

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0637号

青岛海发国有资本投资运营集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“16西发债 01/PR 西发 01”、“18 西发债/PR 西发债”和“21 西海发展 MTN001”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“16 西发债 01/PR 西发 01”、“18 西发债/PR 西发债”和“21 西海发展 MTN001”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年六月二十三日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。



青岛海发国有资本投资运营集团有限公司

主体及相关债项2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2022/6/23	AAA/稳定	刘贵鹏	董帆

债项信用		评级模型					
------	--	------	--	--	--	--	--

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型						
			一级	二级指标	权重	得分	一级		
16 西发债01/PR 西发01	AAA	AAA	区域层级	20.00%	18.00		资产总额	36.00%	36.00
			GDP 总量	32.00%	32.00		企业净资产总额	36.00%	28.80
18 西发债/PR 西发债	AAA	AAA	GDP 增速	4.00%	2.40		经营资产负债率	9.00%	3.60
综合			人均 GDP	4.00%	4.00	与全部债务资本化比率	9.00%	3.60	
实力			一般公共预算收入	32.00%	32.00	财务补助收入/利润总额	5.00%	2.00	
			一般公共预算收入增速	4.00%	1.60	实力(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	1.00	
			上级补助收入	4.00%	3.20				

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

青岛海发国有资本投资运营集团有限公司作为青岛市国有资本投资运营公司，主要从事土地开发整理、基础设施和安置房建设、商品销售、贸易及服务、智能终端销售、影视文化、智慧家电、冷链运输等业务。青岛市人民政府国有资产监督管理委员会为公司唯一股东及实际控制人。

评级模型		2.二维矩阵映射		3.评级调整因素	
维度		地区综合实力		基础模型参考等级	AAA
企业	1 档	1 档 AAA AAA AAA AAA AA+ AA+ AA AA AA- AA-			
	2 档	AAA AAA AAA AAA AAA AA+ AA AA AA- AA-			
经营	3 档	AAA AAA AA+ AA+ AA AA AA AA- AA-			
与	4 档	AAA AA+ AA+ AA+ AA AA AA AA- AA- A+			
财务	5 档	AA+ AA AA AA AA AA AA AA- AA- A+			
实力	6 档	AA AA AA AA AA AA AA AA- AA- A+			
	7 档	AA AA AA AA AA AA AA AA- AA- A+			
	8 档	AA AA- AA- AA- AA- AA- AA- AA- A+			
	9 档	AA- AA- AA- A+ A+ A+ A+ A+ A+			
		基础模型参考等级	AAA		

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

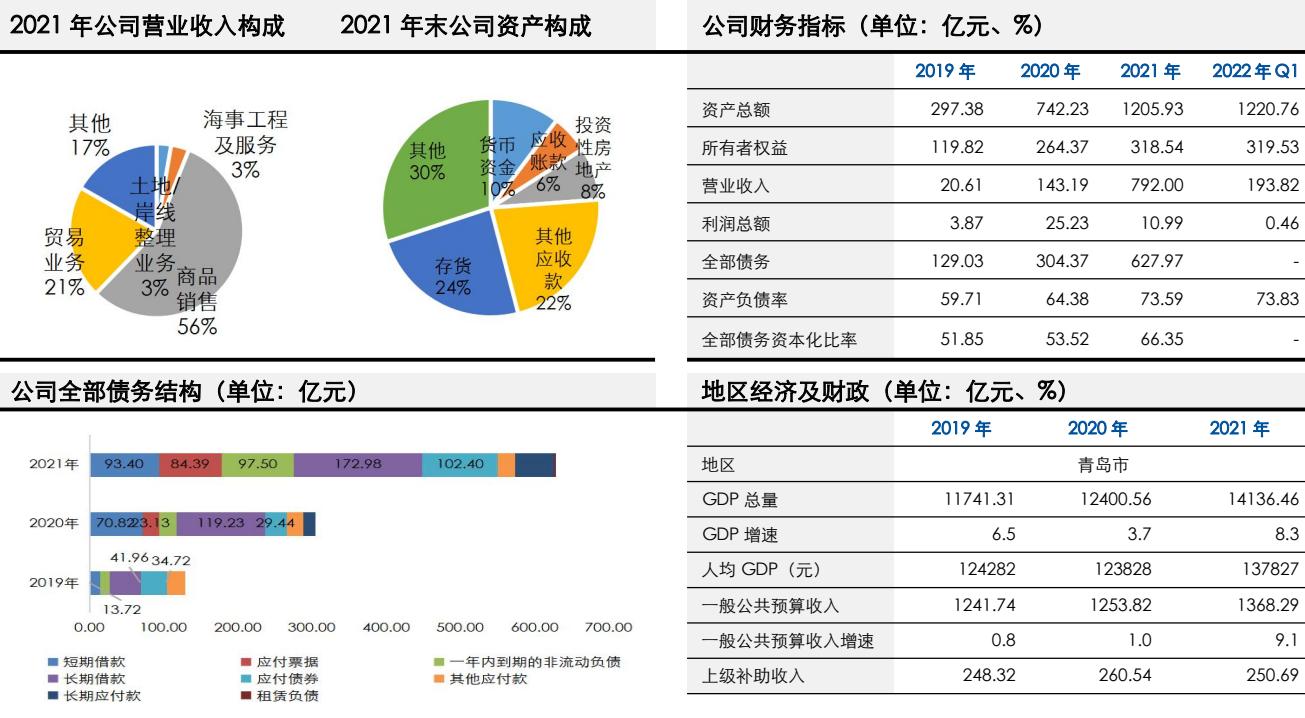
东方金诚认为，跟踪期内，青岛市经济保持增长，经济实力很强；公司业务区域专营性很强，业务范围及综合财务实力进一步提升；公司作为青岛市属国有资本投资运营公司，得到股东和相关各方给予的有力支持。同时，东方金诚关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资本支出压力，现金来源主要依赖于筹资性现金流。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“16 西发债 01/PR 西发 01”、“18 西发债/PR 西发债”和“21 西海发展 MTN001”的信用等级为 AAA。

同业对比

项目	青岛海发国有资本投资运营集团有限公司	青岛国信发展(集团)有限责任公司	深圳市资本运营集团有限公司	宁波城建投资控股有限公司
地区	青岛市	青岛市	深圳市	宁波市
GDP (亿元)	14136.46	14136.46	30664.85	14594.92
GDP 增速 (%)	8.3	8.3	6.7	8.2
人均 GDP (元)	137827	137827	173663	153922
一般公共预算收入 (亿元)	1368.29	1368.29	4257.76	1723.14
一般公共预算支出 (亿元)	1706.76	1706.76	4570.20	1944.42
资产总额 (亿元)	1205.93	1031.46	795.42	684.37
所有者权益 (亿元)	318.54	405.81	375.99	261.30
营业收入 (亿元)	792.00	86.13	76.60	74.88
利润总额 (亿元)	10.99	13.15	30.83	8.18
资产负债率 (%)	73.59	60.66	52.73	61.82
全部债务资本化比率 (%)	66.35	-	-	-

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，数据来源自各企业公开披露的 2021 年财务数据，东方金诚整理

主要指标及依据



优势

- 跟踪期内，青岛市经济保持增长，经济实力仍很强；
- 公司从事的土地开发整理和基础设施建设等业务仍具有很强的区域专营性；
- 公司依据青岛市政府对其功能和主营业务定位，继续新增并购多家企业股权，并通过产业协同积极推动相关资源整合，业务范围得到扩大；
- 公司作为青岛市属国有资本投资运营公司，得到了股东及相关各方在资产划拨和财政补贴等方面的有力支持。

关注

- 公司在建及拟建基础设施建设和安置房项目投资规模很大，面临较大资本支出压力；
- 公司资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较弱；
- 公司有息债务规模大幅扩张，债务率水平较高，且面临一定集中偿付压力；
- 公司经营性和投资性现金流继续呈净流出状态，现金来源仍主要依赖于筹资性现金流。

评级展望

预计青岛市经济将保持增长，公司作为青岛市国有资本投资运营公司，业务区域专营性很强，业务多元化程度较高，能够得到股东及相关各方的持续有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

[《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 \(RTFU002201907\)》](#)

历史评级信息

债项简称	主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
21 西海发展 MTN001	AAA	AAA	2021.07.08	刘贵鹏 董帆	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读全文
16 西发债 01/PR 西发 01、 18 西发债/PR 西发债	AAA	AAA	2020.11.30	-	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读全文
16 西发债 01/PR 西发 01	AA+	AA+	2015.10.08	张猛 王磊 安思恒	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015 年)》	阅读全文

