

# 银投 1 号资产支持专项计划 信用评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2026〕1422号

联合资信评估股份有限公司通过对“银投1号资产支持专项计划”的信用状况进行综合分析和评估，确定“银投1号资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券的信用等级为AAA<sub>sf</sub>。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年三月十三日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

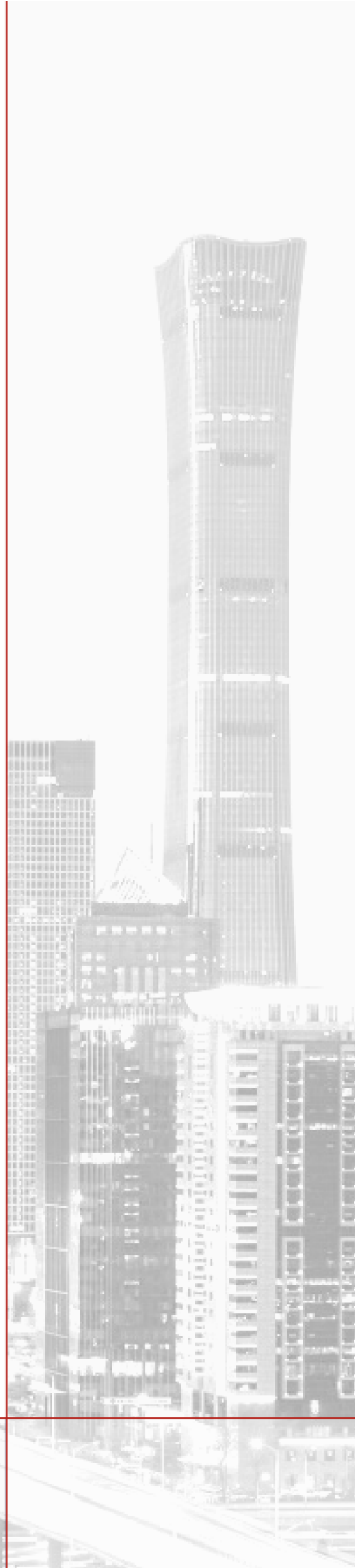
四、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 银投 1 号资产支持专项计划信用评级报告

证券名称	金额（亿元）	占比	偿付方式	预期期限	信用等级
优先 A1 级	1.50	71.43%	固定	约 18 年（期间设有开放期）	AAA <sub>sf</sub>
优先 A2 级/优先 A3 级	0.59	28.10%	固定		AAA <sub>sf</sub>
次级	0.01	0.48%	--	--	NR
合计	2.10	100.00%	--	--	--

注：1.本报告为联合资信基于报告出具日前获得的评级资料所出具的售前评级报告，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. NR 表示未予评级；4. 计划管理人有权在优先 A2 级资产支持证券和优先 A3 级资产支持证券的初始目标募集资金总规模之间进行回拨，即减少其中一个优先级资产支持证券品种的目标募集资金总规模，同时对另一个优先级资产支持证券品种的目标募集资金总规模增加相同金额；5.两档优先级资产支持证券开放期设置存在差异。

## 评级关键要素

交易概览	量化模型测试——DSCR
<p><b>基础资产：</b>由原始权益人直接持有的，并拟由管理人代表专项计划的利益，向原始权益人收购的全部信托受益权</p> <p><b>抵押物/标的物业：</b>编号为鲁(2024)青岛市黄岛区不动产权第 0617758 号的《房地产权属登记证明》项下的坐落于黄岛区长江西路 345 号、347 号的房屋所有权及其占用范围内的国有建设用地使用权</p> <p><b>原始权益人/资产服务机构一/信托委托人/委托人/银投企管：</b>银投企业管理（深圳）有限公司</p> <p><b>差额支付承诺人/回售和赎回承诺人/借款人/应收账款出质人/抵押人/物业持有人/资产服务机构二/城发投资：</b>城发投资集团有限公司</p>	<p><b>基础情景</b></p> <p>在优先 A1 级资产支持证券发行利率为 2.50%、优先 A2 级资产支持证券发行利率为 2.70% 的情况下，标的物业可分配净现金流对标的债权除最后一期本息支出的覆盖倍数最低为 1.09 倍，无法覆盖标的债权最后一期本息支出；标的债权可分配现金流对优先级资产支持证券预期利息支出的覆盖倍数最低为 1.32 倍，对优先级证券预期本息支出的覆盖倍数最低为 1.01 倍</p>
<p><b>担保人/青岛融控：</b>青岛西海岸新区融合控股集团有限公司</p> <p><b>信托受托人/受托人/陕国投信托：</b>陕西省国际信托股份有限公司</p> <p><b>标的物业评估价值：</b>30000.00 万元</p>	<p><b>压力情景</b></p> <p>优先 A1 级资产支持证券发行利率为 2.70%、优先 A2 级资产支持证券的发行利率为 3.00% 的情况下，标的物业可分配净现金流对标的债权除最后一期本息支出的覆盖倍数最低为 1.09 倍，无法覆盖标的债权最后一期本息支出；标的债权可分配现金流对优先级资产支持证券预期利息支出的覆盖倍数最低为 1.21 倍，对优先级资产支持证券预期本息支出的覆盖倍数最低为 1.01 倍</p>
内外部增信措施	量化模型测试——LTV
<p><b>内部信用支持：</b>优先 A1 级/优先 A2 级/优先 A3 级/次级偿付顺序、质押担保、抵押担保、触发机制</p> <p><b>外部信用支持：</b>差额支付承诺、回售和赎回承诺、担保</p>	<p><b>处置标的物业</b></p> <p>优先级资产支持证券的 LTV 为 69.67%，可承受跌价极值为 22.34%</p>

注：量化模型测试具体情况详见报告正文

## 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“银投 1 号资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”）所涉及的基础资产及其项下标的物业、交易结构、量化模型测试、量化模型外的因素以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本专项计划项下优先级资产支持证券的信用等级。

