入增长较快且未来较有保障。

盈利方面，2015-2017 年公司综合毛利率较稳定。2018 年上半年，由于商业、别墅销售以及土地转让毛利率较高，带动综合毛利率提升至 39.04%。近年公司对持有的投资性房地产每年进行价值评估，确认公允价值变动收益金额均较大，对公司营业利润贡献较大。另外，公司每年收到政府补贴，2015-2016 年计入营业外收入，2017 年及 2018 年上半年计入其他收益，故剔除公允价值变动损益及政府补助两项因素，公司主营业务持续处于亏损状态。

总体来看，近年公司营业收入增长较快，但其盈利能力较弱，利润主要来自公允价值变动收益及政府补助。

**表 22 公司主要盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	96,112.65	118,710.06	89,059.70	68,663.48
公允价值变动收益	151,468.32	76,238.58	20,514.39	45,019.39
营业利润	155,264.35	40,948.38	-452.68	16,173.50
其他收益	9,410.00	11.08	-	-
营业外收入	-	12.55	16,925.91	9,456.92
利润总额	155,227.06	40,912.36	16,121.90	25,558.82
综合毛利率	39.04%	18.16%	18.13%	18.45%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及经审计的 2018 年半年报，中证鹏元整理

## 现金流

公司经营活动回款良好但现金净流入规模持续缩减，筹资活动现金流表现波动较大，考虑到在建项目后续投资额较大，未来面临一定的资金压力

经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要系收到的代建收入、坊子街拆迁区域项目销售款及即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期工程的销售款及房屋预售款。受益于公司房地产销售情况良好，近年公司回款情况较好，

2015-2017 年收现比分别为 0.78、2.07 和 1.59。另外，由于代建收入一般在年底结算且房屋销售结转中部分为预收房款，使得 2018 年上半年回款情况较差，收现比仅为 0.33。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要系收到的政府补助及往来款。公司经营活动现金流出主要系工程代建支出、房产开发成本、购置土地、往来款及支付的担保保证金。受政府代建回款具有一定的滞后性以及往来款流出增多影响，近年公司经营活动现金净流入规模不断缩小，2018 年 1-6 月表现为净流出。

投资活动方面，2015 年公司投资即墨市南关等 14 个村（居）危旧房（棚户区）改造项目一期工程带动投资活动现金净流出 17.96 亿元。2016 年公司收到的即墨国际商贸城管理委员会的往来款而投资活动支出较少，综合使得投资活动现金净流入 2.03 亿元。2017 年公司因购置及投资固定资产、投资即墨市融城投资合伙企业（有限合伙）和即墨市资产管理有限公司股权，带动公司投资活动现金净流出 2.89 亿元。2018 年 1-6 月，公司对即墨市晟林绿化建设发展公司等公司的借款流出大于流入，综合使得投资活动现金净流出 0.78 亿元。总体来看，近年公司投资活动现金流表现为净流出，但规模有所收缩。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款、发行中票以及暂借款，公司筹资活动现金流出主要系偿还银行借款、债券本息以及暂借款。近年公司筹资活动现金流波动较大，考虑到截至 2018 年 6 月末，公司主要在建拟建基础设施项目尚需投资 29.99 亿元，在建房地产项目尚需投资 12.03 亿元，未来公司面临一定的资金压力。

**表23 公司现金流情况表**

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
收现比	0.33	1.59	2.07	0.78
销售商品、提供劳务收到的现金	31,524.58	189,031.62	184,185.49	53,834.76
收到的其他与经营活动有关的现金	90,275.34	79,992.31	249,360.22	262,670.93
经营活动现金流入小计	121,799.92	269,023.93	433,545.71	316,505.69
购买商品、接受劳务支付的现金	11,096.48	64,821.11	132,194.82	56,459.11
支付的其他与经营活动有关的现金	108,645.25	105,159.00	176,815.52	29,374.38
经营活动现金流出小计	131,655.05	180,564.06	321,940.27	93,195.56
经营活动产生的现金流量净额	-9,855.13	88,459.87	111,605.44	223,310.13
投资活动产生的现金流量净额	-7,769.61	-28,904.44	20,265.18	-179,632.14
筹资活动产生的现金流量净额	23,757.79	-60,614.46	-175,991.96	73,862.99
现金及现金等价物净增加额	6,133.06	-1,059.04	-44,121.34	117,540.98

