

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
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【1034】号 01

债券简称：19 即墨债/19
即墨专项债

债券剩余规模：12 亿元

债券到期日期：2026 年
8 月 5 日

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%

分析师

姓名：
刘洁筠 张颜亭

电话：
010-66216006

邮箱：
liujy@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

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 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
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 09 月 26 日	2019 年 03 月 14 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开发投资有限公司（以下简称“即墨城投”或“公司”）及其 2019 年 8 月 5 日发行的城市地下综合管廊建设专项债券（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 AA+，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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司代建业务及房地产业务持续性均较好，土地储备丰富；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临一定的资金压力和偿债压力，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。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 年末，公司尚待结转的该项目投资成本 25.42 亿元，未来代建收入较有保障，且随着公司在建代建项目即墨市墨水河样板段综合整治项目的完工，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。2018 年公司实现房地产收入 6.09 亿元，同比增长 80.32%。截至 2018 年末，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 11.57 亿元，随着该项目后续完工，

未来房产销售收入有一定保障。

- **公司土地储备较丰富。**截至 2018 年末，公司土地储备尚有 21,019.45 亩，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，未来可为公司土地出让业务提供一定保障。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2018 年末，公司资产仍以土地使用权及工程项目为主，合计占总资产的 82.49%，且账面价值 58.53 亿元的资产已抵押，整体资产流动性较弱。
- **公司仍面临一定的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建基础设施项目及在建房地产项目尚需投资 25.95 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，在本期债券发行后债务进一步上升，面临一定的集中偿付压力。**截至 2018 年末，公司有息债务总额达 101.00 亿元，占负债总额的比重为 76.79%，其中 2019-2021 年分别需要偿还本金 15.74 亿元、21.51 亿元和 32.85 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 年末，公司对外担保金额为 60.90 亿元，占当期所有者权益的比重达 63.18%，对外担保规模较大，担保对象主要为地方国企，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。另外，子公司担保业务担保余额为 0.42 亿元，担保对象均为中小企业，存在一定代偿风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 6 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,373,130.58	2,279,347.63	1,891,145.16	1,827,572.90
所有者权益	970,227.83	963,983.39	805,171.33	783,471.13
有息债务	1,120,807.93	1,010,020.51	838,436.12	707,363.86
资产负债率	59.12%	57.71%	57.42%	57.13%
流动比率	4.77	3.92	4.09	2.69
营业收入	107,978.16	152,753.52	118,710.06	89,059.70
公允价值变动收益	14,449.48	254,439.92	76,238.58	20,514.39
营业外收入	2.18	22.82	12.55	16,925.91
利润总额	9,866.22	225,585.31	40,912.36	16,121.90
综合毛利率	29.41%	29.99%	18.16%	18.13%

EBITDA	-	273,567.86	65,123.31	35,308.86
EBITDA 利息保障倍数	-	4.50	1.87	1.10
经营活动现金流净额	-	-3,116.80	88,459.87	111,605.44

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数，2017 年数据来自公司 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年8月5日发行7年期12亿元本期债券，募集资金用于即墨营流路、天山一路、华山三路综合管廊项目和补充营运资金。截至2019年8月31日，本期债券募集资金专项账户余额为7.20亿元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构均未发生变更。截至2019年8月末，公司注册资本和实收资本仍为3.02亿元，青岛市即墨区国有资产运营服务中心为公司唯一股东，实际控制人仍为青岛市即墨区人民政府。2019年4月，公司对董事长、法人代表、副董事长、董事、监事会主席、总经理及副总经理人员进行调整。公司现董事会成员为王希海、李健全、薛阳、李岩、韩新峰、于天亮、胡志刚、车仁栋、王璇，其中王希海任董事长兼法人代表，李健全任总经理，薛阳、李岩、韩新峰、于天亮任副总经理；公司现监事会成员为陆卓超、李日勇、刘彬、于磊和李文杰，其中陆卓超任监事会主席。

2018年公司新纳入合并范围的子公司1家，详见下表。

表1 2018年公司合并报表范围增加子公司情况（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
青岛市即墨古城君澜度假酒店管理有限公司	100%	3,000.00	住宿和餐饮业	投资设立

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，战略优势突出，经济总量大，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，青岛市常住总人口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 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	7.40%	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（亿元）	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 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%	