本专项计划标的物业地理位置好，综合出租率水平高。量化测算结果显示，抵质押担保措施对优先级资产支持证券本金偿付的保障作用较弱。优先级资产支持证券的兑付主要依赖担保人青岛融控提供的支持。

本专项计划担保人青岛融控主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其为本专项计划提供的不可撤销的无条件连带责任保证对优先级资产支持证券的本息偿付起到了主要的保障作用。

本专项计划主要风险已得到缓释处理或已有充分考量，各参与方能够较好地履行其相应的职能。

**综合考虑上述因素，联合资信评定本专项计划项下优先级资产支持证券的信用等级 AAA<sub>sf</sub>。**

## 优势

- **本专项计划标的物业地理位置好，综合出租率水平高。**标的物业位于山东省青岛市黄岛区，区位优势好，交通便捷度较好，周边公共服务配套设施较为完善；截至 2025 年 6 月底，整体出租率为 94.57%，综合出租率水平高。
- **担保人青岛融控信用水平极高。**青岛融控外部发展环境良好；区域地位高；可持续获得有力的外部支持。

## 关注

- **标的物业可分配净现金流对标的债权本息偿付的保障作用较弱，且标的物业现金流实现情况或将偏离预期。**标的物业可分配净现金流对标的债权除最后一期本息支出的覆盖倍数最低为1.09倍，无法覆盖标的债权最后一期本息支出。考虑到受宏观经济波动等多种因素影响，后续标的物业出租率以及租金增长率将不及预期，总体看，标的物业净现金流的实现情况有较大的不确定性。
- **抵押担保措施对优先级资产支持证券本金偿付的保障作用较弱。**截至评估基准日2025年6月30日，标的物业的评估价值为30000.00万元，优先级资产支持证券本金对标的物业评估价值的抵押率为69.67%，抵押率高。
- **担保人青岛融控的相关财务和运营风险。**青岛融控应收类款项回收风险、类金融业务展业风险；债务负担较重，短期偿债压力较大；经营活动现金持续大额净流出，资本支出压力较大。

## 本次评级使用的评级方法

方法名称	版本号
<a href="#">资产支持证券评级方法总论</a>	V4.1.202511
<a href="#">商业地产资产证券化评级方法</a>	V4.0.202312

注：上述评级方法均已在联合资信官网公开披露

## 差额支付承诺人和担保人主要财务数据

城发投资集团有限公司（合并口径）					青岛西海岸新区融合控股集团有限公司（合并口径）				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月	项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	389.03	420.64	443.02	462.84	资产总额（亿元）	1993.24	2349.09	2689.17	2847.06
所有者权益（亿元）	160.69	166.85	186.91	189.44	所有者权益（亿元）	603.08	638.82	759.24	766.87
全部债务（亿元）	177.06	200.52	201.88	212.99	全部债务（亿元）	1154.62	1435.20	1606.88	1736.02
营业总收入（亿元）	36.18	37.48	41.48	11.16	营业总收入（亿元）	386.19	495.24	545.57	135.98
利润总额（亿元）	1.96	1.55	1.52	0.02	利润总额（亿元）	8.86	6.19	4.74	0.85
EBITDA（亿元）	5.65	5.88	5.60	--	EBITDA（亿元）	27.90	33.68	29.86	--
经营性净现金流（亿元）	-12.35	-1.60	0.64	-1.02	经营性净现金流（亿元）	-179.57	-98.37	-74.07	-15.70
全部债务资本化比率（%）	52.42	54.58	51.92	52.93	全部债务资本化比率（%）	65.69	69.20	67.91	69.36
流动比率（%）	158.04	120.69	144.01	146.76	流动比率（%）	188.89	174.62	167.68	165.58
现金短期债务比（倍）	0.23	0.17	0.25	0.33	现金短期债务比（倍）	0.49	0.44	0.37	0.40
全部债务/EBITDA（倍）	31.33	34.08	36.05	--	全部债务/EBITDA（倍）	41.39	42.61	53.82	--

注：1. 城发集团2025年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他流动负债有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款有息部分纳入长期债务核算；4. 报告将其他应付款、其他流动负债中的有息部分计入短期债务核算，将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算；5. 青岛融控2025年一季度财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据城发集团财务数据及提供资料整理，根据青岛融控审计报告及2025年一季度报整

## 评级时间

2026年3月13日

## 评级项目组

项目负责人：魏诗博 [weisb@lhratings.com](mailto:weisb@lhratings.com)

项目组成员：陈海义 [chenhy@lhratings.com](mailto:chenhy@lhratings.com)

公司邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

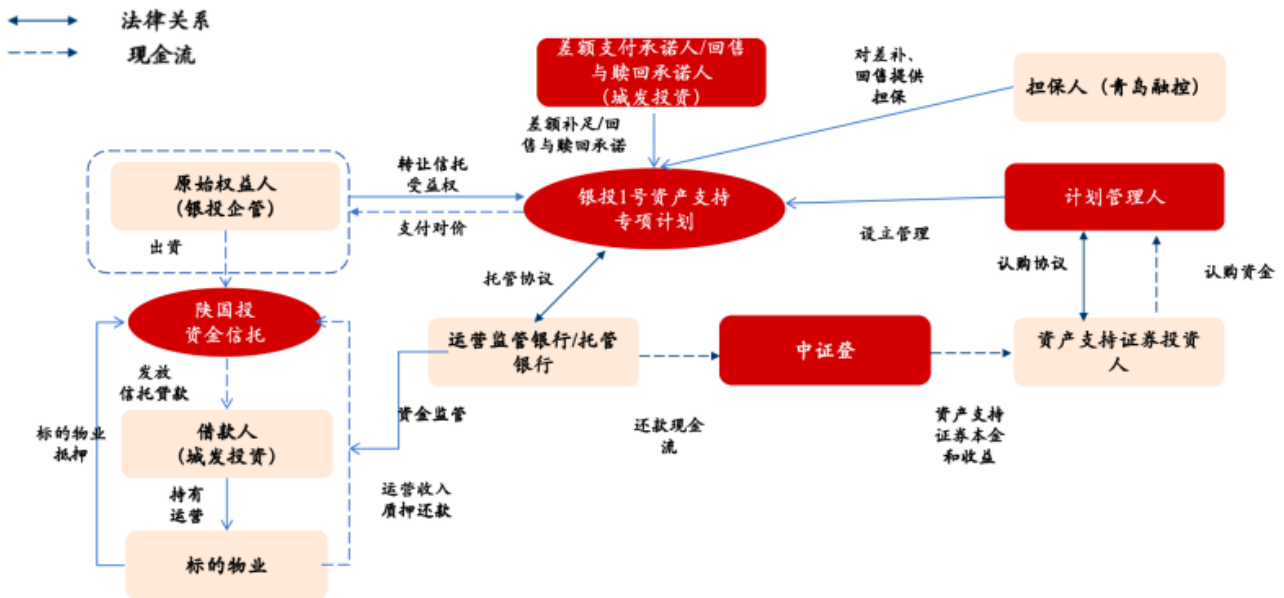
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)