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及经审计的 2018 年半年报，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性



### 公司有息债务规模较大，面临一定的集中偿付压力

随着公司自身利润不断积累，近年公司所有者权益不断增长，同时随着融资规模的扩大，公司负债规模亦有所攀升，综合使得近年公司产权比率维持在 130% 左右，截至 2018 年 6 月末，公司产权比率为 129.16%，权益对负债的覆盖程度较弱。

**表24 公司资本结构情况**

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额（万元）	1,187,515.58	1,085,973.83	1,044,101.78	1,070,831.89
所有者权益（万元）	919,430.20	805,171.33	783,471.13	765,790.27
产权比率	129.16%	134.87%	133.27%	139.83%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及经审计的 2018 年半年报，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主且其占比不断攀升，截至 2018 年 6 月末，非流动负债占总负债的比重为 79.48%。

公司流动负债主要由预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2016 年以来，公司预收款项规模较大，截至 2018 年 6 月末，公司预收款项为 8.19 亿元，全部为预收即墨市南关等十四个村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期工程的商品房销售款。其他应付款主要为应付即墨市丁字湾投资发展有限公司等公司的往来款。截至 2018 年 6 月末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 10.60 亿元、应付债券 2.00 亿元和应付国开基金投资款 330.00 万元，合计 12.63 亿元。

**表25 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年 6 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
预收款项	81,880.39	6.90%	113,189.92	10.42%	86,993.77	8.33%	1,390.26	0.13%
其他应付款	17,991.87	1.52%	21,420.77	1.97%	145,383.00	13.92%	201,836.87	18.85%
一年内到期的非流动负债	126,280.67	10.63%	118,666.95	10.93%	138,665.18	13.28%	153,300.00	14.32%
<b>流动负债合计</b>	<b>243,637.85</b>	<b>20.52%</b>	<b>270,707.92</b>	<b>24.93%</b>	<b>397,551.89</b>	<b>38.08%</b>	<b>389,581.37</b>	<b>36.38%</b>
长期借款	608,783.26	51.27%	591,117.87	54.43%	520,534.82	49.85%	540,870.00	50.51%
应付债券	189,575.94	15.96%	119,651.30	11.02%	39,593.86	3.79%	59,325.10	5.54%
递延所得税负债	139,121.22	11.72%	98,063.74	9.03%	79,004.10	7.57%	73,875.50	6.90%
<b>非流动负债合计</b>	<b>943,877.73</b>	<b>79.48%</b>	<b>815,265.91</b>	<b>75.07%</b>	<b>646,549.89</b>	<b>61.92%</b>	<b>681,250.51</b>	<b>63.62%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,187,515.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,085,973.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,044,101.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,070,831.89</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	939,149.87	79.09%	843,876.12	77.71%	713,463.86	68.33%	779,595.10	72.80%

注：上述有息债务包含国开基金的投资款

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及经审计的 2018 年半年报，中证鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成。近年公司长期借

款规模有所攀升，截至 2018 年 6 月末，公司长期借款共计 60.88 亿元，较 2015 年末增长 12.56%，占负债总额的比重达 51.27%，主要包括保证借款和抵押借款，其中抵押物为公司拥有的土地使用权及在建工程。近年公司发债规模不断扩大，截至 2018 年 6 月末，公司应付债券为公司于 2013 年底发行的公司债券、2017 年发行的 5 年期 10 亿元中期票据和 2018 年发行的 3 年期 7 亿元中期票据。递延所得税负债主要因投资性房地产公允价值的变动而产生，截至 2018 年 6 月底共计 13.91 亿元，占总负债的比重为 11.72%。

截至 2018 年 6 月末，公司包括应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券及其他非流动负债中有息部分在内的有息债务总额达 93.91 亿元，占负债总额的比重为 79.09%，刚性债务压力较大。从公司有息债务本金到期额年度分布来看，2018-2020 年分别需要偿还本金 8.79 亿元、16.31 亿元和 17.18 亿元，面临一定的集中偿付压力。

**表26 截至2018年6月末公司有息债务本金到期额年度分布（单位：万元）**

项目	偿还期限			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
有息债务偿还安排	87,942.56	163,064.62	171,758.13	516,808.63