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

公司作为即墨区重要的城市基础设施建设主体，业务涉及城市基础设施建设、房地产销售、拆迁、租赁、地热水销售及融资担保等。2018年公司实现营业收入15.28亿元，主要来自基础设施代建收入和房地产销售收入，二者分别占营业收入的54.46%和39.85%。2018年公司房地产项目大量结转收入，同时即墨区房价上涨，公司房地产销售业务收入和毛利率均大幅增长，成为带动本期营业收入增长的主要因素。另外公司还取得地热水销售收入、租赁收入及担保收入等，规模均较小。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为29.99%，较上年有所增长，系房产销售业务带动所致。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
代建收入	83,196.20	16.67%	83,196.20	16.67%
房产销售	60,875.92	42.90%	33,759.75	18.69%
拆迁收入	1,924.06	100.00%	159.39	100.00%
地热水销售	469.87	15.39%	485.48	23.69%
租赁费收入	1,059.71	83.63%	833.37	100.00%
担保费收入	99.55	100.00%	152.42	100.00%
咨询收入	67.07	100.00%	24.47	100.00%
其他业务收入	5,061.14	54.97%	98.97	100.00%
合计	152,753.52	29.99%	118,710.06	18.16%

注：2018 年公司实现土地出让收入 4,824.31 万元，计入其他业务收入。

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年公司代建收入较稳定，未来代建收入较有保障；且土地资源较为丰富，未来可为公司土地出让业务提供有效支撑；但在建项目后续投资规模较大，公司仍面临一定的资金压力

公司基础设施建设业务主要采用委托代建模式进行，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。2018 年公司确认代建收入 8.32 亿元，与去年金额相同，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（原名为古城片区拆迁安置项目）。根据公司与即墨区人民政府签订的《即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目一期工程投资建设出让收购（BT）协议书》，该项目总投资 42.68 亿元，在项目建成后移交给即墨区人民政府，即墨区人民政府按照工程总款项的 120% 支付回购款。该回购款实行分期偿付，即自回购之日起六个年度，每年度按不低于回购价款的 15%

支付，第七年度按不低于回购价款的 10% 支付，全部价款须自回购之日起七年内支付完毕。该项目于 2016 年全部竣工，确认实际投资金额 46.22 亿元，其中 2016-2018 年均结转成本 6.93 亿元，剩余成本 25.42 亿元暂计存货的工程施工科目，2016-2017 年公司收到政府拨付的代建款共计 9.40 亿元，2018 年则收到政府补偿的公租房、商铺作为对价，经评估价值合计 8.32 亿元，未来可用于租售。总体来看，公司未来代建收入较有保障，但能否获得现金流入存在一定的不确定性。

表7 公司代建收入明细（单位：万元）

年度	项目名称	投入成本	代建收入	加成比例
2018 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%

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司主要在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、绿化及道路等项目及职业教育园区项目，上述项目预计总投资额 25.62 亿元，已投资 6.40 亿元，尚需投资 19.22 亿元，此外，本期债券募投项目总投资 10.32 亿元，除使用本期债券募集资金 7.20 亿元外，尚需自筹 3.12 亿元。公司未来仍面临一定的资金压力。

职业教育园区由公司负责项目投融资及建设，该项目选址 G204 国道以东，龙泉河以西，玉石二路以南，玉泉路以北，总占地面积约 500 亩，建筑面积约 23 万平方米，共分为“六区三院四中心”，其中六大区域包括教学办公区、实习实训区、生活区、运动区、对外培训区、创新创业区，三大学院包括汽车学院、服装学院、电商物流学院，四大中心包括检测中心、研发中心、创业（孵化）中心、社会培训中心。该项目计划总投资 14.02 亿元，截至 2018 年末，已投资 0.11 亿元，未来收益方式尚不确定。考虑该项目工程量及资金需求较大，未来能否按时完工及资金回流存在一定不确定性。

表8 截至2018年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

	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	43,919.24	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	19,051.20	自建
职工教育园区项目	140,200.50	1,076.33	自建
合计	256,233.18	64,046.77	-

资料来源：公司提供

2018 年公司通过招拍挂的方式取得工业用地 55.35 亩，取得成本为 0.19 亿元。2018

年公司出让工业用地 184.22 亩，实现土地出让收入 4,824.31 万元（在其他业务收入体现），均价为 26.19 万元/亩。截至 2018 年末，公司土地储备尚有 21,019.45 亩，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，未来出让较有保障。但是考虑到土地出让受当地房地产市场波动和土地出让计划的影响较大，未来公司土地出让收入仍存在较大的波动性。