## 一、专项计划概要

银投 1 号资产支持专项计划（以下简称“本专项计划”）资产支持证券（以下简称“本次资产支持证券”）由计划管理人方正证券股份有限公司（以下简称“方正证券”或“管理人”）发行，所募资金用于向原始权益人银投企业管理（深圳）有限公司（以下简称“银投企管”）购买基础资产，即由原始权益人直接持有的，并拟由管理人代表专项计划的利益向原始权益人收购的全部信托受益权。管理人以基础资产形成的属于本专项计划的全部资产和收益，按约定向本次资产支持证券持有人还本付息。本专项计划的交易结构图如下所示。

图表 1 · 交易结构图



资料来源：联合资信根据《计划说明书》整理

本次资产支持证券分为优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”）和次级资产支持证券（以下简称“次级证券”），优先级证券目标发行总规模为不超过 2.10 亿元，采用固定利率，期限约为 18 年（期间设有开放期），按季度付息，每季度按计划还本（还本计划详见附件 5）；次级证券募集总规模为 0.01 亿元，按约定享有剩余收益。优先级证券根据开放期设置不同分为优先 A1 级资产支持证券（以下简称“优先 A1 级证券”），优先 A2 级资产支持证券（以下简称“优先 A2 级证券”）和优先 A3 级资产支持证券（以下简称“优先 A3 级证券”）。优先 A1 级资产支持证券（以下简称“优先 A1 级证券”）的目标募集规模为人民币 1.50 亿元，优先 A2 级证券和优先 A3 级证券的合计目标募集规模为人民币 0.59 亿元，优先 A1 级证券和优先 A3 级证券均为每 3 年开放，优先 A2 级证券每 5 年开放。计划管理人有权在优先 A2 级证券和优先 A3 级证券的初始目标募集资金总规模之间进行回拨，即减少其中一个优先级证券品种的目标募集资金总规模，同时对另一个优先级证券品种的目标募集资金总规模增加相同金额。各品种优先级证券的目标募集资金总规模以计划管理人届时披露的专项计划设立公告为准。本专项计划法定到期日为预期到期日<sup>1</sup>起（含）满两年的对应日。本次资产支持证券情况详见下表。

图表 2 · 资产支持证券概要（单位：亿元）

资产支持证券名称	金额	占比	利率类型	存续期限	还本付息方式
优先 A1 级	1.50	71.43%	固定	约 18 年（期间设有开放期）	固定
优先 A2 级/优先 A3 级	0.59	28.2310%	固定	约 18 年（期间设有开放期）	固定
次级	0.01	0.48%	--	--	按约定分配
<b>合计</b>	<b>2.10</b>	<b>100.00%</b>	--	--	--

资料来源：联合资信根据交易文件整理

<sup>1</sup>指专项计划存续期间专项计划设立日每届满 3 个月的对应日

## 二、基础资产分析

### 1 基础资产概况

本专项计划的基础资产为由原始权益人持有的，并拟由管理人代表专项计划的利益，向原始权益人收购的全部信托受益权。委托人银投企管、受托人陕西省国际信托股份有限公司（以下简称“陕国投信托”）与借款人城发投资集团有限公司（以下简称“差额支付承诺人”“回售和赎回承诺人”或“城发投资”）签署《信托贷款合同》，贷款金额 2.10 亿元，借款期限为自放款日至专项计划终止日，按季度还本付息，贷款年利率为 4.15%，还本金额以《还本计划表》为准。借款人以其持有并享有实际所有权的标的物业抵押予陕国投信托（代表信托），借款人以其在特定期间内运营标的物业取得的一切收入，包括但不限于租金、物业费及物业运营相关其他收入、逾期缴纳滞纳金(如有)、违约金(如有)、损害赔偿金(如有)以及城发投资有权收取的其他收入性质的款项质押予受托人（代表信托）。

银投企管与方正证券签署《信托受益权转让协议》，将银投企管持有《信托合同》项下信托份额对应的信托受益权转让予方正证券。

### 2 借款人分析

本专项计划借款人为城发投资，具体分析详见附件 1-1。

基于交易安排，在不考虑其他外部增信设置的情况下，本专项计划的基础资产现金流为借款人以标的物业实际运营收入净额偿还标的债权本息形成的对应可分配现金流，也包含特定情形下基础资产处置现金流（或有），因此标的物业运营情况对优先级证券预期收益支付、本金偿还具有重要作用。