注：以上为不完全列示。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
16 西发债 01/PR 西发 01	2021/6/28	15.00	2016/6/6~2023/6/6	-	-
18 西发债/PR 西发债	2021/6/28	5.00	2018/4/4~2025/4/4	-	-
21 西海发展 MTN001	2021/7/8	15.00	2021/10/28~2026/10/28	-	-

跟踪评级说明

根据监管相关要求及青岛海发国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“海发集团”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

海发集团是经青岛市人民政府《关于组建青岛西海岸发展（集团）有限公司的通知》（青政发[2012]12号）批复同意，由青岛市国资委于2012年4月13日出资成立的国有独资有限责任公司，初始注册资本为100.00亿元。跟踪期内，海发集团注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍为100.00亿元；青岛市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“青岛市国资委”）持有公司100.00%股权，为公司唯一股东和实际控制人。

海发集团作为青岛市国有资本投资运营公司，主营业务定位包括城乡建设产城融合开发、现代产业园区开发运营、股权投资和资本运营。跟踪期内，海发集团继续从事青岛灵山湾影视文化产业区（以下简称“灵山湾产业区”）、灵山湾西片区和藏马山旅游度假区的土地开发整理、基础设施和安置房建设业务，并通过下属子公司进行系统集成、智能终端销售、商品贸易及服务、药品药材销售及服务、影视文化等业务。跟踪期内，青岛市国资委将其持有的青岛澳柯玛控股集团有限公司（以下简称“澳柯玛集团”）100%股权无偿划转至海发集团，并于2021年3月30日完成工商变更，公司因此新增智慧家电、冷链运输等业务。

截至2021年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共18家（详见附件二）。其中，南京三宝科技集团有限公司（以下简称“南京三宝集团”）下属企业南京三宝科技股份有限公司（以下简称“三宝科技”，股票代码：01708.HK）是国内第一家智能交通与海关物流领域的香港联合交易所上市公司，主要进行智能交通与智慧物流等业务运营。控股子公司瑞港建设控股有限公司（以下简称“瑞港建设”，股票代码：6816.HK）于2016年6月在香港联交所主板上市，主要从事海事建筑服务及海事相关附属服务业务。澳柯玛集团下属子公司澳柯玛股份有限公司（以下简称“澳柯玛股份”，股票代码：600336.SH）于2000年12月在上海证券交易所主板上市，主要从事制冷电器、生活电器等生产和销售业务。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至2022年3月末，“16西发债01/PR西发01”到期本息已按期兑付。截至2022年3月末，“16西发债01/PR西发01”募集资金已使用完毕。“16西发债01/PR西发01”无担保。

截至2022年3月末，“18西发债/PR西发债”到期本息已按期兑付。截至2022年3月末，“18西发债/PR西发债”募集资金已使用完毕。“18西发债/PR西发债”无担保。

截至2022年3月末，“21西海发展MTN001”暂未到还本付息日。截至2022年3月末，“21西海发展MTN001”募集资金已使用完毕。“21西海发展MTN001”无担保。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中3月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

行业分析

城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021年12月中央经济工作会议强调，坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计2022年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投发债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与2021年大致持平，并可能出现小幅收缩。

城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

国发【2021】5号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加2022年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

地区经济

青岛市区位优势明显，跟踪期内经济保持较快增长，经济总量领跑山东，经济实力很强

跟踪期内，青岛市地区生产总值保持较快增长。2021年，青岛市经济总量位居山东省16个地级市首位和全国15个副省级城市第8名，地区经济实力很强。从产业结构看，青岛市经济以第二、三产业为主，其中第三产业占比很高。

图表1：青岛市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	11741.31	6.5	12400.56	3.7	14136.46	8.3
三次产业结构	3.5: 35.6: 60.9		3.4: 35.2: 61.4		3.3: 35.9: 60.8	
人均地区生产总值(元)	118978		123828		137827	
工业增加值	3159.86	2.8	3268.38	2.8	3884.07	8.8
第三产业增加值	7148.57	8.0	7613.59	4.1	8596.07	9.2

全社会固定资产投资	-	21.6	-	3.2	-	4.1
社会消费品零售总额	5126.60	8.1	5203.50	1.5	5975.40	14.8
进出口总额	5925.60	11.2	6407.00	8.2	8498.40	32.4

数据来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，青岛市工业经济保持增长，工业实力很强；消费市场持续回暖，对外贸易实现较大增长

跟踪期内，青岛市的家电、石化、服装、食品、机械装备、橡胶、汽车、轨道交通装备、船舶海工、电子信息等十条千亿级产业链保持稳定，全市工业增加值3884.07亿元，规模以上工业增加值同比增长8.1%，规模以上工业企业实现利润总额576.1亿元。工业重点行业中，化学原料和化学制品制造业同比增长18.8%，电气机械和器材制造业同比增长16.4%，石油、煤炭及其他燃料加工业同比增长11.5%，汽车制造业同比下降2.2%。

跟踪期内，青岛市消费市场持续回暖，全年实现社会消费品零售额5975.40亿元，比上年增长14.8%，其中，批发和零售业实现零售额5343.4亿元，增长14.1%；住宿和餐饮业实现零售额632.0亿元，增长21.6%。全年限额以上商品零售额中，新能源汽车零售额比上年增长74.5%，化妆品增长24.5%，金银珠宝类增长62.4%。青岛市对外贸易实现较大增长，全年实现货物进出口总额8498.4亿元，比上年增长32.4%。

2022年1~3月，青岛市实现生产总值3373.47亿元，同比增长5.3%。

财政状况

跟踪期内，青岛市财政收入保持增长，财政自给程度较高，财政实力仍很强

跟踪期内，青岛市一般公共预算收入同比快速增长，税收收入占比达74.32%，税收稳定性较好。政府性基金收入为青岛市财政收入的重要组成部分，跟踪期内亦保持增长，构成上仍以国有土地使用权出让收入为主，未来收入规模易受房地产和土地市场波动等因素的影响而存在一定不确定性。

图表2：青岛市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	1241.74	1253.85	1368.29
一般公共预算收入增速（%）	0.8	1.0	9.1
税收收入	901.74	898.78	1016.87
非税收入	339.99	355.07	351.42
政府性基金收入	1205.14	1169.91	1192.73
国有土地使用权出让收入	1057.70	1000.91	981.62
上级补助收入	248.32	260.54	250.69
财政收入	2695.20	2684.30	2811.71
一般公共预算支出	1575.97	1584.65	1706.76
政府性基金支出	1311.33	1520.22	1480.50
上解上级支出	72.72	77.08	76.88
财政支出	2960.02	3181.95	3264.14
财政自给率（%）	78.79	79.12	80.17

数据来源：公开资料，东方金诚整理

2021年，青岛市一般公共预算支出保持增长，地方财政自给率略有上升，地方财政自给程度较高。

截至2021年末，青岛市地方政府债务限额为2866.25亿元，其中，一般债务限额1142.65亿元，专项债务限额1723.60亿元。同期末，青岛市地方政府债务余额2559.07亿元，其中，一般债务余额952.15亿元，专项债务余额1606.92亿元，均控制在财政部核定的限额之内。

业务运营

经营概况

受益于合并报表范围扩大，跟踪期内公司新增智慧家电、冷链运输等业务，业务进一步多元化；叠加2021年公司将南京三宝集团全年营业收入纳入合并范围，2021年公司营业收入大幅增长

跟踪期内，公司继续从事土地开发整理、基础设施和安置房建设业务，并通过南京三宝集团等下属子公司进行系统集成、智能终端销售、商品贸易及服务、药品药材销售及服务、影视文化等业务。2021年，由于澳柯玛集团股权无偿划转至海发集团，公司新增智慧家电、冷链运输等业务，相关业务收入已被拆分至商品销售等收入板块中。受益于合并报表范围进一步扩大以及2021年公司将南京三宝集团全年营业收入纳入合并报表范围¹，年内公司营业收入大幅增长，业务进一步多元化。

图表3：公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
土地/岸线整理业务	14.69	71.26	23.43	16.36	21.26	2.68
海事工程及服务	4.54	22.00	13.03	9.10	26.48	3.34
商品销售	-	-	61.93	43.25	444.98	56.18
贸易业务	-	-	11.47	8.01	166.48	21.02
跨境贸易及服务	-	-	9.00	6.29	26.69	3.37
药品药材销售及服务	-	-	7.84	5.47	12.05	1.52
智能终端销售	-	-	3.01	2.10	1.72	0.22
金融服务	-	-	-	-	37.95	4.79
其他业务	1.39	6.74	13.50	9.43	54.40	6.87
营业收入合计	20.61	100.00	143.19	100.00	792.00	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
土地/岸线整理业务	4.78	32.52	6.85	29.24	1.76	8.26
海事工程及服务	0.43	9.43	0.76	5.82	3.05	11.50
商品销售	-	-	0.64	1.04	11.54	2.59
贸易业务	-	-	0.01	0.09	10.15	6.10
跨境贸易及服务	-	-	0.27	3.03	1.51	5.66
药品药材销售及服务	-	-	1.01	12.92	0.68	5.66