表9 公司土地出让业务情况

项目	2018 年	2017 年
获取规模（亩）	55.35	312.78
出让规模（亩）	184.22	0.00
土地储备（亩）	21,019.45	21,148.32
土地出让收入（万元）	4,824.31	0.00
每亩出让均价（万元/亩）	26.19	0.00

资料来源：公司提供

2018 年公司房产销售收入及毛利率均增长较快，且随着后续在建房产项目完工，未来销售收入有一定保障

2018 年公司通过销售坊子街拆迁区域项目、古城回迁安置房和即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期项目实现房屋销售收入 6.09 亿元，同比增长 80.32%。

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 64,608.64 平方米，2018 年结转销售面积 835.07 平方米，实现销售收入 458.41 万元，毛利率为 10.76%，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。截至 2018 年末，该项目尚待销售面积 5,811.36 平方米，后续仍将贡献一定的销售收入。

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 年末，已投资 28.07 亿元（已全部用于抵押借款），尚需投资 6.73 亿元。2018 年公司结转销售面积为 21,741.57 平方米，实现销售收入 46,938.02 万元。

2018 年公司新增古城回迁安置项目收入，该项目开发性质为住宅，模式为拆迁安置后剩余房源作为商品房销售。2018 年公司结转销售面积为 12,391.32 平方米，实现销售收入 13,479.49 万元，截至 2018 年末该项目尚有 32,956.88 平方米可售。

另外，截至 2018 年末，公司预收房款 115,724.98 万元，随着项目后续完工，未来房产销售收入有一定保障，但该业务受当地房地产市场行情影响较大，未来或存在较大的不

确定性。

公司 2018 年取得拆迁收入 1,924.06 万元，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。

表10 公司房地产销售情况（平方米，元/平方米，万元）

年份	项目	年末可售面积	当年结转销售面积	均价	收入	成本	毛利率
2018 年	即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期项目	-	21,741.57	21,589.07	46,938.02	20,888.17	55.50%
	坊子街拆迁区域项目	5,811.36	835.07	5,489.48	458.41	409.10	10.76%
	古城回迁安置房	32,956.88	12,391.32	10,878.17	13,479.49	13,463.88	0.12%
	合计	38,768.24	34,967.96	-	60,875.92	34,761.15	42.90%
2017 年	即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目二期项目	-	12,694.91	16,099.40	20,438.05	14,785.82	27.66%
	坊子街拆迁区域项目	6,646.43	25,847.85	5,153.89	13,321.70	12,662.76	4.95%
	合计	6,646.43	38,542.76	-	33,759.75	27,448.58	18.69%

资料来源：公司提供

公司租赁业务、地热水销售业务及担保业务对公司收入形成一定补充，但规模均仍较小

1、租赁业务

2018 年公司实现租赁收入 1,059.71 万元，其中广告牌租赁收入 17.74 万元，地上资产租赁费收入 336.11 万元，公租房租赁收入 20.15 万元，海珍品养殖池租赁收入 685.71 万元（不含税，增值税率 5%）。公司与即墨市丁字湾投资发展有限公司海珍品养殖池租赁合同已续签至 2024 年 2 月 28 日，每年租金 720 万元。综合来看，2018 年公司租赁收入略有上涨且租赁业务具有一定的持续性。

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，2018 年共对外供水 49.81 万立方米，按 10.00 元/立方米价格收费，取得不含税的水费收入 469.87 万元（增值税率 6%），其中对港中旅（青岛）海泉湾有限公司供水约 22.08 万立方米。公司供水量及供水收入均略有下滑。2018 年地热水业务毛利率为 15.39%，较 2017 年有所下滑，主要系收入降低且固定成本分摊较多所致。

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。2018 年即墨担保继续缩减担保规模，共完成担保及委托贷款额 3,867.61 万元，同比大幅下降，其中担保额 3,625.00 万元，委托贷款额 242.61 万元。2018 年即墨担保实现担保费收入 99.55 万元，较上年下滑，其中担保业务收入 82.03 万元、委贷及资本金存款利息等收入 17.32 万元。由于公司加强担保对象及担保额度控制，2018 年未发生代偿，截至 2018 年末，即墨担保对外担保余额为 4,167.00 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。

从担保对象来看，即墨担保主要为当地机械制造加工、纺织服装等行业的中小企业提供担保。客户在保规模继续缩减，2018 年公司前十家担保客户担保余额合计占在保余额比重为 90.76%，存在一定的客户集中风险。