### 3 标的物业分析

#### (1) 标的物业概况

标的物业位于山东省青岛市黄岛区，区位优势好，交通便捷度较好，周边公共服务配套设施较为完善。

标的物业“城发悦邻广场”由一幢-1层至2层的商业裙楼和一幢总高12层的塔楼组成，塔楼与商业裙楼相连，均由城发投资持有并经营。标的物业位于山东省青岛市黄岛区长江西路345号、347号，距离青岛西海岸新区政务服务中心直线距离约13公里，根据青岛西海岸新区管委青岛市黄岛区人民政府于2025年1月20日公布的《西海岸新区出让国有建设用地基准地价成果》（青西新管发〔2025〕1号），标的物业位于青岛市西海岸新区2023年基准地价商服用地一级地段；标的物业区位优势好。标的物业地下与轨道交通1号线、6号线王家港站相连，距离王家港公交站约100米，有黄岛20路、黄岛22路等10多条公交线路；距离青岛胶东国际机场约46公里，距离青岛西站约19公里；标的物业交通便捷度较好。标的物业所在地的市政基础设施完善，供水、供电、排水、通讯等市政设施均能满足使用的需要。

图表 3 • 标的物业区位图



图表 4 • 标的物业周边设施示意图



资料来源：联合资信根据青岛市地理信息公共服务平台信息整理

截至 2025 年 6 月 30 日，标的物业的剩余土地年限为 26.52 年，能够覆盖本专项计划的存续期。标的物业总建筑面积为 26082.54 平方米（其中地上建筑面积为 17727.43 平方米，地下建筑面积为 8355.11 平方米），其中商业部分建筑面积为 17963.44 平方米（其中地上建筑面积为 9608.33 平方米，地下建筑面积为 8355.11 平方米），公寓建筑面积为 8119.10 平方米，商业可租赁建筑面积为 11954.24 平方米，公寓可租赁建筑面积为 8119.10 平方米。标的物业不涉及债权债务等其他财产和权利限制。

图表 5·标的物业证载情况（单位：平方米、年）

竣工时间	建筑面积	土地权利类型	权利性质	证载用途	实际用途	剩余土地使用期限	是否存在转让限制
2022 年	26082.54	国有建设用地使用权	自建	商业及公寓	商业及公寓	26.52	否

资料来源：联合资信根据城发投资提供的资料整理

## （2）运营环境分析

青岛市经济总量保持增长态势，规模以上工业企业增加值实现增长，为标的物业运营提供了良好的外部环境。长期来看青岛地区商业市场保持平稳。

2024 年，青岛市西海岸新区生产总值 5261.31 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.8%。分产业看，第一产业增加值 95.91 亿元，增长 4.1%，第二产业增加值 1780.71 亿元，增长 5.5%，第三产业增加值 3384.69 亿元，增长 6.0%。三次产业比为 1.82:33.85:64.33。固定资产投资增速放缓，2024 年青岛市西海岸新区固定资产投资同比下降 1.5%，其中，第一产业投资增长 5.8%，第二产业投资增长 23.1%，第三产业投资下降 10.5%。投资结构不断优化，2024 年青岛市西海岸新区制造业投资比上年增长 19.7%，其中装备制造业投资增长 31.5%。高技术产业投资比上年增长 71.9%，其中高技术服务业投资增长 79.7%。工业技改投资比上年增长 22.6%。消费市场持续升温。2024 年青岛市西海岸新区社会消费品零售总额 1535.5 亿元，比上年增长 7.5%。2025 年上半年，青岛市西海岸新区生产总值 2656.77 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%。分产业看，第一产业增加值 45.3 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 860.65 亿元，增长 4.5%；第三产业增加值 1750.82 亿元，增长 4.5%。

商业地产行业作为房地产行业的子行业，其发展主要受到社会资金成本和经济增速的推动，自 2021 年以来商业地产开发投资走弱态势较为显著。叠加需求不振和房地产行业融资恶化等因素影响，商业地产竣工面积有所下降，但整体库存压力依然较大。2024 年商业地产行业在销售端延续去库存态势，新增供应持续缩减，开发投资低迷。租赁方面，一线城市零售物业出租率有一定企稳改善迹象，但租金水平仍缓步下滑；写字楼出租率和租金水平下降态势仍较显著。展望 2025 年，随着商场类物业过去几年较为倚赖的餐饮业态出现下滑态势，国家是否能针对消费端出台强力刺激政策对于商场类物业将有较大影响；在经济增长面临较多不确定性因素的环境下，办公楼租金收入预计仍将下行；商业地产企业面临投资性房地产估值下降风险，或将影响利润水平和长期偿债能力（详见《2025 年商业地产行业分析》）。

商业运营方面，2025 年二季度，长江 UP 青年中心开业，青岛市优质购物中心总存量升至 416.9 万平方米。本季度青岛零售市场保持平稳，核心商圈首层平均租金保持在每月每平方米 435 元，由于业态调整或变更经营主体等原因，全市空置面积有所增加，整体市场空置率微升至 8.51%。

## （3）租赁情况分析

标的物业整体出租情况较好，但大多数租户租期无法覆盖本专项计划存续期，需关注后期续租情况。

城发投资与城发集团（青岛）商业运营管理有限公司（以下简称“城发商管”）（签署时名称为“瑞城海岳（青岛）商业运营管理有限公司”）签署《委托经营管理协议》，城发投资同意由城发商管负责标的物业经营事宜，包括经营管理、以城发商管名义对外出租等。城发商管有权对外签订租赁合同并按租赁合同约定收取租金。城发商管将所收取的租金扣除运营成本（按租金收入的 5% 计取）后，在每季度次月月底前全额归集上一季度净租金至城发投资账户。双方合作经营期限为 20 年，自 2023 年 3 月 27 日起至 2043 年 2 月 28 日止。

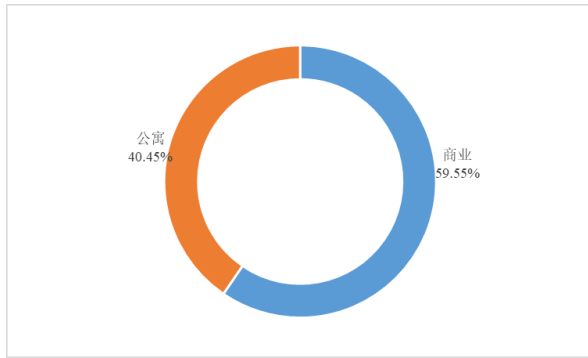
截至 2025 年 6 月底，标的物业可出租面积 20073.34 平方米，整体出租率为 94.57%，其中商业部分可出租面积共计 11954.24 平方米，公寓可出租面积共计 8119.10 平方米。从历史出租率情况来看，标的物业于 2023 年 9 月正式开业运营，自 2024 年以来维持在 90.00% 以上。标的物业不存在关联方租赁的情况。

