

2014 年即墨市城市旅游开发投资有限公司
公司债券 2020 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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【163】号 01

债券简称：14即墨旅投
债/PR 即旅投

增信方式：抵押担保

债券剩余规模：4 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
偿还条款，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：
张晨 张颜亭

电话：
010-66216006

邮箱：
zhangch@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

2020 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	2020 年 06 月 24 日	2019 年 06 月 27 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 2020 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：青岛市战略及区位优势突出且经济总量大、即墨区经济增长较快，为公司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，并存在较大的或有负债等风险因素。

正面：

- 青岛市战略及区位优势突出，且经济总量大，即墨区经济增长较快，为公司发展提供了良好基础。作为我国首批沿海对外开放城市、计划单列市和副省级城市，青岛市战略及区位优势突出，2019 年青岛市实现 GDP1.17 万亿元，同比增长 6.50%，即墨区实现 GDP1,201.05 亿元，同比增长 7.1%。
- 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 2019 年末，公司存货中尚待结转的工程施工金额为 13.50 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

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”。

定服务收入及租金。

- **公司获得较大外部支持。**2019年，公司获得各类划拨资产并增加资本公积 24.01 亿元，同期公司获得政府补贴 1.45 亿元。
- **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：2019 年 5 月 8 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 43.99 亿元，抵押比率为 10.43 倍，有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产整体流动性较弱。**2019 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，且受限资产账面价值占总资产的比重为 34.93%；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，资产整体流动性较弱。
- **公司存在较大的资金压力。**截至 2019 年末，公司热电工程、房地产及基础设施等主要在建设项目尚需投资 58.17 亿元，公司存在较大的资金压力。
- **有息债务规模继续攀升，偿债压力较大。**截至 2019 年末，公司有息负债总额为 88.58 亿元，同比增长 21.01%，占总负债的 71.79%，且一年内需偿付的金额较高，现金短期债务比仅 0.31，公司面临较大的偿债压力。
- **存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额为 91.44 亿元，占所有者权益的比重达 51.61%，对外担保金额较大，且均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标：（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	3,095,960.00	3,005,544.84	2,514,339.12	2,255,017.62
所有者权益	1,766,373.26	1,771,685.94	1,483,482.41	1,464,596.55
有息债务	999,259.15	885,803.98	732,001.19	528,349.26
资产负债率	42.95%	41.05%	41.00%	35.05%
现金短期债务比	0.60	0.31	0.50	0.52
营业收入	20,571.53	58,981.65	118,085.98	103,949.71
公允价值变动收益	0.00	76,816.37	0.00	65,269.15
其他收益	0.00	14,513.99	41,910.56	14,183.95
营业利润	-5,722.01	50,889.30	18,717.05	61,915.02
利润总额	-5,293.62	54,634.26	18,451.34	61,409.87

综合毛利率	20.06%	18.00%	9.51%	12.25%
EBITDA	-	94,375.59	51,697.38	93,194.09
EBITDA 利息保障倍数	-	2.03	1.40	3.79
经营活动现金流净额	-42,461.34	9,857.71	15,301.76	954.39
收现比	0.91	0.76	0.77	0.81

注：2017 年数据来自 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司2018年、2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，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2020年5月26日，本期债券募集资金专项账户余额为71.42万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。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，仍为公司唯一股东及实际控制人。

2019年公司合并报表范围新增7家子公司，无减少子公司，详见下表1。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共28家，详见附录二。

表1 2019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
青岛鳌山湾港务有限公司	100.00%	1,000.00	码头及其他港口工程开发、设施服务,货物装卸、仓储及其他物流增值服务	新设
青岛景奥娱乐有限公司	100.00%	100.00	文化艺术交流活动策划;承办展览展示;市场营销策划;批发:食品、服装、玩具,零售图书、报刊等	新设
青岛青桐招商发展有限公司	100.00%	1,000.00	引进国内外资金、技术、项目,兴办实业,开发高科技、旅游资源等	新设
青岛惠科微电子有限公司	83.33%	120,000.00	电子元件、半导体分立器件、集成电路、电力电子产品、汽车电子产品、自动化仪表、应用软件的设计、技术开发、制造、销售等	新设
青岛山湖景区管理有限公司	100.00%	300.00	旅游景区的开发建设、招商合作、经营管理服务,景区票务营销,会展服务等	新设
陇南市鳌山湾旅游投资有限公司	100.00%	1,000.00	旅游资源及旅游景点的开发利用;旅游工艺品制造,销售等	新设
深圳瑞蚨源投资发展有限公司	100.00%	1,000.00	投资兴办实业(具体项目另行申报);创业投资业务等。	新设

资料来源：公司2019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

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载

体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐形债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