¹ 南京三宝集团系2020年9月30日起纳入海发集团合并报表范围。

智能终端销售	-	-	0.12	3.93	0.10	5.66
金融服务	-	-	-	-	1.35	3.55
其他业务	0.35	25.22	3.19	23.63	4.37	8.03
合计	5.56	26.95	12.85	8.98	34.50	4.36

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司基础设施和安置房建设业务不单独进行收入确认，相关成本核算纳入土地开发整理业务核算，2021年土地开发整理业务有所下滑；海事工程及服务业务收入同比大幅提升。商品销售业务对营业收入贡献最大，主要为三级子公司鑫一润供应链管理（上海）有限公司（以下简称“鑫一润”）以及澳柯玛集团销售商品业务，2021年该板块实现收入444.98亿元。贸易业务收入主要来自三级子公司鹰潭铜产业发展投资股份有限公司（以下简称“鹰潭发展”）的电解铜、铜杆贸易业务，对收入规模贡献很大。跨境贸易及服务、药品药材销售及服务和智能终端销售均由南京三宝集团下属各子公司开展，由于2021年公司将南京三宝集团全年营业收入纳入合并范围，相关板块营业收入均显著增加。金融服务业收入主要来自子公司青岛西海岸金融发展有限公司（以下简称“海发金融”）负责的小额贷款业务、担保业务、保理业务、融资租赁业务、基金管理业务、债权转让业务以及海发金融子公司青岛西发集采贸易有限公司（以下简称“西发集采”）开展的集采贸易业务等。其他业务主要为活动策划及执行服务、物业服务、酒店及电影院业务、租赁、学历教育、技术服务等，收入规模大幅增长；其中学历教育业务系公司2021年收购青岛满天下文化投资发展有限公司（以下简称“满天下文化”）并通过该公司开展的电影学院业务。

跟踪期内，公司毛利润有所提高，商品销售、贸易业务、海事工程及服务业务成为毛利润重要贡献板块。毛利率方面，由于藏马山旅游度假区和灵山湾西片区土地开发整理加成比例较低，2021年公司土地开发整理业务毛利率水平有所下滑，同时，由于毛利率较低的商品销售和贸易等业务收入占比很大，公司毛利率水平同比大幅下降。

土地开发整理

跟踪期内，公司从事的灵山湾产业区、灵山湾西片区和藏马山旅游度假区的土地开发整理业务仍具有很强的区域专营性，但该业务易受房地产市场波动等因素影响，未来仍具有一定的不确定性

跟踪期内，海发集团继续负责灵山湾产业区、灵山湾西片区和藏马山旅游度假区的土地开发整理，业务仍具有很强的区域专营性。

跟踪期内，公司土地开发整理业务模式未发生重大变化。2021年，公司完成土地开发整理并出让的土地包括黄岛区华山西路东、华山一路北，黄岛区山海路东、华山三路南，黄岛区滨海大道北、朝阳西路西，黄岛区山冯南路南、山冯路东，黄岛区两河东路北、山海路西等。截至2021年末，公司已完成灵山湾产业区约1.8万亩土地的开发整理任务。由于灵山湾产业区、灵山湾西片区和藏马山旅游度假区面积较广，待开发整理土地规模很大，预计未来该区域开发整理仍将面临较大的资本支出压力。

2021年，公司实现土地开发整理收入21.26亿元，毛利率为8.26%，由于藏马山旅游度假区和灵山湾西片区土地开发整理加成比例较低，该业务毛利率同比大幅下降。公司土地开发整

理业务收入易受房地产市场波动等因素影响，未来存在一定的不确定性。

基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施建设业务仍具有很强的区域专营性；在建及拟建基础设施建设项目投资规模很大，仍面临较大资本支出压力

公司负责的灵山湾产业区、灵山湾西片区和藏马山旅游度假区的基础设施建设业务仍具有很强的区域专营性。跟踪期内，基础设施建设业务模式未发生重大变化。

2021年，公司已完工基础设施建设项目包括疏港高速珠山立交及连接线、开城路西段改造提升工程、藏马山居等，上述项目的完工对完善区域内基础设施，促进区域内产业发展具有重要作用。

截至2021年末，公司在建的基础设施建设项目包括海信海外总部和慧与地块周边市政配套、阿朵小镇及影视基地道路市政配套工程、佳诺华及藏马河公园道路市政配套工程等，计划总投资27.38亿元，尚需投资15.61亿元。

图表4：截至2021年末公司重点在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目	建设周期	总投资	累计投资	尚需投资
海信海外总部、慧与地块周边市政配套	48个月	41901	36600	5301
兰东安置区、特教中心、华山西地块周边配套	51个月	24949	14500	10449
健康生态谷、东方文化小镇配套工程	40个月	30042	6600	23442
清华美院及黄海学院周边市政配套项目	51个月	14867	6214	8653
佳诺华及藏马河公园道路市政配套工程	51个月	31500	12282	19218
阿朵小镇及影视基地道路市政配套工程	63个月	38500	20684	17816
开城路以北市政配套项目	36个月	21550	2700	18850
开城路以南市政配套项目	36个月	29793	4260	25533
开城路北侧综合开发项目基础设施配套工程	54个月	21000	7256	13744
朝阳西路小学	12个月	19675	6621	13054
合计	-	273777	117717	156060

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至2021年末，公司拟建项目包括山东工艺美术学院青岛校区（一期）、华山二路（山海路-两河东路）等，计划总投资额12.11亿元。总体来看，公司在建和拟建基础设施建设项目投资规模很大，将面临较大的筹资压力。

图表5：截至2021年末公司重点拟建基础设施项目情况（单位：万元）

项目	建设周期	总投资
山东工艺美术学院青岛校区（一期）	36个月	100000
华山二路（山海路-两河东路）	14个月	6034
奥体中心体育馆周边市政配套工程	10个月	2991
VR产业园二期周边市政配套项目	16个月	1869
西华山路（前湾港路至珠光路）	24个月	5350
珠山西加压泵站一期工程	8个月	1929
华山中路（滨海二路-滨海五路）	6个月	1957

藏马山给水加压泵站	8个月	1000
合计	-	121130

数据来源：公司提供，东方金诚整理

安置房建设

公司安置房建设区域专营性很强，但在建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力

跟踪期内，公司继续负责灵山湾产业区、灵山湾西片区和藏马山旅游度假区的安置房建设业务，仍具有很强的区域专营性。

跟踪期内，公司安置房建设业务模式未发生重大变化。截至 2021 年末，公司在建安置房主要为兰东安置区项目和兰西安置区项目，计划总投资 23.63 亿元，累计投资 17.36 亿元，尚需投资 6.28 亿元，面临一定的资本支出压力。

图表 6：截至 2021 年末公司在建保障房项目情况（单位：万元）

项目	概算建设周期	总投资	累计投资	尚需投资
兰东安置区	36 个月	138508	102800	35708
兰西安置区	36 个月	97835	70753	27082
合计	-	236343	173553	62790

数据来源：公司提供，东方金诚整理

海事工程及服务运营

跟踪期内，海事工程及服务运营业务收入大幅增加，但由于项目主要集中于澳门、越南等地，该业务面临一定境外政策、汇率及项目管控等风险

跟踪期内，公司海事工程及服务运营主体仍为控股子公司瑞港建设。

瑞港建设主要通过招投标方式取得诸如填土及堤堰工程、电厂工程、取排水工程等项目的标段分包/总包，之后按照承包商/业主要求施工并进行工程量结算。跟踪期内，公司该业务模式及回款模式等方面未发生重大变化。2021 年，公司实现海事工程及服务运营业务收入 26.48 亿元，同比大幅增长 103.22%。

截至 2021 年末，公司在手重点项目主要位于澳门、印尼和菲律宾等地（详见下图表）。由于部分项目位于境外地区且合约金额规模较大、施工时间较长，公司面临一定境外政策、汇率及项目管控等风险。