图表 6·截至 2025 年 6 月底标的物业各业态可出租情况（单位：平方米）

业态	可出租面积	占比	已出租面积	出租率	是否存在关联方租赁
商业	11954.24	59.55%	10864.31	90.88%	否
公寓	8119.10	40.45%	8118.90	100.00%	否
合计	20073.34	100.00%	18983.21	94.57%	--

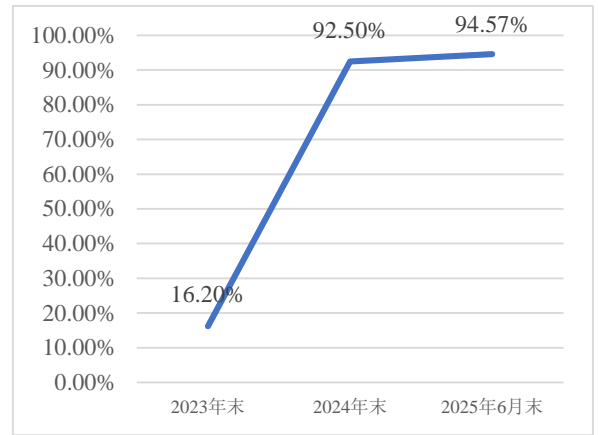
资料来源：联合资信根据城发投资提供资料整理

图表 7 • 截至 2025 年 6 月底标的物业出租面积分布情况



资料来源：联合资信根据城发投资提供的资料整理

图表 8 • 标的物业整体出租率情况



资料来源：联合资信根据城发投资提供的资料整理

根据城发投资提供的资料，截至 2025 年 6 月 30 日，标的物业商业部分履行中合同共计 27 份。其中，前五大租户合计承租面积为 8402.48 平方米，占商业部分已出租面积的 77.34%，租户集中度较高。

图表 9 • 截至 2025 年 6 月 30 日标的物业商业部分前五大租户情况（单位：平方米、元/平方米·天）

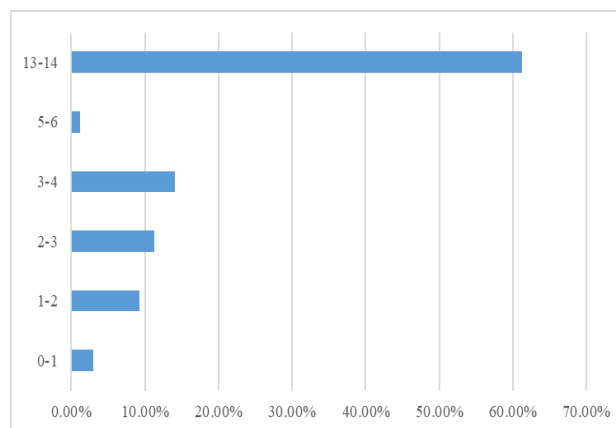
租户	承租面积	承租面积占比	基准日租金单价
青岛优木投资有限公司 <sup>2</sup>	6647.00	61.18%	1.95
梁文文	612.99	5.64%	1.05
青岛西海岸新区金石教育科技有限公司	447.13	4.12%	1.50
青岛客语餐饮有限公司	354.26	3.26%	1.13
青岛现在潮拍体育文化有限公司	341.10	3.14%	1.25
合计	8402.48	77.34%	--

注：承租面积占比=承租面积/已出租总面积

资料来源：联合资信根据城发投资提供的资料整理

合同期限方面，截至 2025 年 6 月 30 日，标的物业商业部分合同剩余期限以 3 年至 4 年为主，剩余租赁期限如图表 10 所示，整体看标的物业大多数商业租户剩余租赁期限无法覆盖本专项计划存续期，存在一定的续租风险。

图表 10 • 截至 2025 年 6 月底标的物业商业部分剩余租赁期限分布（单位：年）



资料来源：联合资信根据城发投资提供的资料整理

租金水平及支付方式方面，标的物业商业部分租金收取模式均为固定租金模式，租金支付频率以按季度支付为主，押金通常为 1 个月租金。标的物业主要租金范围在 1.00~2.00 元/平方米·天（含 2 元/平方米·天），共涉及 15 份合同，占商业已租赁面积的 91.72%，2.00~4.00 元/平方米·天的共涉及 12 份合同，占商业已租赁面积的 8.28%。

根据城发投资提供资料，截至 2025 年 6 月 30 日，标的物业公寓部分整租给青岛优木投资有限公司（以下简称“青岛优木”），出租率为 100.00%，租赁期限由 2024 年 1 月 1 日至 2038 年 12 月 31 日，租金单价为 2.60 元/平方米·天，每 3 年递增 5%。

<sup>2</sup> 需要说明的是，青岛优木投资有限公司分别与大润发超市和全季酒店签订租赁合同，但由于青岛优木投资有限公司公司制度及保密性原则，前述租赁合同均未取得。

青岛优木成立于 2016 年 5 月 12 日，截至 2025 年 9 月底，青岛优木注册资本 1000.00 万元，由青岛西海岸新区国有资产管理局 100.00% 持股，注册地位于山东省青岛市黄岛区（原开发区江山南路 458 号城发大厦 6 层 607 房屋），法定代表人为赵玉静。经营范围包括一般项目：自有资金投资的资产管理服务；以自有资金从事投资活动；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；企业总部管理；企业管理咨询；社会经济咨询服务；融资咨询服务；木材加工；木材销售；木材收购；销售代理。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）许可项目：木材采运；林木种子进出口；货物进出口；技术进出口；进出口代理。