青岛市战略及区位优势突出，经济发展水平较高，2019年经济实力稳步增强

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²，是中国东部沿海的区域经济中心之一³，也是山东半岛蓝色经

² 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）。

济区核心区域和龙头城市⁴，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，2019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11,741.31亿元，按可比价格计算，较上年增长6.5%。第一产业增加值409.98亿元，增长1.6%；第二产业增加值4,182.76亿元，增长4.7%；第三产业增加值7,148.57亿元，增长8.0%。三次产业结构由2018年的3.2:40.4:56.4调整为2019年的3.5:35.6:60.9，第三产业占比进一步上升。截至2019年末，青岛市常住人口949.98万人，人均生产总值124,282元，为同期全国人均生产总值的175.31%，经济发展水平较高。

2019年青岛市继续加快高新技术产业发展，全年全市高技术产业实现增加值增长11.7%，占GDP比重为6.4%。其中，高技术制造业增加值增长1.7%，占GDP比重为2.1%；高技术服务业增加值增长17.5%，占GDP比重为4.2%；战略性新兴产业实现增加值增长5.2%，占GDP比重为8.8%，其中，工业战略性新兴产业增加值增长4.6%，占GDP比重为5.8%；服务业战略性新兴产业增加值增长7.1%，占GDP比重为3.0%。此外，“新产品”产量增速较快，城市轨道交通车辆1,770辆，增长15.8%；智能电视1,441.9万台，增长25.5%。

2019年青岛市固定资产投资同比增长21.6%，其中，第一、二、三产业投资分别增长3.5%、18.2%和22.7%，亿元以上新开工项目（含房地产）1,190个，较2018年增加702个，完成投资增长40.2%，占全市固定资产投资的比重为38.2%；新动能投资拉动明显，装备制造业投资增长16.8%；战略新兴产业投资增长26.5%；高技术制造业投资增长26.8%；工业技改投资增长29.7%。

2019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同比增长8.1%；对外贸易保持增长，全年实现进出口总额5,925.60亿元，同比增长11.2%；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17,283.00亿元和18,209.90亿元，同比分别增长7.21%和13.12%。

3 根据《青岛市城市总体规划（2006~2020）》（征求意见稿）。

4 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）

表 2 青岛市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	11,741.31	6.50%	12,001.50	7.40%
第一产业增加值	409.98	1.60%	386.90	3.50%
第二产业增加值	4,182.76	4.70%	4,850.60	7.30%
第三产业增加值	7,148.57	8.00%	6,764.00	7.70%
固定资产投资	-	21.60%	-	7.90%
社会消费品零售总额	-	8.10%	4,842.50	10.00%
进出口总额	5,925.60	11.20%	5,321.30	5.70%
存款余额	17,283.00	7.21%	16,121.30	6.56%
贷款余额	18,209.90	13.12%	16,098.00	11.88%
人均 GDP（元）	124,282.00		128,459.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	175.31%		198.72%	

资料来源：2018-2019 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，青岛房地产投资维持较快增长，而交易市场热度有所下滑，2019年青岛房地产开发完成投资1,803.8亿元，增长21.5%。其中，住宅投资1,239.1亿元，增长19.7%；商品房销售面积1,651.8万平方米，下降8.6%；住宅销售面积1,475.6万平方米，下降6.5%，具体如下表3所示。另外，青岛市政府继续引导推进保障性住房建设，2019年保障性住房基本建成3,788套。其中，公共租赁住房1,076套，经济适用住房953套，限价商品住房1,759套。

表 3 2019 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	1,239.1	19.7%	1,475.6	-6.5%
办公楼	1,27.6	29.6%	71.2	-7.2%
商业营业用房	178.6	16.2%	87.9	-26.7%
其他	258.6	30.4%	17.2	-48.0%
总计	1,803.8	21.5%	1,651.8	-8.6%

资料来源：2019 年青岛市国民经济和社会发展统计公报

2019年青岛市全市实现公共财政收入1,241.74亿元，同比增长0.8%；实现政府性基金收入1,205.14亿元，同比增长36.1%。

即墨区现代产业体系比较完善，2019年经济继续保持较快增速，经济实力稳步增强

2019 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、旅游会展等现代服务业为助力，以汽车、发电装备、造船三大先进制造业，太阳能光伏、生物医药、新材料三大战略性新兴产业为引领，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。目前已初步形