表11 2018 年公司担保业务运营情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
期末在保余额	4,167.00	9,833.37
当期担保发生额	3,625.00	6,698.3
当期委托贷款额	242.61	800.00
当期担保费收入	99.55	152.42
其中：担保业务收入	82.03	118.05
委贷及资本金存款利息等收入	17.52	34.37

资料来源：公司提供

表12 截至 2018 年末前十家担保客户情况（单位：万元）

客户名称	担保余额	占期末在保余额比重
青岛新雅泰电器有限公司	630.00	15.12%
青岛方冠摩擦材料有限公司	500.00	12.00%
青岛金汇利汽车配件有限公司	497.00	11.93%
青岛义和钢构有限公司	455.00	10.92%
青岛祥泰纺织品有限公司	400.00	9.60%
青岛顺发物流有限公司	300.00	7.20%
青岛欧普特精工机床有限公司	300.00	7.20%
青岛益兴昌机械制造有限公司	300.00	7.20%
青岛三龙源彩印包装有限公司	200.00	4.80%
青岛天和运工程有限公司	200.00	4.80%
合计	3,782.00	90.76%

资料来源：公司提供

公司继续得到一定力度的外部支持

公司作为即墨区基础设施建设及投融资的重要平台，继续得到当地政府的一定力度支

持。2018 年，公司收到政府补贴款 0.94 亿元，一定程度增强了公司的利润水平。

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 2018 年度审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报告，报告均按新会计准则编制。2018 年，公司合并报表范围较上年新增 1 家子公司。

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

2018 年公司资产大幅增长，但仍以土地使用权及工程项目为主，资产流动性较弱

截至 2018 年末，公司总资产为 227.93 亿元，因对投资性房地重新评估，带动资产较上年增长，同期非流动资产占比上升，流动资产和非流动资产占比分别为 49.09% 和 50.91%。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年 6 月		2018 年		2017 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	164,783.90	6.94%	141,477.23	6.21%	117,279.78	6.20%
预付款项	29,553.31	1.25%	28,474.72	1.25%	45,416.17	2.40%
其他应收款	172,486.10	7.27%	158,628.38	6.96%	169,314.38	8.95%
存货	747,275.49	31.49%	777,344.31	34.10%	756,756.71	40.02%
流动资产合计	1,126,650.00	47.48%	1,118,847.61	49.09%	1,106,767.14	58.52%
长期股权投资	58,712.73	2.47%	18,712.63	0.82%	19,499.47	1.03%
投资性房地产	980,238.69	41.31%	1,044,826.69	45.84%	699,817.85	37.00%
在建工程	111,656.87	4.71%	58,094.89	2.55%	506,750.80	2.68%
非流动资产合计	1,246,480.57	52.52%	1,160,500.02	50.91%	784,378.02	41.48%
资产总计	2,373,130.58	100.00%	2,279,347.63	100.00%	1,891,145.16	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，截至 2018 年末，公司货币资金 14.15 亿元，较上年有所增长，其中其他货币资金 0.32 亿元，包括银行承兑汇票保证金 0.20 亿元和即墨担保

为企业担保的保证金 0.12 亿元，属于受限资金。预付款项主要为预付青岛创新学校、即墨市青荣城际铁路征地拆迁指挥部、江苏省建工集团有限公司、江苏南通三建集团有限公司和青岛市崂山区古建建筑工程有限公司等单位的工程款，2018 年末公司预付账款为 2.85 亿元，较上年下降，主要系代建项目施工进度推进所致。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、青岛市即墨区潮海街道办事处、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和即墨国际商贸城管理委员会等单位的借款，截至 2018 年末共 13.94 亿元，同比增长 21.98%，其中应收即墨市丁字湾投资发展有限公司借款余额 8.28 亿元，占其他应收款余额的比重为 52.12%，具体如下表所示，整体来说公司应收单位均为国企或政府下属单位，坏账风险较小，但规模较大且回款时间不定，对公司资金形成一定占用。

表14 截至2018年末公司其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	余额	账龄	占其他 应收款 的比例	坏账 准备 余额
即墨市丁字湾投资发展有限公司	借款	82,811.88	1 年以内	52.12%	-
青岛市即墨区潮海街道办事处	借款	19,098.11	2-3 年	12.02%	95.49
青岛市蓝都嘉业投资开发有限公司	借款	3,000.00	1 年以内	1.89%	-
		9,000.00	1-2 年	5.67%	-
即墨市晟林绿化建设发展有限公司	借款	16,103.70	1 年以内	10.13%	-
		400.00	1-2 年	0.25%	-
即墨国际商贸城管理委员会	借款	9,000.00	3 年以上	5.67%	-
合计	-	139,413.69	-	87.75%	95.49