注：上表仅列示本金偿还安排，不考虑摊销情况，导致表中合计数与有息债务总额略有差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司各项偿债指标来看，近年公司资产负债率整体略有回落，截至2018年6月末公司资产负债率为56.36%。由于近年公司流动负债规模有所缩减，而同时以存货为主的流动资产规模不断扩张，综合使得公司流动比率与速动比率均有所上升，截至2018年6月末，二者分别为4.43和1.32。受投资性房地产带动的公允价值变动损益波动影响，公司利润总额有所波动，但整体有所上升，带动EBITDA和EBITDA利息保障倍数均有所提高，有息债务/EBITDA指标亦有所改善，但整体来看，公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。

**表27 公司主要偿债能力指标**

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	56.36%	57.42%	57.13%	58.30%
流动比率	4.43	4.09	2.69	1.77
速动比率	1.32	1.29	0.94	1.16
EBITDA（万元）	175,680.57	65,123.31	35,308.86	51,135.76
EBITDA 利息保障倍数	6.94	1.87	1.10	1.39
有息债务/EBITDA	5.35	12.96	20.21	15.25

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及 2018 年半年报，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

首先，募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的主要来源。本期债券募集资金的 60.00% 拟投向即墨营流路、天山一路、华山三路综合管廊项目，该项目总投资 10.32 亿元，建成后预计可实现入廊费和日常维护费共计 11.91 亿元，其中债券存续期可实现销售收入 10.18 亿元，可基本覆盖募投项目投资金额。但我们也关注到，公司尚未与各管线使用单位签订正式入廊协议，未来管廊使用单位数量及实际收费的定价尚待市场检验，管廊收入存在一定的不确定性。

其次，公司自身经营产生的收入与现金流可为本期债券按时还本付息提供重要保障。近年公司经营规模不断扩张，2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司营业收入分别为 6.87 亿元、8.91 亿元、11.87 亿元和 9.61 亿元，同期销售商品、提供劳务收到的现金分别为 5.38 亿元、18.42 亿元、18.90 亿元及 3.15 亿元，经营现金流较充足，且未来代建收入及房地产收入较有保障。但应关注到，受政府回购安排及房地产市场行情影响，未来收入及现金流可能出现波动，从而影响本期债券偿付。

最后，资产变现可为本期债券按时还本付息提供有利补充。截至 2018 年 6 月末，公司土地储备面积为 1,397.61 万平方米，其中存货中土地 362.37 万平方米，投资性房地产中土地 1,045.24 万平方米，性质均为出让，用途主要包括商业、住宅及工业用地，公司土地储备较为丰富，可为本期债券按时还本付息提供有利补充。但是考虑到账面价值 23.85% 的土地已用于抵押，且土地变现易受当地房地产市场波动和政府土地规划影响，未来公司能否顺利变现资产存在较大的不确定性。

## 九、或有事项分析

截至 2018 年 6 月末，公司对外担保金额（不含担保业务部分）为 63.26 亿元，占同期所有者权益的比重达 68.80%，对外担保规模较大，其中担保对象为地方国企及事业单位，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表 28 截至 2018 年 6 月末公司对外担保明细**

序号	被担保单位名称	企业性质	担保事项	担保金额（万元）	担保发生日期
1	青岛龙泉投资有限公司	国企	信用担保	30,000.00	2014.12-2019.12
2	即墨市晟林绿化建设发展有限公司	国企	信用担保	9,000.00	2017.12-2019.11
3	即墨市晟林绿化建设发展有限公司	国企	信用担保	4,900.00	2017.6-2020.3