成了以传统制造业为基础、以现代服务业为支撑、以先进制造业及新兴产业为引领的现代产业体系。

2019年，即墨区实现地区生产总值1,201.05亿元，按可比价格计算，同比增长7.1%，其中，第一产业实现增加值74.63亿元，同比增长2.4%；第二产业实现增加值586.67亿元，同比增长8.6%；第三产业实现增加值539.75亿元，同比增长6.1%。2019年，即墨区三次产业结构由2018年的6.3:49.0:44.7调整为6.2:48.9:44.9。2019年即墨区常住人口124.89万，根据常住人口计算，人均地区生产总值为96,168.63元，为全国人均地区生产总值的135.66%。2019年即墨区实现规模以上固定资产投资较上年增长23.1%，另外，2019年即墨区社会消费品零售总额同比增长10.1%，保持较快增长。全年实现进出口总额376.10亿元，较上年增长3.9%，金融机构运行良好，存款和贷款余额为1,251.8亿元和1,000.2亿元，同比增长21.5%和13.6%。

表4 即墨区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,201.05	7.1%	1,124.60	8.4%
第一产业增加值	74.63	2.4%	70.83	3.8%
第二产业增加值	586.67	8.6%	551.10	9.5%
第三产业增加值	539.75	6.1%	502.67	7.6%
规模以上固定资产投资	-	23.1%	-	9.9%
社会消费品零售总额	-	10.1%	498.2	11.1%
进出口总额	376.10	3.9%	355.4	17.1%
存款余额	1,251.8	21.5%	1,030.1	9.2%
贷款余额	1,000.2	13.6%	880.8	3.7%
人均GDP（元）	96,168.63		114,780.00	
人均GDP/全国人均GDP	135.66%		177.55%	

注：根据第四次全国经济普查结果，青岛市统计局对即墨区2018年生产总值初步核算数进行了修订。
 资料来源：2018年即墨区国民经济和社会发展统计公报，2019年即墨区经济运行情况，中证鹏元整理

2019年即墨区实现公共财政收入111.87亿元，同比增长0.6%；实现政府性基金收入144.53亿元。

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。2019年公司营业收入为5.90亿元，较上年下降50.05%，主要系当年

未实现水利工程收入及房屋销售量较少所致。毛利率方面，2019 年公司综合毛利率为 18.00%，较 2018 年有所提高，主要系盈利能力较弱的房屋销售业务及水利工程业务占比下滑所致。近年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2020 年 1-3 月		2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电、蒸汽、循环水供热等	13,206.49	19.07%	32,358.86	2.55%	31,626.03	0.50%
水利工程	0.00	-	0.00	-	27,932.03	7.55%
房屋销售	27.07	100.00%	40.42	-81.90%	28,699.97	-0.49%
安装工程	714.43	4.06%	2,038.19	33.52%	4,736.19	5.95%
其他	2,552.60	12.03%	4,715.22	27.54%	5,009.79	20.10%
主营业务小计	16,500.59	17.46%	39,152.70	7.09%	98,004.01	3.48%
其他业务小计	4,070.94	30.56%	19,828.95	39.55%	20,081.97	38.90%
合计	20,571.53	20.06%	58,981.65	18.00%	118,085.98	9.51%

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、担保和物业收入。

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

公司供电及供汽供热业务区域垄断性强，2019 年经营较为稳定，但盈利能力仍较弱

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 2019 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。

2019 年，即墨市热电厂本部供汽供热量为 89.87 万吨，均价为 213.61 元/吨，供电量为 1.00 亿度，供电单价为 0.34 元/度，供电单价较上年有所下滑主要系国网电力公司上网电价调减所致。2019 年公司供电及供汽供热业务实现收入 3.24 亿元，较上年增长 2.55%，经营较为稳定；毛利率方面，因公司 2018 年后对蒸汽价格进行了上调，公司该业务毛利率较上年增加 2.05 个百分点至 2.55%，但总体水平仍较低，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，整体盈利能力较弱，另一方面系子公司增加炉机及管线等设备投资，带动成本上升且产能利用率较低。

表 6 2018-2019 年即墨市热电厂供热供气情况指标

项目	2019 年	2018 年
实际供应量（万吨）	89.87	69.51
平均供应单价（元/吨）	213.61	210.43
销售收入（亿元）	1.92	1.46

资料来源：公司提供

表 7 2018-2019 年即墨市热电厂供电情况指标

项目	2019 年	2018 年
供电量（亿度）	1.00	1.21
平均供电单价（元/度）	0.34	0.37
供电收入（亿元）	0.34	0.45

资料来源：公司提供

截至 2019 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 13.43 亿元，累计已投资 2.37 亿元，尚需投入 11.06 亿元，存在较大的资金压力。

表 8 截至 2019 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
东部汽车城片区集中供热建设项目	94,603.68	8,745.62	自建
东南部老城片区集中供热项目	19,473.28	8,745.62	自建
丰泰源热电建设工程	17,000.00	3,604.98	自建
即墨热电工程项目	3,200.00	2,574.99	自建
合计	134,276.96	23,671.21	-