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司存货具体包括土地、房产、开发成本及工程施工，截至 2018 年末，公司存货为 77.73 亿元，随着工程项目推进有所增长，其中土地价值 23.40 亿元，2.48 亿元已被抵押，坊子街房产及网点车库价值 18.46 亿元、即墨古城开发成本 28.07 亿元及即墨市南关等 14 个村（居）危旧房（棚户区）改造项目一期工程施工 25.42 亿元。截至 2018 年末，存货中已用于借款抵押的资产账面价值 25.25 亿元，占存货账面价值的 32.48%。

截至 2018 年末，公司长期股权投资 1.87 亿元，主要为对青岛正大现代畜禽发展有限公司、青岛即墨马斯特造船有限公司、青岛中科慧聚文化创意有限公司、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的投资，其中青岛即墨马斯特造船有限公司已进入清算阶段，初始投资成本 0.64 亿元，且已于 2013 年全额计提减值准备，2018 年公司长期股权投资带来的投资损失为 81.00 万元。公司投资性房地产为土地和房产，占

比分别为 91.33% 和 8.67%，其中土地采用公允价值模式进行核算，因公允价值变动增值 25.44 亿元，截至 2018 年底，投资性房地产中土地共 18 宗，面积为 1,045.24 万平方米，评估价值 95.43 亿元，评估基准日为 2018 年 12 月 31 日，其中账面价值为 24.31 亿元的 8 宗土地已用于借款抵押，价值合计 28.58 亿元，房产系公司 2018 年代建业务获得的作为对价的公租房和商铺。截至 2018 年末，公司在建工程为 5.81 亿元，较上年有所增长，主要系即墨市墨水河样板段综合整治项目等项目增加投资所致。

总体来看，公司资产规模持续增长，但仍以土地使用权及在建工程项目为主，二者合计占资产总额的比重为 82.49%（包括存货、投资性房地产和在建工程），另外部分资产已经用于抵押（账面价值 58.53 亿元，占资产总额的比重为 25.68%），整体资产流动性较弱。

盈利能力

2018 年公司营业收入增长较快，但盈利能力仍较弱，利润主要来自公允价值变动收益

2018 年公司实现营业收入 15.28 亿元，较上年有所增长。主要来自基础设施代建收入和房地产销售收入，二者分别占营业收入的 54.46% 和 39.85%。2018 年公司房地产项目大量结转，且即墨区房价上涨，推动公司房地产销售业务收入和毛利率均大幅增长，成为带动本期营业收入增长的主要因素。考虑公司与即墨市人民政府签订的《即墨市南关等 14 村（居）危旧房（棚户区）改造项目一期工程投资建设出让收购（BT）协议书》约定的回购安排，以及在建代建项目的完工，后续代建收入仍有一定保障，但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。另外，截至 2018 年末，公司预收房款 115,724.98 万元，随着该项目后续完工，未来房产销售收入有一定保障，但该业务受当地房地产市场行情影响较大，未来或存在较大的不确定性。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。

盈利方面，在房地产销售业务的带动下，2018 年公司综合毛利率为 29.99%，较 2017 年有一定增长。2018 年公司对持有的 18 宗土地重新进行了价值评估，根据青岛金土地房地产土地评估测绘有限公司出具的青金土地(2019)(估)字第 030012 号评估报告、青金土地(2019)(估)字第 03002 号评估报告、青金土地(2019)(估)字第 03003 号评估报告青金土地(2019)(估)字第 03004 号评估报告，18 宗土地评估价值为 95.43 亿元，评估基准日为 2018 年 12 月 31 日，确认公允价值变动收益 25.44 亿元，对公司营业利润贡献较大，剔除该因素，公司主营业务盈利水平较低。2018 年公司仅收到政府补贴 0.94 亿元，较上年有所增长，对公司利润总额形成一定的补充，公司获得的外部支持力度仍较大。

总体来看，2018年公司营业收入增长较快，但利润主要来自公允价值变动收益。

表15 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019年1-6月	2018年	2017年
营业收入	107,978.16	152,753.52	118,710.06
公允价值变动收益	14,449.48	254,439.92	76,238.58
营业利润	10,090.16	225,634.87	40,948.38
其他收益	54,378.08	9,410.00	11.08
利润总额	9,866.22	225,585.31	40,912.36
综合毛利率	29.41%	29.99%	18.16%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年1-6月财务报告，中证鹏元整理