截至 2024 年底，青岛优木资产总计 434577.57 万元，负债合计 360396.08 万元，所有者权益合计 74181.49 万元。2024 年，青岛优木实现实现营业总收入 1552.09 万元；实现利润总额-123.02 万元。

截至 2025 年 9 月底，青岛优木资产总计 550181.46 万元，负债合计 475864.17 万元，所有者权益合计 74317.29 万元。2025 年 1—9 月，青岛优木实现营业收入 1988.22 万元，实现利润总额 135.80 万元。

根据青岛优木提供的征信报告，截至 2026 年 2 月 27 日，青岛优木已结清和未结清的信贷记录中无不良和关注类信贷记录。截至 2026 年 3 月 11 日，联合资信未发现标的物业重要租户青岛优木存在重大失信信息。

收缴率方面，2023 年 9 月至 2025 年 6 月标的物业各类业态租金收缴率均为 100.00%。

#### （4）标的物业历史收入情况

2024 年，标的物业运营情况趋于稳定，后续需关注标的物业经营情况。

营业收入方面，标的物业租赁收入由商业租金收入和公寓租金收入构成。营业成本方面，标的物业主要包括租赁成本和税务成本，其中税务成本占比较高。

净收入方面，2023—2024 年，由于新租户逐步入驻，标的物业的净收入呈上升趋势。

图表 11 • 标的物业历史经营情况（单位：万元）

项目	2023 年		2024 年		2025 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
租赁收入（含税）	67.47	100.00%	989.10	100.00%	738.55	100.00%
总成本	34.44	100.00%	201.99	100.00%	156.45	100.00%
租赁成本	4.63	13.44%	50.71	25.11%	38.19	24.41%
税务成本	29.81	86.56%	151.28	74.89%	118.26	75.59%
净收入	33.03	--	787.11	--	582.10	--

注：1.占比=该项金额/营业收入或营业成本；2.净收入=租赁收入（含税）-总成本  
资料来源：联合资信根据城发投资提供的资料整理

综上所述，标的物业位于山东省青岛市黄岛区，区位优势好，且整体出租情况较好，可持续产生现金流。

## 三、交易结构分析

### 1 现金流安排

本交易的直接还款来源为标的债权应付本息，实际还款来源为标的物业实际运营收入净额及差额支付承诺人、担保人按约定支付的差额款项，相关交易文件明确地约定了账户管理条款，同时也对于现金流的归集和划转设置了清晰的规定。

#### （1）账户设置及现金流归集

本专项计划设有日常收付款账户（城发投资包括其子公司城发商管开立的）、运营监管账户（城发投资开立）、信托财产专户/信托专户及专项计划账户。

现金流归集情况如下图所示。

图表 12• 现金流归集



注：1.普通分配兑付日（T日）：专项计划存续期间专项计划设立日每届满3个月的对应日、预期到期日。其中，第一个兑付日应为【】年【】月【】日。但如果该日不是工作日，则顺延至该日后的第一个工作日；2.必备金额：就每个运营监管账户核算日而言，指在该运营监管账户核算日紧邻的下一个还款日的借款人应付的当期标的债权本息及《信托贷款合同》约定的其他费用(如有)之和，且应付的当期标的债权本息不得低于按照《认购协议》及其附件、《计划说明书》所载当期对应的专项计划拟对外支付的全部金额，即应付未付的专项计划税费、应付未付的专项计划费用与优先级证券持有人拟获分配的专项计划预期收益及/或本金金额之和  
资料来源：联合资信根据交易文件整理

在加速清偿事件发生后，物业运营收入净额归集日为每个自然月度结束后的第1个工作日。特别地，若发生任一加速清偿事件，借款人于还款日向信托专户划款完成后无权再对外划付运营监管账户中的资金超过必备金额的部分，该等超过必备金额的部分应留存于运营监管账户中，直至偿还全部剩余标的债权本息并支付完毕相关费用为止。若发生差额支付启动事件（详见附件4），差额支付承诺人城发投资应于差额支付划款日根据《差额支付通知书》的要求将相应差额支付资金款项划入专项计划账户。若发生本息兑付担保启动事件/回售和赎回担保启动事件（均详见附件4），担保人青岛融控应于担保人划款日根据《担保通知书》的要求将相应担保资金款项划入专项计划账户。