资料来源：公司提供

2019 年公司未实现现代建业务收入，尚待结转的工程施工项目较多，仍能为未来收入提供一定保障，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。受因工程进度及回购安排影响，2019 年公司未实现现代建业务收入。

前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 2019 年末，公司主要在建项目计划总投资 74.32 亿元，累计已投资 27.61 亿元，尚需投资 46.71 亿元。公司代建项目规模较大，2019 年末存货中尚待结转的工程施工金额为 13.50 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。此外，COVID-19 疫情影响下，公司在建项目进度或将受到一定影响。

表 9 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	项目性质
农村规模化供水工程项目	59,100.00	49,219.03	代建
即墨市城乡供水工程	47,600.00	46,864.28	
大沽河水系建设项目	30,000.00	21,584.91	
环秀湖综合建设整治	12,000.00	8,172.87	
气象观测站建设项目	3,600.00	1,735.02	
人才综合体	350,000.00	92,040.02	自建
孙家官庄村和磨市村改造项目	104,600.00	25,514.96	
即墨城市智慧停车场建设项目	96,294.00	8,156.42	
女岛港航道锚地项目	40,000.00	22,843.69	
合计	743,194.00	276,131.20	-

注：公司人才综合体项目包含环秀湖人才公寓项目和双创孵化中心项目
 资料来源：公司提供

2019 年公司房产销售业务量较小，随着在建项目完工及销售，公司仍将获得一定的房屋销售收入

公司 2019 年房地产销售收入为 40.42 万元，主要来自墨河嘉苑的收尾附房及车位销售，墨河嘉苑已基本销售完毕，2019 年经营性成本大于房屋销售收入，毛利率为-81.90% 目前公司在建及在售房产项目为岛里天成项目，该项目总投资 10.40 亿元，已投资 9.99 亿元，尚需投资 0.41 亿元，随着项目完工及销售，将为公司带来一定房屋销售收入。

表 10 截至 2019 年末公司房地产在建在售项目情况（单位：万平方米）

项目	计划总投资	已投资	总可售面积	剩余可售面积	预计完工时间
岛里天成	10.40	9.99	14.00	8.42	2020 年 10 月

资料来源：公司提供

2019 年租赁业务收入规模与上年基本持平，该业务具备一定持续性

2019 年公司实现租赁收入 1.71 亿元，与上年基本持平，主要来自东部养殖池及房屋租赁等。公司目前主要出租标的东部养殖池已签订新的租赁合同，该业务具备一定持续性。但公司对租赁业务主要客户青岛金湾投资发展有限公司（曾用名青岛盛泰诚开发建设有限

公司)的租赁款回款情况整体较差,需关注公司对其应收账款未来回收情况。

表 11 2019 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、场地、商铺等租赁	2,330.58	-
东部养殖池租赁(水域滩涂使用权租赁)	14,797.62	最新 3 份租赁合同的租赁期分别为 2020.1-2020.12、2020.1-2021.12、2020.1-2022.12, 约定的年租金分别为 0.11 亿元、0.28 亿元和 1.55 亿元, 合计 1.94 亿元。主要用于海珍品养殖。
合计	17,128.20	-

资料来源: 公司提供

公司继续获得较大的外部支持

资产注入方面, 2019 年, 公司收到青岛市即墨区住宅发展保障服务中心无偿划拨的评估价值为 0.73 亿元的公租房、收到即墨区大沽河管理所无偿划拨的评估价值为 21.94 亿元的即墨西部大沽河河流用地、收到即墨区人民政府无偿划拨的评估价值为 0.78 亿元的万丽国际广成 5-7 楼房产及评估价值为 0.52 亿元的古城片区 16 处房产等, 合计增加资本公积金 24.01 亿元, 提升了公司的资本实力。

财政补贴方面, 2019 年公司获得政府补贴 1.45 亿元, 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 2019 年度审计报告及未经审计的 2020 年一季报, 2018 年数据采用 2019 年审计报告期初数, 报告采用新会计准则编制, 2019 年公司新增纳入合并报表范围的子公司 7 家, 详见表 1。

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

跟踪期公司资产继续增长, 2019 年末公司总资产为 300.55 亿元, 较上年末增加 19.54%, 2020 年 3 月末进一步增至 309.60 亿元。从资产结构来看, 仍以非流动资产为主, 2020 年 3 月末非流动资产占比 67.32%。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	117,228.44	3.79%	83,494.30	2.78%	52,933.27	2.11%
应收账款	122,568.32	3.96%	117,575.69	3.91%	106,449.51	4.23%
其他应收款	375,801.13	12.14%	363,257.89	12.09%	368,949.95	14.67%
存货	359,460.69	11.61%	337,779.61	11.24%	257,710.23	10.25%
流动资产合计	1,011,624.10	32.68%	930,707.22	30.97%	798,585.41	31.76%
投资性房地产	749,056.75	24.19%	749,056.75	24.92%	664,951.42	26.45%
固定资产	232,936.66	7.52%	237,067.42	7.89%	233,698.62	9.29%
在建工程	217,928.79	7.04%	202,971.02	6.75%	181,254.31	7.21%
无形资产	283,875.67	9.17%	284,467.74	9.46%	56,753.58	2.26%
其他非流动资产	580,762.60	18.76%	583,771.50	19.42%	570,086.97	22.67%
非流动资产合计	2,084,335.90	67.32%	2,074,837.62	69.03%	1,715,753.70	68.24%
资产总计	3,095,960.00	100.00%	3,005,544.84	100.00%	2,514,339.12	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报表，中证鹏元整理