图表 7：截至 2021 年末瑞港建设在建海事工程项目情况（单位：万港币）

项目名称	工程地点	合同金额	开工日期	预计竣工日期	经营模式	结算模式	已回款金额
澳门新城填海区 C 区填土及堤堰工程	澳门	73631.90	2019.3	2022.6	分包	按节点付款	69127.29
路环发电 A 厂及 B 厂冷却水系统离岸入水口及温排水涵通道之建造项目	澳门	66487.03	2016.12	2022.12	分包	按节点付款	32261.90
澳门凼仔澳凼第四条跨海大桥设计连建造工程之海上钢栈桥及平台工程	澳门	7823.00	2020.09	2022.12	分包	按节点付款	7342.94
澳门凼仔澳凼第四条跨海大桥设计连建造工程之海上清淤疏浚工程	澳门	3315.00	2020.09	2023.09	分包	按节点付款	1992.63
Hong Kong Offshore LNG Terminal	香港	16689.61	2021.09	2022.12	分包	按节点	3329.61

Project - Rock Placement Services for BPPS Pipeline Subcontract							付款
印尼帕卢水泥中转项目建筑安装工程及配套 码头工程 - 码头桩基分包工程	印尼	498.16	2021.07	2022.07	分包	按节点 付款	488.40
青岛印尼综合产业园燃煤电厂海水泵房海水 取水工程	印尼	1408.11	2021.07	2022.07	分包	按节点 付款	470.44
菲律宾马尼拉滨海新城项目围堰 2 标砂桩段 分包合同	菲律 宾	30180.00	2022.08	2023.06	分包	按节点 付款	0
合计	-	200032.81	-	-	-	-	115013.21

数据来源：公司提供，东方金诚整理

商品销售

公司商品销售业务对公司营业收入贡献最大，但毛利率水平较低

公司商品销售业务主要为子公司鑫一润以及澳柯玛集团销售商品业务，2021 年该板块实现收入 444.98 亿元，毛利率为 2.59%，该板块对营业收入贡献最大，但毛利率水平较低。

1. 商品销售（鑫一润）

商品销售（鑫一润）业务主要由公司下属的三级子公司鑫一润运营，鑫一润成立于 2020 年 9 月。2020 年 10 月，南京三宝集团收购其 50% 股权并完成工商变更。

图表 8：2021 年鑫一润销售商品业务主要供应商及客户情况（单位：万元）

供应商名称	采购金额	销售客户名称	销售金额
河北鑫达钢铁集团有限公司	1206760.81	河北鑫达钢铁集团有限公司	961607.95
唐山天茂实业集团有限公司	212874.71	河北龙达实业有限公司	302541.46
江西耀信供应链管理有限公司	184935.86	唐山天茂实业集团有限公司	154282.18
宁波航鑫进出口有限公司	124295.49	辽宁成大钢铁贸易有限公司	110161.23
物产中大金属集团有限公司	87594.98	芜湖海螺贸易有限公司	106813.92
合计	1816461.83	合计	1635406.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

鑫一润主要销售产品为铁矿粉、焦炭、硅锰合金等原材料以及钢坯产成品，产销区域集中在河北省、江西省、浙江省以及天津等地。2021 年，鑫一润前五大供应商采购金额 181.65 亿元，合计占当期采购金额比重为 52.57%，同期鑫一润前五大销售客户销售金额 163.54 亿元，合计占当期销售金额比重为 47.11%，采购供应商及销售客户集中度一般。

2. 商品销售（澳柯玛）

公司合并报表范围新增澳柯玛集团后，商品销售领域及营业收入进一步提升

2021 年，青岛市国资委将其持有的澳柯玛集团 100% 股权无偿划转至海发集团，并于 2021 年 3 月 30 日完成工商变更。澳柯玛集团主要包括三大主业，一是智慧冷链设备制造与销售；二是智慧家电、智能家居制造与销售及智慧社区服务；三是国际贸易及跨境电商服务。其中，澳柯玛集团下属子公司澳柯玛股份主要从事智慧家电、冷链运输等业务，目前已形成涵盖通用（家用）制冷、商用冷链、生物医疗冷链、超低温设备和装备、冷链物流设备等的全冷链产业体系，是国内冷柜、商用展示柜领先企业之一、世界知名制冷装备供应商。

销售商品（澳柯玛）业务以产销业务为主，产销产品主要为家用制冷设备、商用制冷设备、自动售货机、生活电器、厨卫电器、洗衣机和空调等。定价方式方面，澳柯玛股份主要的产品定价依据为市场定价；销售模式方面，澳柯玛股份主要产品内销以“代理+直营（直销）”的营销模式为主，产品外销以自有品牌和OEM并重，聚焦、精耕重点核心市场，积极开展跨境电商业务，开发自有品牌客户，出口产品中自有品牌占有率持续提升。

产销区域方面，澳柯玛股份产品产销业务区域以国内为主，2021年度国内业务占比约80%。2021年，澳柯玛股份前五名客户销售额15.10亿元，占年度销售总额17.50%；前五名供应商采购额7.84亿元，占年度采购总额10.79%，销售客户及供应商的集中度较低。

贸易业务

跟踪期内，公司新增电解铜、铜杆贸易、集采贸易等业务，带动营业收入大幅增长，但毛利率水平较低

1. 电解铜、铜杆贸易

跟踪期内，公司新增电解铜、铜杆贸易业务，主要运营主体为子公司鹰潭发展。鹰潭发展成立于2019年2月，2021年1月南京三宝集团收购其20%股权²，2021年7月与鹰潭发展股东之一鹰潭华尉投资有限公司（持股30%）签署一致行动人协议，约定南京三宝集团作为一致行动人代表行使股东权利并将其纳入合并报表范围。

图表9：2021年鹰潭发展销售商品业务主要供应商及客户情况（单位：万元）

供应商名称	采购金额	销售客户名称	销售金额
鹰潭胜华金属有限责任公司	255445.17	江西稀有稀土金属钨业集团进出口有限公司	117531.16
株洲三一智慧工贸有限公司	177997.91	广西北港资源发展有限公司	102891.53
南京沃之源贸易有限公司	66279.17	恒邦国际商贸有限公司	68934.91
南京江盛建材有限公司	64717.44	宁波禾隆能源有限公司	62521.12
江西申天地铜基新材料科技有限公司	62617.91	江西博能上饶线材有限公司	60407.12
合计	627057.59	合计	412285.84

资料来源：公司提供，东方金诚整理

业务模式方面，鹰潭发展通过国内集中采购、海外进口、建立库存方式进行采销并赚取贸易差价，产销区域集中在江西、华东、华南等地区；与供应商、客户结算方式均为现款现货。2021年，鹰潭发展前五大供应商采购金额62.71亿元，合计占当期采购金额比重为55.41%，同期鹰潭发展前五大销售客户销售金额41.23亿元，合计占当期销售金额比重为36.42%，采购供应商及销售客户集中度一般。2021年，鹰潭发展实现贸易业务收入113.20亿元³，毛利率为0.02%。

2. 集采贸易业务

集采贸易业务主要由子公司西发集采开展，主要围绕海发集团产业链内企业，自贸区、西海岸新区等政府重点支持的项目和商品贸易，通过供应链管理的方式为上下游客户提供贸易服务，商品品种涵盖能源化工品、有色金属等产品，部分大宗商品由海发集团核心客户供应商提

² 截至本报告出具日，该事项未完成工商变更。

³ 该收入为2021年7~12月鹰潭发展收入。

供。

公司集采贸易业务模式分先款后货和先货后款两种模式。先款后货是以销定采，公司收取下游客户 10%~20% 保证金，寻找货源进行采购。根据市场情况，公司与上游客户签订采购合同支付货款，贸易业务采用现金、银行承兑汇票结算，下游客户打款提货。先货后款模式下公司收取下游客户 10%~20% 保证金，下游客户确认收货并同意按合同约定期间支付货款后，公司向上游支付货款。该模式公司给与下游客户一定的付款期限，一般情况下付款期限不超过 3 个月。

2021 年，公司集采贸易业务实现收入 18.33 亿元，由于西发集采系海发集团二级子公司海发金融直接持股的子公司，2021 年公司按照二级子公司合并口径进行业务板块分类，故该业务收入体现在金融服务板块中。受行业所限，集采贸易业务中采购均价与销售均价之间的价差较小，因此贸易处于微利状态。

系统集成及智能终端销售等

跟踪期内，公司通过南京三宝集团等子公司继续从事系统集成及智能终端销售、经销及电商、跨境贸易及服务、药品药材销售及服务等业务，主营业务多元化程度较高

1. 系统集成及智能终端销售

公司系统集成及智能终端销售业务由南京三宝集团下属上市公司三宝科技负责。三宝科技业务主要包括高速公路智能交通领域和海关智慧物流领域。跟踪期内，该业务运营模式未发生重大变化。