现金流

公司收现情况不佳，考虑到公司在建项目后续投资额较大，未来仍面临一定的资金压力

经营活动方面，2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金主要系收到房地产销售款，总体来看，2018年因公司代建业务使用实物补偿的方式结算，公司经营活动收现情况不佳，收现比为0.36。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要系往来款及政府补助。公司经营活动现金流出主要系工程代建支出、房产开发成本及往来款。2018年经营活动现金净流出0.31亿元，表现不佳。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流入规模较小，同时因购置及投资固定资产、投资青岛海丝民合半导体投资中心（有限合伙）、青岛市即墨区丁字湾投资发展有限公司股权，带动公司投资活动现金净流出3.54亿元。

筹资活动方面，2018年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。综合来看，2018年筹资活动现金净流入6.33亿元。截至2018年末，公司主要在建基础设施项目及在建房地产项目尚需投资25.95亿元，未来公司仍面临一定的资金压力。

表16 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019年1-6月	2018年	2017年
收现比	0.69	0.36	1.59
销售商品、提供劳务收到的现金	74,266.78	54,791.87	189,031.62
收到的其他与经营活动有关的现金	44,356.92	196,206.57	79,992.31
经营活动现金流入小计	118,623.70	250,998.51	269,023.93
购买商品、接受劳务支付的现金	24,837.43	70,094.73	64,821.11

支付的其他与经营活动有关的现金	23,909.66	167,166.22	105,159.00
经营活动现金流出小计	105,482.07	254,115.30	180,564.06
经营活动产生的现金流量净额	13,141.63	-3,116.80	88,459.87
投资活动产生的现金流量净额	-65,803.53	-35,416.31	-28,904.44
筹资活动产生的现金流量净额	75,968.57	63,293.52	-60,614.46

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报告，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，且仍面临一定的集中偿付压力

随着公司自身利润不断积累，2018 年末公司所有者权益继续增长，同时随着融资规模的扩大，公司负债总额随之增长，综合使得公司产权比率为 136.45%，较上年提高 1.58 个百分点，权益对负债的覆盖程度依然较弱。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2019 年 6 月	2018 年	2017 年
负债总额	1,402,902.74	1,315,364.24	1,085,973.83
所有者权益	970,227.83	963,983.39	805,171.33
产权比率	144.60%	136.45%	134.87%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，仍以非流动负债为主，2018 年末非流动负债占总负债的比重为 78.32%，占比较 2017 年末略有提高。

截至 2018 年末，公司短期借款余额 0.50 亿元，均为保证借款，公司预收款项主要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，共 11.57 亿元，其中账龄 1 年、1-2 年的分别占比 19.86%和 80.14%。其他应付款含应付利息 0.44 亿元，其他应付款主要为公司预提税金和商铺返租费等。截至 2018 年末，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 11.76 亿元、应付债券 2.00 亿元，合计 13.76 亿元。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年 6 月		2018 年		2017 年	
	金额	金额	金额	占比	金额	占比
短期借款	5,000.00	0.36%	5,000.00	0.38%	0.00	0.00%
预收款项	82,013.60	5.85%	115,724.98	8.80%	113,189.92	10.42%
其他应付款	22,036.43	1.57%	15,406.83	1.17%	21,420.77	1.97%
一年内到期的非流动负债	117,688.99	8.39%	137,621.57	10.46%	118,666.95	10.93%

流动负债合计	236,077.81	16.83%	285,168.49	21.68%	270,707.92	24.93%
长期借款	728,727.86	51.94%	625,857.86	47.58%	591,117.87	54.43%
应付债券	269,391.08	19.20%	239,391.08	18.20%	119,651.30	11.02%
递延所得税负债	168,476.49	12.01%	164,864.12	12.53%	98,063.74	9.03%
非流动负债合计	1,166,824.94	83.17%	1,030,195.75	78.32%	815,265.91	75.07%
负债合计	1,402,902.74	100.00%	1,315,364.24	100.00%	1,085,973.83	100.00%
其中：有息负债	1,120,807.93	79.89%	1,010,020.51	76.79%	838,436.12	77.21%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司长期借款共计 62.59 亿元，占负债总额的比重达 47.58%，主要包括保证借款 20.54 亿元和抵押借款 44.70 亿元，其中抵押物为公司持有的土地使用权及在建工程。应付债券为公司 13 即墨债、2017 年发行的 5 年期 10 亿元中期票据和 2018 年发行的 3 年期中期票据。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 年底共计 16.49 亿元，占总负债的比重为 12.53%。