4	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	信用担保	17,000.00	2013.12-2018.12
5	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	信用担保	27,500.00	2015.6-2020.6
6	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	信用担保	29,600.00	2017.4-2019.6
7	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	信用担保	112,000.00	2015.9-2032.9
8	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	信用担保	29,000.00	2016.6-2019.6
9	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	信用担保	20,000.00	2018.3-2019.3
10	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	土地抵押	20,000.00	2013.11-2018.9
11	即墨市人民医院	事业单位	信用担保	4,250.00	2011.11-2021.11
12	即墨市自来水公司	国企	信用担保	5,000.00	2016.9-2018.9
13	即墨市自来水公司	国企	信用担保	6,700.00	2016.1-2019.1
14	即墨市广播电视台	事业单位	信用担保	2,000.00	2018.3-2020.3
15	即墨市广播电视台	事业单位	信用担保	1,900.00	2017.3-2020.1
16	即墨市广播电视台	事业单位	信用担保	1,850.00	2016.3-2018.7
17	青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司	国企	土地抵押	15,000.00	2017.2-2020.2
18	青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司	国企	信用担保	5,000.00	2017.9-2018.9
19	青岛金元衡水务发展有限公司	国企	信用担保	25,500.00	2017.9-2020.7
20	青岛海洋科技投资发展集团有限公司	国企	信用担保	30,000.00	2016.2-2019.2
21	青岛海洋科技投资发展集团有限公司	国企	信用担保	36,150.00	2016.2-2020.12
22	青岛汽车产业新城开发建设有限公司	国企	信用担保	11,160.00	2013.6-2020.6
23	青岛汽车产业新城开发建设有限公司	国企	信用担保	50,000.00	2016.2-2020.2
24	山东省鑫诚恒业开发建设有限公司	国企	信用担保	9,600.00	2015.9-2020.9
25	山东省鑫诚恒业开发建设有限公司	国企	信用担保	19,600.00	2015.10-2020.10
26	山东省鑫诚恒业开发建设有限公司	国企	信用担保	12,000.00	2015.11-2020.11
27	山东省鑫诚恒业开发建设有限公司	国企	信用担保	18,000.00	2015.12-2020.12
28	青岛市蓝都嘉业投资开发有限公司	国企	信用担保	9,900.00	2016.2-2024.2
29	青岛陆港国际开发建设有限公司	国企	信用担保	50,000.00	2017.10-2027.8
30	青岛市蓝都嘉业投资开发有限公司	国企	信用担保	20,000.00	2017.11-2025.9
	<b>合计</b>			<b>632,610.00</b>	

资料来源：公司提供

此外，截至2018年6月末，子公司即墨担保有5,527.90万元的对外担保事项。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	128,254.62	117,279.78	126,909.23	161,162.89
应收票据及应收账款	13,096.35	11,705.04	42,358.37	51,610.52
预付款项	34,131.01	45,416.17	57,770.95	37,131.70
其他应收款	145,031.87	169,314.38	138,810.58	198,146.59
存货	757,177.31	756,756.71	698,282.30	237,933.47
其他流动资产	1,268.68	6,295.07	6,006.65	3,555.49
<b>流动资产合计</b>	<b>1,078,959.84</b>	<b>1,106,767.14</b>	<b>1,070,138.08</b>	<b>689,540.65</b>
可供出售金融资产	549.00	-	-	-
长期股权投资	19,363.77	19,499.47	2,891.87	3,002.65
投资性房地产	925,921.43	699,817.85	719,043.00	698,528.61
固定资产	9,558.11	4,516.32	4,572.03	2,819.49
在建工程	59,892.35	50,675.06	19,968.71	437,828.27
无形资产	2,138.55	2,175.55	2,249.56	2,323.56
商誉	932.76	932.76	932.76	932.76
长期待摊费用	5,328.50	2,465.93	-	-
递延所得税资产	1,691.47	1,685.07	1,673.90	1,646.17
其他非流动资产	2,610.00	2,610.00	6,102.99	-
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,027,985.93</b>	<b>784,378.02</b>	<b>757,434.82</b>	<b>1,147,081.50</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,106,945.78</b>	<b>1,891,145.16</b>	<b>1,827,572.90</b>	<b>1,836,622.15</b>
短期借款	-	-	-	20,000.00
应付票据及应付账款	9,429.26	9,337.78	9,244.19	1,174.69
预收款项	81,880.39	113,189.92	86,993.77	1,390.26
应付职工薪酬	27.26	20.34	10.89	40.63
应交税费	8,028.41	8,072.16	17,254.86	11,838.91
其他应付款	17,991.87	21,420.77	145,383.00	201,836.87
一年内到期的非流动负债	126,280.67	118,666.95	138,665.18	153,300.00
<b>流动负债合计</b>	<b>243,637.85</b>	<b>270,707.92</b>	<b>397,551.89</b>	<b>389,581.37</b>
长期借款	608,783.26	591,117.87	520,534.82	540,870.00
应付债券	189,575.94	119,651.30	39,593.86	59,325.10
预计负债	-	-	0.49	-
递延所得税负债	139,121.22	98,063.74	79,004.10	73,875.50