智能交通方面，2021 年，三宝科技完成了云南省昌宁至保山高速公路机电工程（JD2 标）、新泰至台儿庄（鲁苏界）公路新泰至台儿庄马兰屯段机电工程集成等项目；新签订了苏锡常南部高速公路常州至无锡段机电工程施工项目 CX-WX-91-1 标段、G3W 德州至上饶高速公路池州至祁门段、G5011 芜合高速公路芜湖至林头段改扩建机电工程等。2021 年，三宝科技获取了 44 个订单，合同金额合计 5.35 亿元。截至 2021 年末，三宝科技在手合同金额 8.26 亿元。

智慧物流方面，2021 年，三宝科技完成了联邦快递上海浦东国际机场国际快件中心重量体积比对系统设备采购与安装项目、金关二期海关涉案财物管理系统 RFID 现场采集控制模块及集成服务项目等项目；新签订了嘉兴综合保税区 B 区跨境电商监管中心项目、九江港彭泽港区红光作业区综合枢纽码头一期工程通信控制及海关设备采购及安装合同等。2021 年，三宝科技获取了 186 个订单，合同金额合计 2.03 亿元。截至 2021 年末，三宝科技在手合同金额 5.5 亿元。

2. 经销及电商

经销及电商业务主要由南京三宝集团本部及下属子公司南京三宝数码科技有限公司和三宝供应链管理（南京）有限公司运营。

经销及电商板块以购销业务为主，购销产品主要为消费电子、家用电器、通讯设备、数码产品及汽车轮胎配件等。购销产品主要采用成本加成定价法，即采购成本加销售税金成本再加一定的利润来确定销售价格。2021 年，公司经销及电商业务产销区域集中在深圳、海南、南京等地。2021 年，前五大供应商采购金额 15.64 亿元，合计占当期采购金额比重为 42.48%，同期前五大销售客户销售金额 16.14 亿元，合计占当期销售金额比重为 47.38%，采购供应商及销售客户集中度一般。

3. 跨境贸易及服务

跨境贸易及服务业务板块主要由南京三宝集团下属子公司江苏跨境电子商务服务有限公司（以下简称“江苏跨境”）运营，该板块包括外贸综合服务代理业务和进出口自营业务，其中外贸综合服务代理业务主要向中小型生产企业提供代办报关报检、物流、退税、结算等外贸相关服务；进出口自营业务主要以出口为主，出口产品主要为电子产品及配件等，纺织服装类产品等。

2021年，公司跨境贸易及服务业务采购地区主要为南京、重庆、湖南等地，销售区域主要为中国香港、美国、俄罗斯等地。2021年，前五大供应商采购金额10.29亿元，合计占当期采购金额比重为39.38%，同期前五大销售客户销售金额9.93亿元，合计占当期销售金额比重为37.23%，采购供应商及销售客户集中度一般。

2021年，公司跨境贸易及服务业务实现收入26.69亿元，毛利率为5.66%。

4.药品药材销售及服务

药品药材销售及服务业务主要由南京三宝集团下属子公司南京同仁堂和中健之康负责运营。跟踪期内，该业务运营模式未发生重大变化。南京同仁堂主要产品为安宫牛黄丸、排石颗粒、六味地黄丸和牛黄清心丸等。2021年，公司药品药材销售及服务业务实现收入12.05亿元，毛利率5.66%，其中南京同仁堂实现营业收入9.55亿元，同比增长21.47%，利润总额0.86亿元。

金融服务

公司金融服务业务主要由子公司海发金融运营。海发金融利用旗下的小贷、担保、保理、融资租赁、集采贸易、资产管理等金融牌照，开展市场化金融业务，业务主要包括小额贷款业务、担保业务、保理业务、融资租赁业务、基金管理业务及债权转让业务。

其中，保理业务主要由子公司青岛西发商业保理有限公司（以下简称“西发保理”）运营，西发保理成立于2019年11月26日，注册资本5亿元，是一家专业性保理公司，为客户提供应收账款保理融资、订单保理等服务。

西发保理开展业务主要以应收账款保理业务为主，保理融资申请人将其持有的应收账款转让至保理公司，申请保理融资额度。保理融资申请人需提供符合要求的增信措施，并于保理融资款投放前根据投放金额支付相应的保理手续费。其后，保理公司向融资申请人发放相应的保理融资对价款。申请人按照约定定期向保理公司支付保理融资利息。保理融资到期时，发包方按照约定向保理公司支付应收账款，或由保理融资申请人对已转让的应收账款进行回购，实现保理融资款的回收。2021年公司保理业务前五大客户余额合计占比66.31%。截至2021年末，保理融资发生额共计51.61亿元，保理融资余额达到39.45亿元。2021年保理业务实现收入3.15亿元。

外部支持

公司作为青岛市国有资本投资运营公司，继续得到股东及相关各方在资产划拨和财政补贴等方面的支持

跟踪期内，公司作为青岛市国有资本投资运营公司，在资产划拨和财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的支持。

资产划拨方面，2021年，青岛市国资委将其持有的澳柯玛集团100%股权无偿划转至海发集团。

财政补贴方面，2021年，公司获得各类政府补助等合计1.09亿元。

考虑到公司作为青岛市属国有资本投资运营公司，且公司土地开发整理等业务具有很强的区域专营性，预计未来仍将得到股东及相关各方的有力支持。

企业管理

截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为100.00亿元，青岛市国资委持有公司100.00%股权，为公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，除公司董事、监事、高级管理人员发生变更外，公司治理结构和组织架构未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2021年审计报告和2022年一季度合并财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2021年财务数据进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。2022年一季度合并财务报表未经审计。

截至2021年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共18家，较2020年净增加4家，其中澳柯玛集团系无偿划转取得，青岛青发控股集团有限公司（以下简称“青发控股”）、青岛满天下文化投资发展有限公司为公司股权收购取得，青岛西发置业投资有限公司、青岛海发康养医疗集团有限公司为公司投资设立取得；原青岛西海岸文化产业投资有限公司（现已更名为青岛海发影视文化有限公司）调整为公司三级子公司。

资产构成与资产质量

受合并报表范围扩大影响，公司2021年末资产规模快速增长，资产结构以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较弱；北京文化自2019年以来持续大幅亏损并存在公开负面信息，海发集团对其权益投资面临一定减值损失风险。

跟踪期内，由于澳柯玛集团和青发控股等子公司纳入合并报表范围，公司资产规模显著增长，资产构成以流动资产为主。

公司流动资产以货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货等为主。跟踪期内，由于公司对外进行融资、经营活动现金流入以及合并报表范围增加中德联合集团有限公司（以下简称“中德集团”）等子公司，货币资金规模增幅明显；2021年末，货币资金中银行存款69.65亿元，此外受限的货币资金66.08亿元，主要用于融资质押等。

2021年末，公司应收账款有所减少，主要为业务形成的往来款；期末应收账款前五名分别为河北鑫达钢铁集团有限公司（民营企业，28.71亿元）、南京昊灵乐电子科技有限公司（民营企业，1.45亿元）、江苏红石科技实业有限公司（民营企业，1.35亿元）、澳柯玛股份客户8(1.13亿元)和南京思存网络科技有限公司（民营企业，0.81亿元），应收前五名合计金额33.46亿元，占期末应收款项比重为42.99%，集中度一般。2021年末，应收账款计提坏账准备9.26

亿元，账龄集中在1年以内，但应收对象中民营企业较多，存在一定回收风险。2021年末，公司预付账款同比增长61.62%，系南京三宝集团及青发控股预付款项增加所致。

2021年末，公司其他应收款显著增加系应收政府类款项增加以及合并报表范围新增澳柯玛集团和青发控股等子公司所致，账龄集中在一年以内；同期末，公司其他应收款前五大往来单位及金额分别为黄岛区财政局（应收政府部门款项，72.44亿元）、南京东景隆信息科技有限公司（民营企业，往来款，10.33亿元）、南京盛弘新企业管理有限公司（民营企业，往来款，3.75亿元）、南京泰创能国际贸易有限公司（民营企业，往来款，2.97亿元）和华润置地控股有限公司（往来款，2.20亿元），合计91.69亿元，占同期末其他应收款比例为33.70%。

公司存货主要为建造合同形成的已完工未结算资产和开发成本、库存商品构成，随着业务的开展以及合并报表范围的扩大，跟踪期内继续增长，2021年末已完工未结算资产账面价值254.43亿元。总体来看，公司变现能力较弱的存货在总资产中占比较高，资产流动性较弱。公司其他流动资产主要为对外保理、待抵扣和待认证进项税额等。