(2) 现金流分配

本交易现金流分配如下图所示。

图表 13• 现金流分配图

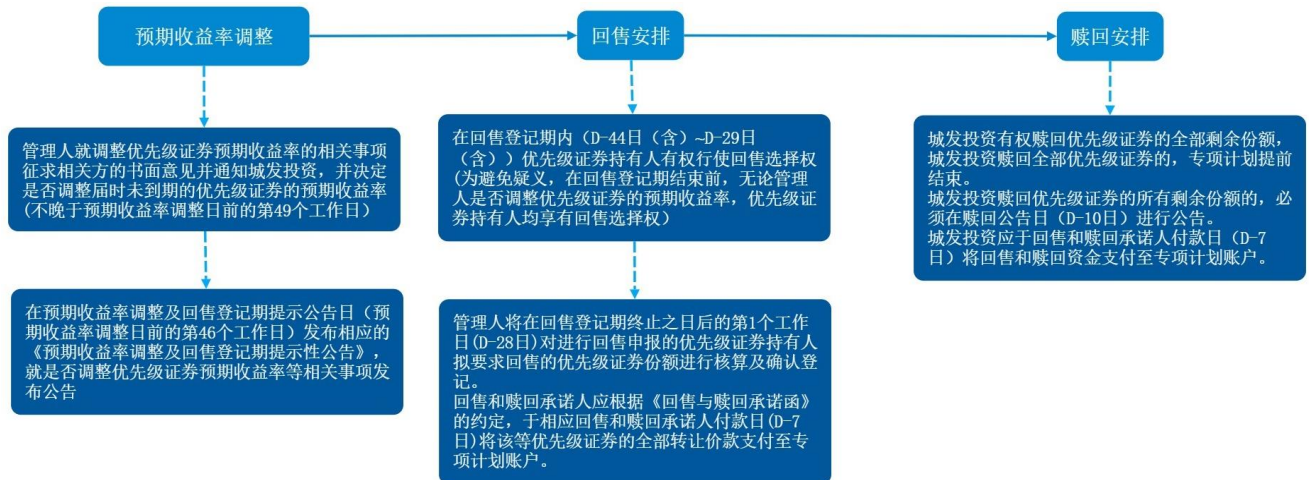


资料来源：联合资信根据交易文件整理

### (3) 重要交易机制

本专项计划设置预期收益率调整、开放退出安排以及回售和赎回安排。重要机制安排详见下图。

图表 14 • 重要机制安排



注：1.回售和赎回价格：回售和赎回的优先级证券于当个行权日获得分配后的未偿本金余额；2.行权日（D日）：就优先 A1 级证券、优先 A3 级证券而言，系指自专项计划设立日起第 12n(n=1,2,3,4,5)个普通分配兑付日；就优先 A2 级证券而言，系指自专项计划设立日起第 20n(n=1,2,3)个普通分配兑付日  
资料来源：联合资信根据交易文件整理

根据交易安排，管理人可以就调整优先级证券预期收益率的相关事项征求相关方的意见，并决定是否调整届时未到期的优先级证券的预期收益率，预期收益率调整及回售登记期提示公告日发布相应的《预期收益率调整及回售登记期提示性公告》，就是否调整优先级证券预期收益率等相关事项发布公告，之后优先级证券持有人有权选择根据利率调整结果申请全部或部分回售，后续城发投资有权选择赎回优先级证券的全部剩余份额。若优先级证券持有人在回售登记期内进行登记且在再销售期内未完成转让的优先级证券，将由回售和赎回承诺人城发投资受让该等优先级证券，除上述回售和赎回承诺人受让的份额外，回售和赎回承诺人有权选择赎回优先级证券的全部剩余份额，若回售和赎回承诺人赎回全部优先级证券的，专项计划提前结束。

回售和赎回承诺人应根据管理人的通知于回售和赎回承诺人付款日（D-7日）17:00 前将等额于回售和赎回价格<sup>3</sup>的回售和赎回支持资金支付至专项计划账户。如回售和赎回承诺人未能按时支付回售和赎回支持资金的，管理人有权于担保启动日（D-6日）向担保人青岛融控发出《担保支付通知书》，要求担保人就专项计划账户内的回售和赎回支持资金不足以支付回售和赎回所需支付资金的部分承担担保义务，并于担保人划款日（D-5日）将对应的担保资金支付至专项计划账户。

## 2 信用支持

在本专项计划设置有优先 A1 级/优先 A2 级/优先 A3 级/次级偿付机制、抵押和质押担保措施。抵质押担保措施对优先级证券本金偿付的保障作用较弱；各项触发事件的设置为本专项计划的现金流带来有利影响。

### (1) 优先 A1 级/优先 A2 级/优先 A3 级/次级偿付机制

本专项计划采用优先 A1 级/优先 A2 级/优先 A3 级/次级的偿付次序作为内部信用提升机制。根据交易文件安排，基础资产所产生的现金流按照约定顺序分配给不同优先级别的证券，优先偿付高等级证券的利息和本金。在这种情况下，劣后受偿证券先行承担风险，为优先档证券提供信用增级，降低了优先档证券的信用风险。各档证券获得的信用支持需结合抵质押担保分析整体考量。

### (2) 应收账款质押担保

本专项计划应收账款出质人城发投资以标的物业取得的一切收入质押给受托人，为标的债权提供质押担保。若自专项计划设立日起 90 个工作日内信托受托人（代表信托计划）未登记为出质应收账款的第一顺位且唯一的质权人，则触发债权提前到期事件。

根据厦门嘉学资产评估房地产估价有限公司（简称“嘉学评估”）出具的《城发投资集团有限公司拟发行资产证券化产品所涉及银投 1 号资产支持专项计划税前现金流预测分析报告》（以下简称“《现金流预测报告》”）中标的物业运营净现金流的预测结果，结合各档证券本息偿付顺序安排，联合资信测算结果显示：在优先 A1 级证券的预期收益率为 2.50%，优先 A2 级证券的预期收益率为 2.70%的情况下，标的物业可分配净现金流对标的债权除最后一期本息支出的覆盖倍数最低为 1.09 倍，无法覆盖标的债权最后一期本息支出；标的债权可分配净现金流对优先级证券预期利息支出的覆盖倍数最低为 1.32 倍，对优先级证券预期本息支出

<sup>3</sup> 回售和赎回价格：即回售和赎回的优先级资产支持证券于当个行权日获得分配后的未偿本金余额。

的覆盖倍数最低为 1.01 倍。

### (3) 抵押担保

根据交易结构安排，抵押人将标的物业抵押给受托人，为标的债权提供抵押担保。若自专项计划设立日起 90 个工作日内信托受托人(代表信托计划)未登记为抵押物的第一顺位且唯一的抵押权人，则触发债权提前到期事件。

根据嘉学评估出具的《银投企业管理（深圳）有限公司拟发行资产证券化产品银投 1 号资产支持专项计划单项资产评估报告》（以下简称“《估值报告》”），截至评估基准日 2025 年 6 月 30 日，标的物业的评估价值为 30000.00 万元，优先级证券本金对标的物业评估价值的抵押率为 69.67%，抵押率高，此外，结合各档证券本息偿付顺序安排，经测算：若未来标的物业的处置价格较评估价值时点的价值下跌超过 22.34%，或将无法覆盖本专项计划优先级证券本金。抵押担保措施对优先级证券本金偿付的保障作用较弱。