2019 年末公司货币资金为 8.35 亿元，主要为 7.25 亿元银行存款，另有 1.09 亿元其他货币资金，主要为使用受限的银行承兑汇票保证金和工程劳务保证金。2020 年 3 月末，公司货币资金余额较 2019 年末增加 40.40% 至 11.72 亿元，主要系公司筹集活动净流入较多现金。2019 年末公司应收账款账面价值为 11.76 亿元，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租赁款及工程款，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 46.55%，账龄全部在三年以上，该款项回款时间存在一定不确定性；应收青岛盛泰诚开发建设有限公司（现名为青岛金湾投资发展有限公司）租赁款 3.83 亿元，占应收账款总额的 32.58%，其中账龄在 1 年以上的规模达 2.28 亿元，需关注对其应收账款的回收情况。公司其他应收款主要是与即墨区财政局、即墨国际商贸城管理委员会等单位的往来款，2019 年末公司其他应收款达 36.33 亿元，其中即墨区财政局占比 61.52%，即墨国际商贸城管理委员会占比为 17.86%，从账龄来看，2 年以上的其他应收款占比 62.77%；总体来看，公司其他应收款的欠款对象主要为政府下属单位，款项回收风险不大，但较长账龄对资金形成较大占用，且回款时间存在不确定性。公司存货主要为工程施工和开发成本，2019 年末为 33.78 亿元，其中工程施工为 13.50 亿元，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项目，开发成本为 17.67 亿元，主要为岛里天成保障房项目及环秀湖人才公寓。

2019 年公司对土地使用权进行重新评估，同时收到青岛市即墨区住宅发展保障服务

中心无偿划拨公租房，综合影响下使得 2019 年末公司投资性房地产同比增加 12.65% 至 74.91 亿元，其中已用于抵押的规模为 74.30 亿元，受限规模较大。公司固定资产变化不大，截至 2019 年末公司固定资产账面价值为 23.71 亿元，主要含 17.72 亿元房屋建筑物和 5.95 亿元机器设备。截至 2019 年末，公司在建工程为 20.30 亿元，主要为马山旅游风景区、双创孵化中心和女岛港航道锚地项目等在建项目。公司无形资产主要为土地使用权，2019 年公司收到即墨区大沽河管理所无偿划拨的大沽河河流用地，并以 21.94 亿元⁵评估价值入账，受此主要影响，2019 年末公司无形资产较上年末增加 401.23% 至 28.45 亿元，除大沽河河流用地外，公司原有的土地使用权大多为出让地，用途为商服及商住用地。2019 年末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 28.36 亿元可用于海产品养殖。

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 2019 年末受限资产账面价值占总资产的比重达 34.93%；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 13 截至 2019 年末公司资产受限情况（单位：万元）

项目	账面价值	受限原因	资产占比
货币资金	10,895.32	保证金等	0.36%
存货-开发成本	2,245.00	长期借款抵押	0.07%
固定资产—房屋建筑物	50,847.24	长期借款抵押	1.69%
无形资产—土地使用权、海域使用权	42,339.02	长期借款抵押	1.41%
投资性房地产	742,989.61	企业债、长期借款抵押	24.72%
其他长期资产—滩涂使用权	200,580.12	企业债抵押	6.67%
合计	1,049,896.31	-	34.93%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入显著下滑，主业盈利能力较弱，利润依赖公允价值变动收益和外部支持。受当年水利工程项目未实现回购和房屋销售规模下降影响，2019 年公司营业收入较上年下滑 50.05% 至 5.90 亿元。2019 年公司供电及供汽供热业务收入稳步增长，租赁业务亦对收入形成有力补充，此外停车场等自建项目建成后也将为公司带来一定收入。

毛利率方面，受盈利能力较弱的水利工程业务及房屋销售收入规模下滑影响，2019 年公司综合毛利率较上年增加 8.50 个百分点至 18.00%。2019 年公司对土地使用权进行重新