图表 10：公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
资产总额	297.38	742.23	1205.93	1220.76
流动资产	263.69	561.87	896.88	880.83
货币资金	36.16	57.08	124.13	159.13
应收账款	2.79	84.62	68.57	71.33
预付款项	0.46	38.97	40.71	65.79
其他应收款	15.40	87.17	266.95	218.63
存货	206.29	256.86	289.42	295.62
其他流动资产	2.16	15.66	56.68	21.40
非流动资产	33.69	180.36	309.06	339.93
可供出售金融资产	1.27	14.32	-	-
债权投资	-	-	⁴	42.33
长期股权投资	6.64	32.43	65.40	62.99
其他权益工具投资	-	2.20	6.33	7.66
投资性房地产	0.00	71.32	94.50	104.63
固定资产	5.43	31.25	63.44	54.72
无形资产	0.19	8.13	19.51	19.60
商誉	3.11	10.86	17.87	17.62

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动资产主要为债权投资、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、无形资产和商誉等。其中，2022年3月末，公司债权投资大幅增加系金融公司保理款；2021年，公司根据新会计准则将原可供出售金融资产调整至其他权益工具投资科目核算，2021年末，其他权益工具投资主要系对深圳华大智造科技有限公司等企业的权益投资以及公司出于业务规划考虑，对北京京西文化旅游股份有限公司（股票代码：000802.SZ，以下简称“北京文化”⁵）的投资⁶。

⁴ 68500.00元。

⁵ 2021年5月6日，北京文化名称变动为ST北文。

⁶ 海发集团通过司法拍卖与集合竞价的组合方式收购北京文化10.87%股份并成为其第二大股东。

2021年末，公司对北京文化股权投资账面价值降至4.17亿元。根据北京文化公开披露信息，北京文化自2019年以来持续大幅亏损，并存在较多负面信息，海发集团上述对外投资面临一定减值损失风险，东方金诚将持续关注该事项后续进展以及对公司财务状况产生的影响。

跟踪期内，公司长期股权投资大幅增长，主要系新增对欧力士(中国)实业控股有限公司24.00亿元投资以及追加对青岛城投鳌山湾置业有限公司、青岛西海岸天业建设发展有限公司、青岛融创西发文化发展有限公司等投资所致。2021年末，公司投资性房地产继续增长系在建工程转入以及合并报表范围扩大所致。固定资产包括房屋建筑物、机器设备、运输工具、电子设备、办公设备等，2021年末有所增长主要系在建工程完工转固以及合并报表范围扩大所致。2021年末，公司商誉大幅增至17.87亿元，主要系购买满天下文化股权及合并青发控股所致。

2021年末，公司受限资产账面价值234.97亿元，占资产总额比重为19.48%，包括货币资金、存货、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产等（详见下图表）。

图表 11：2021年末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	受限金额	受限原因
货币资金	660847.32	定期存款、保证金、存出投资款、贷款质押
存货	152263.06	股权贷款质押
长期股权投资	489205.26	贷款抵押
投资性房地产	808470.58	贷款抵押
固定资产	155154.94	贷款抵押
在建工程	68573.20	贷款抵押
无形资产	15190.30	贷款抵押
合计	2349704.67	-

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，得益于合并报表范围增加，公司所有者权益继续增长

跟踪期内，公司所有者权益继续增长。其中，公司实收资本未发生变化；资本公积增加主要系无偿划入澳柯玛集团股权等因素所致。未分配利润为经营累计产生的利润。由于合并报表范围扩大，公司2021年末少数股东权益大幅增加。

图表 12：公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

科目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
所有者权益	119.82	264.37	318.54	319.53
实收资本	61.10	100.00	100.00	100.00
资本公积	34.20	46.23	55.58	54.86
未分配利润	19.75	44.26	15.86	14.86
少数股东权益	2.21	72.33	148.25	151.70

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，由于公司业务规模及合并报表范围的扩大，2021年末公司负债总额和全部债务规模显著增长，债务率水平较高，且面临一定集中偿付压力

随着公司业务规模及合并范围的扩大，跟踪期内，公司负债规模显著增长；流动负债占比很大。

公司流动负债主要为短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债等，受合并范围增加澳柯玛集团等子公司影响，2021年末上述科目均大幅增长。短期借款继续增长，2021年末构成主要为质押借款、保证借款和信用借款；应付票据主要为银行承兑汇票和商业承兑汇票；应付账款主要为应付工程款以及应付材料商品服务采购货款等。公司预收账款主要为预收货款、工程款、服务费、劳务费等，2021年末下降88.43%主要系执行新收入准则、调整至合同负债科目所致；2022年3月末大幅增长主要系未进行重分类所致，合同负债科目相应有所变化。其他应付款主要为与其他单位往来款等，账龄集中在2年以内，2021年末前五名应付对象分别为大连万达集团股份有限公司（4.42亿元，往来款）、青岛海控集团金融控股有限公司（2.50亿元）、青岛融合金控投资集团有限公司（2.50亿元）、融创（青岛）置地有限公司（1.76亿元）和青岛西海隆盛综合开发建设有限公司（1.84亿元）。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、应付债券、长期应付款、租赁负债等。

图表 13：公司负债构成情况（单位：亿元）

科目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
负债总额	177.56	477.86	887.39	901.23
流动负债	100.65	304.92	548.99	468.47
短期借款	13.72	70.82	93.40	103.27
应付票据	-	23.13	84.39	96.87
应付账款	5.47	84.84	97.90	80.45
预收款项	2.19	21.31	2.47	49.87
合同负债	-	2.62	54.11	23.75
其他应付款	56.73	62.93	104.96	83.95
一年内到期的非流动负债	13.21	22.83	97.50	21.79
非流动负债	76.91	172.94	338.40	432.76
长期借款	41.96	119.23	172.98	232.33
应付债券	34.72	29.44	102.40	145.01
长期应付款	-	17.37	52.72	44.95

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。长期借款主要为质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款，由于项目建设、经营发展资金需求增加以及合并报表范围扩大，2021年末公司长期借款大幅增加。2021年末，公司应付债券大幅增长系公司发行债务融资工具、公司债以及将中德集团纳入合并报表范围所致。公司长期应付款主要为应付融资租赁款。

2021年末，公司全部债务大幅增长，其中短期有息债务占全部债务比例为47.51%，占比仍较高，面临一定集中偿付压力；同年末，公司资产负债率及全部债务资本化比率均显著增长，

债务率水平较高。

图表 14：公司全部债务构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
全部债务	129.03	304.37	627.97	-
其中：短期有息债务	52.35	139.75	298.35	-
长期有息债务	76.68	164.62	329.61	-
资产负债率	59.71	64.38	73.59	73.83
全部债务资本化比率	51.85	53.52	66.35	-

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司对外担保余额为 41.43 亿元，担保比率为 13.01%（详见附件三）。其中，公司本部向青岛公共住房建设投资有限公司（以下简称“青岛公住房”）提供担保的余额为 10.05 亿元。公司通过青岛市统一的国家开发银行贷款融资平台青岛公住房获得安置房建设贷款资金，用于公司的安置房建设项目，同时为青岛公住房的借款提供担保。其余担保事项均为南京三宝集团、瑞港建设、澳柯玛集团、中德联合集团有限公司等提供的对外担保，上述子公司基于业务合作及往来对各企业进行担保，部分被担保方为民营企业，目前被担保企业均正常经营，但仍存在一定代偿风险。

盈利能力

跟踪期内，受益于合并报表范围进一步扩大以及公司将南京三宝集团全年营业收入纳入合并范围，公司营业收入大幅增长；但毛利率较低的商品销售和贸易等业务收入占比很大，公司整体盈利能力一般

2021 年，受益于合并报表范围进一步扩大以及公司将南京三宝集团全年营业收入纳入合并范围，公司营业收入大幅增长。由于合并报表范围扩大，公司期间费用规模大幅增长，2021 年销售费用、管理费用和财务费用分别为 10.98 亿元、10.85 亿元和 9.67 亿元，期间费用占营业收入比重未发生重大变化。由于 2020 年收购子公司股权产生较高规模营业外收入导致利润总额基数较大，2021 年公司利润总额和净利润同比出现下滑。同时，受总资产和净资产规模的扩大，公司总资本收益率和净资产收益率均有不同程度下滑，盈利能力一般。

图表 15：公司盈利能力主要指标（亿元、%）

科目	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
营业收入	20.61	143.19	792.00	193.82
营业利润率	25.82	8.60	4.04	-
期间费用	1.75	6.12	34.83	9.22
期间费用/营业收入	8.47	4.28	4.40	4.76
利润总额	3.87	25.23	10.99	0.46
净利润	2.79	23.73	6.92	-0.17
总资本收益率	1.28	4.53	2.09	-
净资产收益率	2.33	8.98	2.17	-

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营性和投资性现金流继续呈净流出状态，现金来源仍主要依赖于筹资活动