其他非流动负债	6,397.30	6,432.99	7,416.62	7,179.92
<b>非流动负债合计</b>	<b>943,877.73</b>	<b>815,265.91</b>	<b>646,549.89</b>	<b>681,250.51</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,187,515.58</b>	<b>1,085,973.83</b>	<b>1,044,101.78</b>	<b>1,070,831.89</b>
实收资本	30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00
资本公积	592,735.27	592,735.27	592,735.27	585,751.43
其他综合收益	27,749.20	27,749.20	27,749.20	27,749.20
专项储备	545.31	462.31	402.27	-
盈余公积	16,218.62	16,218.62	12,888.35	11,596.88
未分配利润	247,114.43	132,862.74	114,222.87	104,226.57
归属于母公司所有者权益合计	914,362.84	800,028.14	777,997.96	759,324.08
少数股东权益	5,067.36	5,143.19	5,473.16	6,466.18
<b>所有者权益合计</b>	<b>919,430.20</b>	<b>805,171.33</b>	<b>783,471.13</b>	<b>765,790.27</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>2,106,945.78</b>	<b>1,891,145.16</b>	<b>1,827,572.90</b>	<b>1,836,622.15</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及经审计的 2018 年半年报

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
<b>一、营业收入</b>	<b>96,112.65</b>	<b>118,710.06</b>	<b>89,059.70</b>	<b>68,663.48</b>
减：营业成本	58,593.25	97,149.23	72,915.79	55,993.02
税金及附加	14,371.76	9,999.97	7,999.49	606.66
销售费用	2,608.32	5,875.97	595.97	802.40
管理费用	6,122.14	10,017.48	2,166.30	9,142.52
财务费用	19,952.91	31,032.01	26,102.72	30,569.09
资产减值损失	25.60	44.70	110.93	90.12
加：公允价值变动收益(损失以“-”号填列)	151,468.32	76,238.58	20,514.39	45,019.39
投资收益(损失以“-”号填列)	-54.70	108.08	-110.21	-305.56
资产处置收益(损失以“-”号填列)	2.05	-0.05	-25.37	-
其他收益	9,410.00	11.08	-	-
<b>二、营业利润(亏损以“-”号填列)</b>	<b>155,264.35</b>	<b>40,948.38</b>	<b>-452.68</b>	<b>16,173.50</b>
加：营业外收入	0.00	12.55	16,925.91	9,456.92
减：营业外支出	37.30	48.56	351.33	71.61
<b>三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)</b>	<b>155,227.06</b>	<b>40,912.36</b>	<b>16,121.90</b>	<b>25,558.82</b>
减：所得税费用	41,051.19	19,052.47	5,150.31	11,311.16
<b>四、净利润(净亏损以“-”号填列)</b>	<b>114,175.87</b>	<b>21,859.89</b>	<b>10,971.59</b>	<b>14,247.66</b>
（一）按经营持续性分类	114,175.87	21,859.89	10,971.59	14,247.66
1.持续经营净利润(净亏损以“-”号填列)	114,175.87	21,859.89	10,971.59	14,247.66
2.终止经营净利润(净亏损以“-”号填列)	-	-	-	-
（二）按所有权归属分类	114,175.87	21,859.89	10,971.59	14,247.66
1.归属于母公司所有者的净利润（净亏损以“-”号填列）	114,238.80	21,984.58	11,287.77	14,513.07
2.少数股东损益（净亏损以“-”号填列）	-62.93	-124.69	-316.18	-265.41