截至 2018 年末，公司包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券在内的有息债务总额为 101.00 亿元，占负债总额的比重为 76.79%，刚性债务压力仍然较大。从公司有息债务本金到期额年度分布来看，2019-2021 年分别需要偿还本金 15.74 亿元、21.51 亿元和 32.85 亿元，存在一定的集中偿付压力。此外，随着 2019 年 8 月，本期债券的成功发行，公司有息负债规模进一步扩大。

表19 截至2018年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			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
13 即墨债	20,000.00	0.00	0.00	0.00
中期票据	0.00	0.00	70,000.00	100,000.00
定向债务融资工具	0.00	0.00	70,000.00	0.00
农发行即墨支行贷款	25,000.00	25,000.00	25,000.00	25,000.00
北京银行股份有限公司济南分行	0.00	30,000.00	0.00	0.00
国开行青岛分行	45,400.00	45,800.00	46,400.00	102,400.00
渤海银行股份有限公司德州分行	10,000.00	10,000.00	15,000.00	15,000.00
平安融资租赁有限公司	23,135.57	13,428.65	6,625.17	6,601.04
青岛汇泉民间资本管理有限公司	0.00	32,000.00	0.00	0.00
南京银行股份有限公司	0.00	0.00	50,000.00	0.00
日照银行即墨支行	19,500.00	0.00	0.00	0.00
青岛农村商业银行股份有限公司即墨支行	1,200.00	1,200.00	34,840.00	15,449.00
潍坊银行股份有限公司青岛即墨支行	0.00	20,000.00	0.00	0.00
中国建设银行即墨支行振华街分理处	7,500.00	17,500.00	0.00	0.00

青岛银行即墨支行	0.00	18,500.00	0.00	0.00
浦发银行即墨支行	5,000.00	0.00	0.00	0.00
中国银行股份有限公司即墨振华街支行	0.00	1,000.00	2,000.00	43,000.00
威海银行即墨支行	700.00	700.00	8,600.00	0.00
合计	157,436.00	215,129.00	328,465.00	307,450.00

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，2018年末公司资产负债率为57.71%，规模较为稳定。公司流动比率、速动比率指标与上年基本持平。受投资性房地产带动的公允价值变动损益上升影响，公司利润总额上升，带动EBITDA和EBITDA利息保障倍数均有所提高，有息债务/EBITDA亦有所改善，但整体来看，公司仍面临一定的偿债压力。

表20 公司主要偿债能力指标

项目	2019年6月	2018年	2017年
资产负债率	59.12%	57.71%	57.42%
流动比率	4.77	3.92	4.09
速动比率	1.61	1.20	1.29
EBITDA（万元）	-	273,567.86	65,123.31
EBITDA 利息保障倍数	-	4.50	1.87
有息债务/EBITDA	-	3.69	12.87

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报告，中证鹏元整理

六、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8月22日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，关注类贷款19笔，金额合计为21.39亿元，系公司在国家开发银行青岛分行的贷款，国开行将位于郊区的贷款单位的贷款均列为关注类。除此之外，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60.90亿元，占当期所有者权益的比重达63.18%，对外担保金额较大，其中担保对象为地方国企，均未采取反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。另外，截至2018年末，子公司即墨担保有0.42亿元的对外担保，担保对象均