跟踪期内，由于合并范围扩大且新增业务较多，公司经营活动现金流入及流出均显著增长。经营活动现金流入主要为新增商品销售、贸易等业务经营收入、往来款等形式的现金流入；经营活动现金流出主要用于支付新增业务经营支出、往来款以及基础设施项目和土地开发整理的工程款等。2021年，公司现金收入比仍保持在较高水平，获现能力很强；年内经营性现金流仍呈净流出状态。

投资活动方面，2021年公司投资活动现金流出大幅增加主要用于公司对欧力士（中国）实业控股有限公司投资24亿元、新增其他公司长期股权投资20.47亿元、金融资产投资增加8.56亿元、对外保理增加29.78亿元等；2021年，投资活动现金流净流出规模显著扩大。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为银行借款、融资租赁、发行债券等收到的现金；筹资活动现金流出主要用于偿还到期债务及相应利息；2021年，筹资性现金净流入仍维持在很高规模，公司对筹资活动现金流依赖较大。

2021年，公司现金及现金等价物净增加额为-1.80亿元。整体来看，公司经营性和投资性现金流常年呈净流出状态，现金来源主要依赖于筹资性现金流。

图表 16：公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
经营活动现金流入	36.41	224.39	1288.16	305.31
现金收入比 (%)	109.17	116.95	101.82	111.04
经营活动现金流出	51.30	287.90	1310.52	316.35
经营活动净现金流	-14.89	-63.51	-22.36	-11.04
投资活动现金流入	11.56	51.63	37.22	2.46
投资活动现金流出	25.31	85.26	134.38	15.41
投资活动净现金流	-13.74	-33.63	-97.16	-12.95
筹资活动现金流入	91.35	207.86	370.54	114.68
筹资活动现金流出	43.20	96.13	252.84	71.91
筹资活动净现金流	48.15	111.73	117.70	42.77
现金及现金等价物净增加额	19.48	14.31	-1.80	18.82

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

偿债能力

考虑到公司作为青岛市属国有资本投资运营公司的功能及主营业务定位，且公司土地开发整理等业务具有很强的区域专营性，跟踪期内继续得到股东及相关各方的有力支持，公司偿债能力仍极强

从短期偿债能力来看，公司流动比率及速动比率水平较高，但流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，对流动负债的实际保障能力较弱；货币资金对短期债务的覆盖能力仍较弱。

从长期偿债能力来看，公司长期债务资本化比率有所增长；EBITDA 利息保障倍数有所下滑，且全部债务/EBITDA 大幅提高，EBITDA 对债务本金和利息的覆盖程度一般。

图表 17：公司偿债能力指标（%、倍）

科目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
流动比率	261.99	184.26	163.37	188.02
速动比率	57.03	100.03	110.65	124.92
现金比率	35.92	18.72	22.61	33.97
货币资金/短期有息债务	0.69	0.41	0.42	-
长期债务资本化比率	39.02	38.37	50.85	-
EBITDA 利息倍数	0.83	3.32	1.64	-
全部债务/EBITDA	27.82	10.75	19.69	-

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司主要银行授信额度合计人民币 524.54 亿元，剩余额度 152.02 亿元，授信额度较为充足，间接融资渠道畅通。

总体来看，考虑到公司作为青岛市属国有资本投资运营公司的功能及主营业务定位，且土地开发整理等业务具有很强的区域专营性，跟踪期内继续得到股东及相关各方的有力支持，偿债能力仍极强。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2022 年 3 月 31 日，公司本部贷款中无不良和关注类贷款记录。截至本报告出具日，公司本部在资本市场发行的债务融资工具均已按时付息。

抗风险能力

基于对青岛市地区经济和财政实力、股东及相关各方对公司支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力极强。

结论

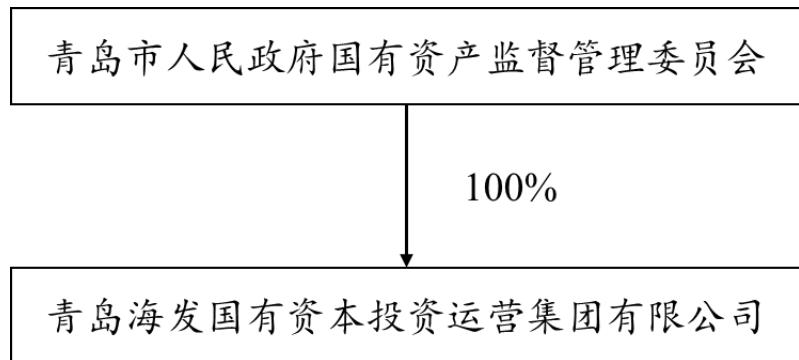
东方金诚认为，跟踪期内，青岛市经济保持增长，经济实力仍很强；公司从事的土地开发整理和基础设施建设等业务仍具有很强的区域专营性；公司依据青岛市政府对其功能和主营业务定位，继续新增并购多家企业股权，并通过产业协同积极推动相关资源整合，业务范围得到扩大；公司作为青岛市属国有资本投资运营公司，得到了股东及相关各方在资产划拨和财政补贴等方面的支持。

东方金诚也关注到，公司在建及拟建基础设施建设和安置房项目投资规模很大，面临较大资本支出压力；公司资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较弱；公司有息债务规模大幅扩张，债务率水平较高，且面临一定集中偿付压力；公司经营性和投资性现金流继续呈净流出状态，现金来源仍主要依赖于筹资性现金流。

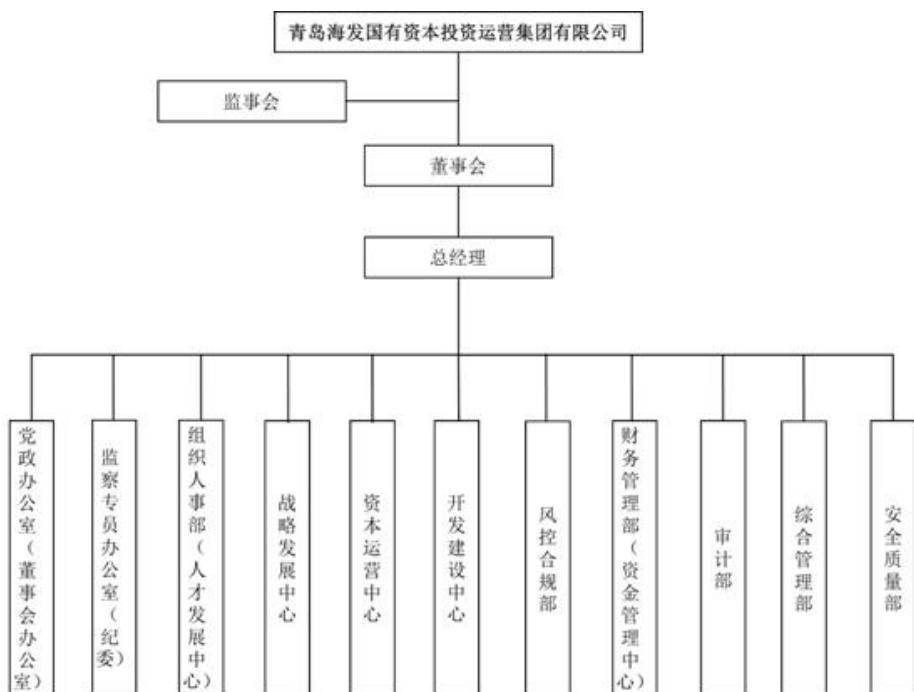
综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，维持“16 西发债 01/PR 西发 01”、“18 西发债/PR 西发债”和“21 西海发展 MTN001”信用等级为 AAA。

附件一：截至 2021 年末公司股权和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：截至 2021 年末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况