⁵根据青岛衡元德地产评估策划有限责任公司于 2016 年出具的青衡地（估）市字（2016）第 1-136 号评估报告评估，所涉大沽河河流土地面积为 1,453.00 万 m²，2019 年公司以 21.94 亿元评估价对其入账。

评估并产生公允价值变动收益7.68亿元，此外公司收到以政府补助为主的其他收益1.45亿元，二者合计占当年公司营业利润的179.47%。总体来看，公司自身盈利能力依较弱，利润对公允价值变动收益和财政补贴较为依赖。

表 14 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	20,571.53	58,981.65	118,085.98
其他收益	0.00	14,513.99	41,910.56
公允价值变动收益	0.00	76,816.37	0.00
营业利润	-5,722.01	50,889.30	18,717.05
利润总额	-5,293.62	54,634.26	18,451.34
综合毛利率	20.06%	18.00%	9.51%

资料来源：公司2019年审计报告及未经审计的2020年一季度报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流净额有所减少，在建项目尚需较多投资，面临较大资金压力

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供电供汽及供热销售款、水利工程回购款、房屋销售款及租赁收现等，2019年公司收现比为0.76。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要系公司与其他单位的往来款以及财政补贴款。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，2019年公司经营活动现金流净额为0.99亿元，较上年有所减少。此外，2020年一季度公司往来款净流出较多，公司经营活动现金净流出4.25亿元。

投资活动现金流方面，2019年及2020年一季度公司投资活动分别净流出现金9.13亿元和2.28亿元，主要系公司推进双创孵化中心、停车场建设及热电厂供热工程等项目建设所致。筹资活动现金流方面，2019年及2020年一季度公司通过借款及发行债券收到的现金规模较大，使得筹资活动现金分别净流入10.54亿元和10.17亿元。

总体来看，公司经营活动产生的现金流不足以支撑公司投资活动，未来或将继续依赖筹资活动获得资金，且考虑到截至2019年末公司在建热电项目、基础设施及房地产项目未来至少还需要投入58.17亿元，公司面临较大的筹资压力。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
收现比	0.91	0.76	0.77
销售商品、提供劳务收到的现金	18,784.12	44,599.57	90,521.37

收到的其他与经营活动有关的现金	36,882.03	114,732.11	53,450.30
经营活动现金流入小计	98,127.50	159,331.68	143,971.67
购买商品、接受劳务支付的现金	43,305.27	92,765.79	105,386.17
支付的其他与经营活动有关的现金	51,567.22	43,477.60	5,922.79
经营活动现金流出小计	98,127.50	149,473.97	128,669.91
经营活动产生的现金流量净额	-42,461.34	9,857.71	15,301.76
投资活动产生的现金流量净额	-22,849.28	-91,311.94	-142,628.21
筹资活动产生的现金流量净额	101,681.99	105,375.94	118,099.18
现金及现金等价物净增加额	36,371.37	23,921.71	-9,227.27

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模进一步增长，有息债务占比较高，偿债压力较大

随着公司债券发行及取得银行借款，2019 年公司负债总额进一步扩大至 123.39 亿元，较上年末增长 19.69%。同期公司所有者权益持续增加，截至 2019 年末，公司产权比率为 69.64%，公司权益对负债的覆盖程度与去年基本持平。此外，受新增发行债券及长期借款影响，2020 年 3 月末公司总负债进一步增至 132.96 亿元，产权比率进一步增至 75.27%，公司权益对负债的覆盖程度进一步下降。

表 16 公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
负债总额	1,329,586.73	1,233,858.90	1,030,856.71
所有者权益	1,766,373.26	1,771,685.94	1,483,482.41
产权比率	75.27%	69.64%	69.49%

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报表，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，2019 年末非流动负债占总负债的比重为 60.26%。

截至 2019 年末，公司短期借款为 3.80 亿元，主要含 1.60 亿元抵押借款和 1.50 亿元保证借款。2019 年末公司应付账款为 2.32 亿元，主要为应付的工程款及材料款等。公司其他应付款主要是往来款和往来借款，2019 年末公司其他应付款为 14.69 亿元。2019 年末公司一年内到期的非流动负债为 19.48 亿元，含一年内到期的长期借款 11.43 亿元、一年内到期的应付债券 4.40 亿元和一年内到期的长期应付款 3.66 亿元。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
----	------------	--------	--------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	28,950.00	2.18%	38,000.00	3.08%	16,000.00	1.55%
应付账款	22,530.80	1.69%	23,169.04	1.88%	22,091.37	2.14%
其他应付款	126,459.14	9.51%	146,944.58	11.91%	133,293.69	12.93%
一年内到期的非流动负债	142,241.18	10.70%	194,827.55	15.79%	81,435.00	7.90%
流动负债合计	400,127.81	30.09%	490,370.91	39.74%	297,240.27	28.83%
长期借款	148,887.89	11.20%	87,448.89	7.09%	129,650.00	12.58%
应付债券	575,117.00	43.26%	475,000.00	38.50%	459,000.00	44.53%
长期应付款	77,316.52	5.82%	50,930.15	4.13%	36,940.42	3.58%
非流动负债合计	929,458.92	69.91%	743,487.99	60.26%	733,616.43	71.17%
负债合计	1,329,586.73	100.00%	1,233,858.90	100.00%	1,030,856.71	100.00%
其中：有息债务	999,259.15	75.16%	885,803.98	71.79%	732,001.19	71.01%