为中小企业，存在一定代偿风险。

表21 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

序号	被担保单位名称	企业性质	担保金额	担保发生日期	反担保措施
1	青岛龙泉投资有限公司	国企	22,000.00	2014.12-2019.12	否
2	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	26,900.00	2015.6-2020.6	否
3	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	29,400.00	2017.3-2020.3	否
4	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	28,800.00	2016.6-2019.6	否
5	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	35,000.00	2015.8-2020.8	否
6	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	20,000.00	2018.3-2019.3	否
7	即墨市丁字湾投资发展有限公司	国企	108,000.00	2015.9-2032.9	否
8	即墨市人民医院	国企	2,250.00	2011.11-2021.12	否
9	即墨市自来水公司	国企	5,000.00	2018.9-2020.9	否
10	即墨市自来水公司	国企	6,600.00	2016.1-2019.1	否
11	即墨市广播电视台	国企	1,950.00	2018.3-2020.3	否
12	即墨市广播电视台	国企	1,800.00	2017.3-2020.1	否
13	即墨市晟林绿化建设发展有限公司	国企	4,700.00	2017.6-2020.3	否
14	即墨市晟林绿化建设发展有限公司	国企	8,600.00	2017.12-2019.11	否
15	即墨市晟林绿化建设发展有限公司	国企	5,000.00	2018.10-2021.10	否
16	青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司	国企	14,300.00	2017.2-2020.2	否
17	青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司	国企	18,000.00	2016.3-2019.3	否
18	青岛金元衡水务发展有限公司	国企	21,500.00	2017.9-2020.7	否
19	青岛海洋科技投资发展集团有限公司	国企	30,000.00	2016.2-2019.2	否
20	青岛海洋科技投资发展集团有限公司	国企	36,100.00	2016.2-2020.12	否
21	青岛汽车产业新城开发建设有限公司	国企	10,560.00	2013.6-2020.6	否
22	青岛汽车产业新城开发建设有限公司	国企	50,000.00	2016.2-2020.2	否
23	山东省鑫诚恒业开发建设有限公司	国企	9,400.00	2015.9-2020.9	否
24	山东省鑫诚恒业开发建设有限公司	国企	19,400.00	2015.10-2020.10	否
25	山东省鑫诚恒业开发建设有限公司	国企	14,400.00	2015.11-2020.11	否
26	山东省鑫诚恒业开发建设有限公司	国企	8,000.00	2015.11-2020.11	否
27	山东省鑫诚恒业开发建设有限公司	国企	12,000.00	2015.12-2020.12	否
28	青岛市蓝都嘉业投资开发有限公司	国企	9,400.00	2016.2-2024.2	否
29	青岛陆港国际开发建设有限公司	国企	49,980.00	2017.10-2027.8	否
合计	-	-	609,040.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

从外部区域环境来看，2018年即墨区经济较快增长，为公司发展提供了良好基础。从公司业务来看，公司收入增长较快，主要来源于基础设施代建及房地产收入，业务持续性较好，且土地储备丰富，为公司持续发展提供了一定保障。

但中证鹏元也注意到，公司资产主要为土地资产和工程项目，且部分资产已用于抵押，资产流动性较弱；公司在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力；公司有息债务规模较大，且面临一定的集中偿债压力；公司对外担保规模较大，均未设置反担保措施，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+，评级展望维持为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

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）	2019 年 6 月	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	164,783.90	141,477.23	117,279.78	126,909.23
存货	747,275.49	777,344.31	756,756.71	698,282.30
投资性房地产	980,238.69	1,044,826.69	699,817.85	719,043.00
总资产	2,373,130.58	2,279,347.63	1,891,145.16	1,827,572.90
短期借款	5,000.00	5,000.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	117,688.99	137,621.57	118,666.95	138,665.18
长期借款	728,727.86	625,857.86	591,117.87	520,534.82
应付债券	269,391.08	239,391.08	119,651.30	39,593.86
递延所得税负债	168,476.49	164,864.12	98,063.74	79,004.10
总负债	1,402,902.74	1,315,364.24	1,085,973.83	1,044,101.78
有息债务	1,120,807.93	1,010,020.51	838,436.12	707,363.86
所有者权益	970,227.83	963,983.39	805,171.33	783,471.13
营业收入	107,978.16	152,753.52	118,710.06	89,059.70
营业利润	10,090.16	225,634.87	40,948.38	0.00
其他收益	54,378.08	9,410.00	11.08	-452.68
利润总额	9,866.22	225,585.31	40,912.36	16,121.90
经营活动产生的现金流量净额	13,141.63	-3,116.80	88,459.87	111,605.44
投资活动产生的现金流量净额	-65,803.53	-35,416.31	-28,904.44	20,265.18
筹资活动产生的现金流量净额	75,968.57	63,293.52	-60,614.46	-175,991.96
财务指标		2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	29.41%	29.99%	18.16%	18.13%
收现比	0.69	0.36	1.59	2.07
产权比率	144.60%	136.45%	134.87%	133.27%
资产负债率	59.12%	57.71%	57.42%	57.13%
流动比率	4.77	3.92	4.09	2.69
速动比率	1.61	1.20	1.29	0.94
EBITDA（万元）	-	273,567.86	65,123.31	35,308.86
EBITDA 利息保障倍数	-	4.50	1.87	1.10
有息债务/EBITDA	-	3.69	12.87	20.03

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	级次	注册资本	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
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
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

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+1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

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。