公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
青岛海发控股发展有限公司	青岛市	青岛市	产业投资与运营、国有资源整合与开发投资	100	-	投资
青岛西发置业有限公司	青岛市	青岛市	基础设施建设、土地一级储备整理与开发；房地产开发	100	-	投资
青岛西海岸金融发展有限公司	青岛市	青岛市	投资与运营活动、投资咨询服务、资产管理及相关咨询服务、金融信息咨询服务	100	-	投资
青岛海发产业园区运营管理有限公司	青岛市	青岛市	航运业、物流业、国内货运代理	100	-	投资
青岛海发建设开发（集团）有限公司	青岛市	青岛市	基础设施建设、土地一级储备整理与开发	100	-	投资
青岛海发文化（集团）有限公司	青岛市	青岛市	旅游项目开发；旅游景区配套设施设计、施工	100	-	投资
青岛海发广电传媒科技有限公司	青岛市	青岛市	多媒体领域内的技术研发，互联网信息服务	83.61	-	投资
青岛西发藏马山建设开发集团有限公司	青岛市	青岛市	土木工程建筑业	100	-	划转
青岛东方影都产业控股集团有限公司	青岛市	青岛市	电视剧制作	45	-	购买
青岛海发酒店管理有限公司	青岛市	青岛市	酒店管理；住宿服务	100	-	购买
青岛西发康养医疗有限公司	青岛市	青岛市	医疗项目投资	100	-	购买
青岛海发康养医疗集团有限公司	青岛市	青岛市	健康咨询服务	100	-	设立
南京三宝科技集团有限公司	南京市	南京市	专业技术服务业、高新技术产业投资、开发；项目投资、咨询服务、资产管理；各类商品及技术的进出口、销售、房屋租赁、供应链管理服务	51	-	购买
青岛海发资产管理有限公司	青岛市	青岛市	以自有资金从事投资活动	100	-	设立
青岛澳柯玛控股集团有限公司	青岛市	青岛市	以自有资金从事投资活动	100	-	划转
青岛青发控股集团有限公司	青岛市	青岛市	各类工程建设活动；公募基金管理业务；基金服务业务；	46	-	购买
青岛满天下文化投资发展有限公司	青岛市	青岛市	以自有资金投资	100	-	购买
青岛西发置业投资有限公司	青岛市	青岛市	房地产开发经营	100	-	设立

附件三：截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

序号	担保单位	担保对象 名称	担保方式	担保种类	反担保 方式	担保金额	担保业务余 额
1	青岛海发国有资本投资运营集团有限公司	青岛公共住房建设投资有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	201430.00	100530.00
2	中德联合集团有限公司	青岛军民融合发展集团有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	13200.00	10000.00
3	中德联合集团有限公司	青岛军民融合发展集团有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	20000.00	20000.00
4	中德联合集团有限公司	青岛西海岸农高发展集团有限公司	连带责任担保	贷款担保	无		6500.00
5	中德联合集团有限公司	青岛西海岸农高发展集团有限公司	连带责任担保	贷款担保	无		1300.00
6	中德联合集团有限公司	青岛西海岸农高发展集团有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	23000.00	1300.00
7	中德联合集团有限公司	青岛西海岸农高发展集团有限公司	连带责任担保	贷款担保	无		5600.00
8	中德联合集团有限公司	青岛西海岸农高发展集团有限公司	连带责任担保	贷款担保	无		350
9	中德联合集团有限公司	青岛海洋投资集团有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	20000.00	20000.00
10	中德联合集团有限公司	青岛海洋投资集团有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	9000.00	2000.00
11	中德联合集团有限公司	青岛海洋投资集团有限公司	连带责任担保	贷款担保	无		2500.00
12	青岛青保投资控股有限公司	青岛中远海运青保国际供应链有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	6399.00	2142.16
13	青岛自贸发展有限公司	青岛自贸发展投资管理有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	110000.00	59481.95
14	青岛自贸发展有限公司	青岛自贸发展投资管理有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	6000.00	6000.00
15	青岛自贸发展有限公司	青岛自贸发展投资管理有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	23000.00	10573.39
16	青岛自贸发展有限公司	青岛自贸发展投资管理有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	10000.00	7000.00
17	青岛自贸发展有限公司	青岛自贸发展投资管理有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	10000.00	10000.00
18	青岛自贸发展有限公司	青岛自贸发展投资管理有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	6000.00	5000.00
19	青岛自贸发展有限公司	青岛自贸发展投资管理有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	10000.00	0
20	青岛自贸发展有限公司	青岛自贸发展投资管理有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	1000.00	1000.00
21	南京三宝科技集团有限公司	江苏世纪运通科技有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	10000.00	10000.00
22	南京三宝科技集团有限公司	江苏红石科技实业有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	5000.00	5000.00
23	南京三宝科技集团有限公司	江苏红石科技实业有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	3000.00	3000.00
24	南京三宝科技集团有限公司	南京市科技创新融资担保管理有限责任公司	连带责任担保	贷款担保	无	5000.00	5000.00
25	南京三宝科技集团有限公司	江苏红石科技实业有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	2993.00	2993.00
26	南京三宝科技集团有限公司	南京市三宝科技小额贷款有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	1500.00	1500.00
27	南京三宝科技集团有限公司	南京赛雅悦翔商贸实业有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	3900.00	3900.00
28	南京三宝科技集团有限公司	南京鑫悦茂资产管理有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	250	250
29	南京三宝科技集团有限公司	建赢基金	连带责任担保	贷款担保	无	45000.00	45000.00
30	南京三宝科技集团有限公司	航信环球	连带责任担保	其他担保	无	27435.00	27435.00
31	青岛澳柯玛信息产业园有限公司	青岛丰合盛泰科技有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	960	960
32	青岛澳柯玛信息产业园有限公司	青岛巨峰科技创业投资有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	10000.00	10000.00
33	青岛澳柯玛信息产业园有限公司	青岛微电子创新中心有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	15000.00	15000.00
34	Offshore Oil Engineering Co. Ltd.	香港瑞沃工程有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	12259.03	10898.31
35	得寶國際有限公司	香港瑞沃(澳门)工程有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	209.56	0
36	中國土木工程集團有限公司/中國鐵建大橋工程局集團有限公司/ 澳馬建築工程有限公司合作經營	香港瑞沃(澳门)工程有限公司	连带责任担保	贷款担保	无	1408.28	1273.13

序号	担保单位	担保对象 名称	担保方式	担保种类	反担保 方式	担保金额	担保业务余 额
營							
37	中國土木工程集團有限公司/中 國鐵建大橋工程局集團有限公司 /澳馬建築工程有限公司合作經營	香港瑞沃(澳門)工程有限公司		连带责任担保	贷款担保	无	404.36 391.62
營							
38	中國土木工程集團有限公司/中 國鐵建大橋工程局集團有限公司 /澳馬建築工程有限公司合作經營	香港瑞沃(澳門)工程有限公司		连带责任担保	贷款担保	无	2125.70 391.62
合计						615473.93 414270.18	

附件四：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)	2022年3月 (末)
主要财务数据 (单位:亿元)				
资产总额	297.38	742.23	1205.93	1220.76
货币资金	36.16	57.08	124.13	159.13
其他应收款	15.40	87.17	266.95	218.63
存货	206.29	256.86	289.42	295.62
投资性房地产	-	71.32	94.50	104.63
负债总额	177.56	477.86	887.39	901.23
全部债务	129.03	304.37	627.97	-
其中: 短期有息债务	52.35	139.75	298.35	-
所有者权益	119.82	264.37	318.54	319.53
营业收入	20.61	143.19	792.00	193.82
利润总额	3.87	25.23	10.99	0.46
经营活动产生的现金流量净额	-14.89	-63.15	-22.36	-11.04
投资活动产生的现金流量净额	-13.74	-33.63	-97.16	-12.95
筹资活动产生的现金流量净额	48.15	111.73	117.70	42.77
主要财务指标				
营业利润率 (%)	25.82	8.60	4.04	-
总资本收益率 (%)	1.28	4.53	2.09	-
净资产收益率 (%)	2.33	8.98	2.17	-
现金收入比 (%)	109.17	116.95	101.82	111.04
资产负债率 (%)	59.71	64.38	73.59	73.83
全部债务资本化比率 (%)	51.85	53.52	66.35	-
流动比率 (%)	261.99	184.26	163.37	188.02
速动比率 (%)	57.03	100.03	110.65	124.92
经营现金流动负债比 (%)	-14.79	-20.83	-4.07	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.83	3.32	1.64	-
全部债务/EBITDA (倍)	27.82	10.75	19.69	-

附件五：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	(营业收入-营业成本) /营业收入 × 100%
营业利润率 (%)	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入 × 100%
总资本收益率 (%)	(净利润+利息费用) / (所有者权益+全部债务) × 100%
净资产收益率 (%)	净利润/所有者权益 × 100%
现金收入比率 (%)	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 × 100%
资产负债率 (%)	负债总额/资产总额 × 100%
长期债务资本化比率 (%)	长期有息债务/ (长期有息债务+所有者权益) × 100%
全部债务资本化比率 (%)	全部债务/ (全部债务+所有者权益) × 100%
流动比率 (%)	流动资产合计/流动负债合计 × 100%
速动比率 (%)	(流动资产合计-存货) /流动负债合计 × 100%
担保比率 (%)	担保余额/所有者权益 × 100%
现金比率 (%)	货币资金/流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比率 (%)	经营活动产生的现金流量净额/流动负债合计 × 100%
EBITDA 利息倍数 (倍)	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA (倍)	全部债务/EBITDA

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件六：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。