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报表，中证鹏元整理

2019 年末公司长期借款为 8.74 亿元，主要为 4.92 亿元保证及抵押借款、3.06 亿元抵押借款，抵押物为公司土地及房产，2020 年 3 月末公司长期借款增至 14.89 亿元。公司应付债券为本期债券、17 即墨旅投债、18 即墨专项债、中票和私募债券等，2019 年末应付债券为 47.50 亿元，占公司总负债的 38.50%；公司 2020 年一季度发行债券“20 即旅 01”及“20 即旅 D1”，2020 年 3 月末公司应付债券增至 57.51 亿元。公司长期应付款主要为融资租赁款，2019 年末为 5.09 亿元。

截至 2019 年末，公司含短期借款、应付票据中的银行承兑汇票、一年内到期的非流动负债、其他流动负债中的短期融资券、长期借款、应付债券、有息的长期应付款在内的有息债务共计 88.58 亿元，占负债总额的比重为 71.79%。从有息债务结构来看，2020 年内公司需偿还 27.24 亿元，公司面临较大的偿债压力。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小。

从偿债指标来看，2020年3月末公司资产负债率为42.95%，较2018年末增加1.95个百分点。2019年公司短期有息负债规模进一步扩大，带动现金短期债务比下滑至0.31，2020年3月末该指标虽上升至0.60，但公司现金类资产对短期债务的保障程度整体较弱。2019年公司投资性房地产评估增值带来的公允价值变动收益较大，导致EBITDA利息保障倍数及有息债务/EBITDA指标波动较大，考虑到公司在建项目所需资金以及现有债务的偿还，公司还需通过外部融资缓解偿债压力。

表 18 公司主要偿债能力指标

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
----	------------	--------	--------

资产负债率	42.95%	41.05%	41.00%
现金短期债务比	0.60	0.31	0.50
EBITDA 利息保障倍数	-	2.03	1.40
有息债务/EBITDA	-	9.39	14.16

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报表，中证鹏元整理

六、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2019年青岛青房不动产评估事务所有限公司出具的（青岛）青房（2019）【估】字第QT07007号、（青岛）青房（2019）【估】字第QT07010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200,581.68万元，评估基准日为2019年5月8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2019年12月31日，公司尚未对用于抵押担保的8宗水域滩涂使用权做跟踪评估。

上述抵押资产合计价值为439,882.16万元，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10.43倍。

表 19 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	69,573.51
2	即国用（2013）第 029 号	商业服务业设施用地	出让	341,002	75,999.80
3	即国用（2013）第 053 号	商业服务业设施用地	出让	196,018	43,686.92
4	即国用（2013）第 054 号	商业服务业设施用地	出让	50,798	11,321.45
合计	-	-	-	899,986	200,581.68

资料来源：公司提供

表 20 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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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。

根据公司提供的子公司即墨市热电厂、青岛鼎胜泰瑞置业有限公司、金元衡和即墨市马山实业发展有限公司的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（查询日分别为2020年4月21日、2020年4月28日、2020年4月28日和2020年5月6日），上述子公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；上述子公司的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2019年末，公司对外担保金额为91.44亿元，占所有者权益的比重达51.61%，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，且均无反担保措施，存在

较大的或有负债风险。

表 21 截至 2019 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
青岛市即墨区城市开发投资有限公司	285,000.00	抵押	无
青岛市即墨区城市开发投资有限公司	150,000.00	保证	无
即墨国际商贸城开发投资有限公司	49,500.00	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	35,370.00	保证	无
青岛陆港国际开发建设有限公司	50,000.00	保证	无
青岛汽车产业新城开发建设有限公司	230,000.00	保证	无
青岛润田投资发展有限公司	5,000.00	保证	无
青岛市即墨区丁字湾科技金融投资有限公司	20,000.00	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
青岛市即墨区自来水公司	5,900.00	保证	无
合计	914,376.24	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019 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，2019 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，偿债压力较大；对外担保金额较大，面临较大的或有负债风险。