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及经审计的 2018 年半年报

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	31,524.58	189,031.62	184,185.49	53,834.76
收到其他与经营活动有关的现金	90,275.34	79,992.31	249,360.22	262,670.93
经营活动现金流入小计	121,799.92	269,023.93	433,545.71	316,505.69
购买商品、接受劳务支付的现金	11,096.48	64,821.11	132,194.82	56,459.11
支付给职工以及为职工支付的现金	760.11	1,134.37	1,011.10	1,064.24
支付的各项税费	11,153.21	9,449.58	11,918.83	6,297.83
支付其他与经营活动有关的现金	108,645.25	105,159.00	176,815.52	29,374.38
经营活动现金流出小计	131,655.05	180,564.06	321,940.27	93,195.56
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-9,855.13</b>	<b>88,459.87</b>	<b>111,605.44</b>	<b>223,310.13</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>				
收回投资收到的现金	-	-	1.05	-
取得投资收益收到的现金	81.00	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	5.96	-	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	7,000.00	-	28,899.00	-
投资活动现金流入小计	7,086.96	-	28,900.05	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	667.57	11,246.41	2,776.84	174,808.27
投资支付的现金	549.00	16,500.00	1,400.00	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	-	1,823.87
支付其他与投资活动有关的现金	13,640.00	1,158.03	4,458.03	3,000.00
投资活动现金流出小计	14,856.57	28,904.44	8,634.87	179,632.14
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-7,769.61</b>	<b>-28,904.44</b>	<b>20,265.18</b>	<b>-179,632.14</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>				
吸收投资收到的现金	-	-	7,707.00	30,899.00
取得借款收到的现金	71,000.00	226,900.00	137,330.00	361,370.00
发行债券收到的现金	70,000.00	100,000.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	39,900.73	47,938.00	310,753.52	85,596.19
筹资活动现金流入小计	180,900.73	374,838.00	455,790.52	477,865.19
偿还债务支付的现金	45,720.89	196,645.18	212,300.00	175,843.50
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	26,596.74	31,735.10	31,481.68	43,295.27

支付其他与筹资活动有关的现金	84,825.30	207,072.19	388,000.80	184,863.43
筹资活动现金流出小计	157,142.94	435,452.46	631,782.48	404,002.20
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>23,757.79</b>	<b>-60,614.46</b>	<b>-175,991.96</b>	<b>73,862.99</b>
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-	-
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>6,133.06</b>	<b>-1,059.04</b>	<b>-44,121.34</b>	<b>117,540.98</b>
加：期初现金及现金等价物余额	113,559.78	114,618.81	158,740.16	41,199.18
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>119,692.83</b>	<b>113,559.78</b>	<b>114,618.81</b>	<b>158,740.16</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及经审计的 2018 年半年报

## 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
<b>净利润</b>	<b>114,175.87</b>	<b>21,859.89</b>	<b>10,971.59</b>	<b>14,247.66</b>
加：资产减值准备	25.60	44.70	110.93	90.12
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	273.08	409.69	392.91	257.68
无形资产摊销	37.00	74.01	74.01	73.87
长期待摊费用摊销	474.61	46.20	-	-
资产处置损失（收益以“-”号填列）	-2.05	0.05	25.37	-
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-151,468.32	-76,238.58	-20,514.39	-45,019.39
财务费用（收益以“-”号填列）	19,820.87	31,462.56	27,312.49	30,523.78
投资损失（收益以“-”号填列）	54.70	-108.08	110.21	305.56
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-6.40	-11.17	-27.73	-22.54
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	41,057.48	19,059.65	5,128.60	20,504.58
存货的减少（增加以“-”号填列）	37,152.53	-41,510.61	-67,477.88	-29,094.84
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-1,363.99	125,977.63	-137,067.24	23,131.10
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-70,086.11	7,393.94	292,566.59	208,312.54
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-9,855.13</b>	<b>88,459.87</b>	<b>111,605.44</b>	<b>223,310.13</b>
<b>2、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：</b>	-	-	-	-
<b>3、现金及现金等价物净变动情况：</b>				
现金的期末余额	119,692.83	113,559.78	114,618.81	158,740.16
减：现金的期初余额	113,559.78	114,618.81	158,740.16	41,199.18
现金及现金等价物净增加额	6,133.06	-1,059.04	-44,121.34	117,540.98

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及经审计的 2018 年半年报



## 附录四 主要财务指标表

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	39.04%	18.16%	18.13%	18.45%
产权比率	129.16%	134.87%	133.27%	139.83%
收现比	0.33	1.59	2.07	0.78
资产负债率	56.36%	57.42%	57.13%	58.30%
流动比率	4.43	4.09	2.69	1.77
速动比率	1.32	1.29	0.94	1.16
EBITDA（万元）	175,680.57	65,123.31	35,308.86	51,135.76
EBITDA 利息保障倍数	6.94	1.87	1.10	1.39
有息债务（万元）	939,149.87	843,876.12	713,463.86	779,595.10
有息债务/EBITDA	5.35	12.96	20.21	15.25

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及经审计的 2018 年半年报，中证鹏元整理

## 附录五 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+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他非流动负债中的有息债务

## 附录六 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。