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）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	117,228.44	83,494.30	52,933.27	57,904.55
其他应收款	375,801.13	363,257.89	368,949.95	359,525.28
存货	359,460.69	337,779.61	257,710.23	127,142.05
投资性房地产	749,056.75	749,056.75	664,951.42	643,880.61
固定资产	232,936.66	237,067.42	233,698.62	241,945.19
其他非流动资产	580,762.60	583,771.50	570,086.97	573,574.73
总资产	3,095,960.00	3,005,544.84	2,514,339.12	2,255,017.62
短期借款	28,950.00	38,000.00	16,000.00	22,500.00
其他应付款	126,459.14	146,944.58	133,293.69	114,583.76
一年内到期的非流动负债	142,241.18	194,827.55	81,435.00	86,100.00
长期借款	148,887.89	87,448.89	129,650.00	167,975.00
应付债券	575,117.00	475,000.00	459,000.00	180,000.00
长期应付款	77,316.52	50,930.15	36,940.42	67,774.26
总负债	1,329,586.73	1,233,858.90	1,030,856.71	790,421.08
有息债务	999,259.15	885,803.98	732,001.19	528,349.26
所有者权益	1,766,373.26	1,771,685.94	1,483,482.41	1,464,596.55
营业收入	20,571.53	58,981.65	118,085.98	103,949.71
营业利润	-5,722.01	50,889.30	18,717.05	61,915.02
营业外收入	459.30	4,072.41	12.88	7.27
利润总额	-5,293.62	54,634.26	18,451.34	61,409.87
经营活动产生的现金流量净额	-42,461.34	9,857.71	15,301.76	954.39
投资活动产生的现金流量净额	-22,849.28	-91,311.94	-142,628.21	-52,311.30
筹资活动产生的现金流量净额	101,681.99	105,375.94	118,099.18	51,389.72
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	20.06%	18.00%	9.51%	12.25%
收现比	0.91	0.76	0.77	0.81
产权比率	75.27%	69.64%	69.49%	53.97%
资产负债率	42.95%	41.05%	41.00%	35.05%
现金短期债务比	0.60	0.31	0.50	0.52
EBITDA（万元）	-	94,375.59	51,697.38	93,194.09
EBITDA 利息保障倍数	-	2.03	1.40	3.79
有息债务/EBITDA	-	9.39	14.16	5.67

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	持股 比例	主营业务
即墨市热电厂	1,202.00	100.00%	火力发电、供汽供热等
青岛盛秀源热力有限公司	1,000.00	100.00%	热力生产与供应
青岛丰泰源热电有限公司	6,000.00	100.00%	供热发电项目筹建
青岛永泰源热电有限公司	6,000.00	100.00%	供热发电项目筹建
青岛源腾安装工程有限公司	100.00	100.00%	机械电器设备安装调试
青岛致远祥物资有限公司	2,000.00	100.00%	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	100.00%	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	55.00%	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	100.00%	机动车检测
即墨市马山实业发展有限公司	10,000.00	100.00%	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	80.00%	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	100.00%	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	100.00%	闭路电视监控系统等销售、安装及服务
青岛景安物业有限公司	200.00	100.00%	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	100.00%	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	100.00%	计算机软硬件技术开发、销售；电脑及配件、服务器等的销售与安装；
青岛景立智能停车管理有限公司	3,000.00	55.00%	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等。
青岛金正隆置业有限公司	4,063.36	100.00%	从事房地产开发、酒店经营管理、旅游开发、物业服务、房产租赁等。
青岛鼎胜泰瑞置业有限公司	2,000.00	100.00%	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	100.00%	微纳技术及工艺咨询、加工服务；学术交流服务等
青岛市即墨区综合检验检测有限公司	915.00	100.00%	计量检定、校准、检验、检测；产品检验、检测；食品药品检验、检测等
青岛青桐招商发展有限公司	1,000.00	100.00%	引进国内外资金、技术、项目，兴办实业，开发高科技、旅游资源等；
青岛山湖景区管理有限公司	300.00	100.00%	旅游景区的开发建设、招商合作、经营管理服务，景区票务营销，会展服务等
青岛惠科微电子有限公司	120,000.00	83.33%	电子元件、半导体分立器件等的设计、技术开发、制造、销售等
青岛鳌山湾港务有限公司	1,000.00	100.00%	码头及其他港口工程开发、设施服务，货物装卸、仓储及其他物流增值服务
青岛景奥娱乐有限公司	100.00	100.00%	文化艺术交流活动策划；承办展览展示
陇南市鳌山湾旅游投资有限公司	1,000.00	100.00%	旅游资源及旅游景点的开发利用；旅游工艺品制造、销售等
深圳瑞蚨源投资发展有限公司	1,000.00	100.00%	投资兴办实业(具体项目另行申报)；创业投资业务；投资咨询等

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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据中的银行承兑汇票} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他流动负债中的短期融资券} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息债务}$

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。