### (4) 触发机制

本交易设置了加速清偿事件和债权提前到期事件等触发机制（详见附件4）。

在触发加速清偿事件后，物业运营收入净额由按季度归集变更为按月度归集，且借款人于还款日向信托财产专户划款完成后无权再对外划付运营监管账户中的资金超过必备金额的部分，该等超过必备金额的部分应留存于运营监管账户中，直至偿还全部剩余标的债权本息并支付完毕相关费用为止。

发生债权提前到期事件，管理人决定或经有控制权的资产支持证券持有人大会决议并指令管理人宣布标的债权提前到期，同时专项计划终止。

## 四、量化模型测试

联合资信对资产支持证券信用等级的评定是对证券违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评优先级证券本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR）和优先级证券对标的物业评估价值的比率（LTV）两个指标来量化评估标的物业形成的资产对优先级证券的保障程度。

### 1 偿债覆盖倍数

偿债覆盖倍数反映了每个兑付日本专项计划基于标的物业产生的可分配净现金流对标的债权本息支出以及标的债权本息对优先级证券本金和预期收益支出的覆盖水平，是评估违约可能性的指标。根据交易安排，本专项计划优先级证券预期支出的主要还款来源为实际运营收入净额。联合资信采用覆盖倍数来衡量优先级证券预期支出的信用风险大小。覆盖倍数反映了在各偿还时点上，标的物业可分配净现金流对标的债权本息以及标的债权本息对优先级证券本息支出的覆盖水平，如果该数值小于 1.00 倍，优先级证券存在不能按时偿付的风险。联合资信根据本专项计划的偿付安排，测算了在一般情景下优先级证券的偿债覆盖倍数水平，以判断未来标的物业可分配净现金流对标的债权本息支出以及标的债权本息对优先级证券本息支出的保障程度。

#### (1) 现金流预测合理性分析

嘉学评估基于现有假设进行的现金流预测结果受多重因素影响，标的物业净现金流实现情况有较大的不确定性。

嘉学评估出具的《现金流预测报告》对标的物业的运营净现金流进行了预测。标的物业运营净现金流预测分为现金流入<sup>4</sup>、现金流出两部分，标的物业净现金流=租金收入（不含增值税）-付现的经营成本及费用。预测结果如下表所示。

图表 15 • 标的物业运营净现金流预测（单位：万元）

年份	租金收入	付现的经营成本及费用	标的物业净现金流	净现金流同比增长率	年份	租金收入	付现的经营成本及费用	标的物业净现金流	净现金流同比增长率
2025 年 7—12 月	704.11	131.88	572.24	0.00%	2035 年	1989.52	370.69	1618.83	0.99%
2026 年	1419.54	267.07	1152.47	0.00%	2036 年	2079.57	387.06	1692.51	4.55%
2027 年	1513.71	284.19	1229.52	6.69%	2037 年	2095.99	390.05	1705.94	0.79%
2028 年	1627.30	304.84	1322.46	7.56%	2038 年	2117.05	393.87	1723.17	1.01%
2029 年	1760.07	328.98	1431.10	8.21%	2039 年	2690.93	498.21	2192.73	27.25%

<sup>4</sup> 现金流入预测不包括补偿金。

2030年	1834.83	342.57	1492.26	4.27%	2040年	2770.79	512.72	2258.06	2.98%
2031年	1852.11	345.71	1506.40	0.95%	2041年	2827.66	523.06	2304.59	2.06%
2032年	1873.64	349.62	1524.02	1.17%	2042年	2907.08	537.50	2369.58	2.82%
2033年	1951.62	363.80	1587.82	4.19%	2043年	2988.54	552.31	2436.23	2.81%
2034年	1970.15	367.17	1602.98	0.95%	--	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据《现金流预测报告》整理

2025年7—12月，标的物业实际实现净现金流665.81万元，低于预测值5.44%。总体看，嘉学评估对于商业部分商业租约内的租金按照合同约定来预测，商业租约外的租金按照市场情况进行预测，标的物业净现金流年均复合增长率为4.50%；出租率按照第1~3年为90.00%，第4年及以后为95.00%来进行预测；租金增长率按照第1~3年2.00%的速度增长，第4~5年按照2.50%进行增长，长期增长率为3.00%；租金收缴率按照98.00%进行预测。嘉学评估对于优木投资租赁部分按照续约至2039年6月，且按照现有租约增长率进行预测。嘉学评估对于付现的经营成本及费用按照历史情况进行预测。2039年，标的物业预测净现金流同比大幅增长，主要原因系现有租约全部到期，均按照市场租金来进行预测所致。受宏观经济波动等多种因素影响，后续标的物业出租率以及租金增长率将不及预期，总体看，标的物业净现金流的实现情况有较大的不确定性。

### (2) 基础情景下 DSCR 测算

根据交易安排，本专项计划优先级证券预期支出的最终还款来源主要为标的物业的运营净现金流。基础情景下，联合资信假设：①本专项计划正常存续至预期到期日；②标的物业未来净现金流符合嘉学评估出具的《现金流预测报告》给出的预测结果；③假设本专项计划不发行优先A3级证券，假设本专项计划2026年3月27日设立，信托贷款发放日为2026年3月27日，根据交易安排，运营收入归集起始日为2025年7月1日，以2025年7月1日—2026年6月30日标的物业净现金流为第一期现金流，以2026年7月1日—2026年9月30日标的物业净现金流为第二期现金流，后续每3个月为一个归集期，以此类推；第一个兑付日为2026年7月27日，第二个兑付日为2026年10月27日，按季兑付，以此类推；④优先A1级证券的预期收益率为2.50%，优先A2级证券的预期收益率为2.70%；⑤标的债权利率为4.15%。本专项计划标的物业可分配净现金流对优先级证券本金及预期收益的偿付能力情况详见下表。

图表 16 • 基础情景下覆盖倍数（倍）

类别	DSCR 区间
标的物业可分配净现金流对标的债权本息支出 DSCR	期间：1.09~4.35；期末：0.06
标的债权可分配现金流对优先级证券利息支出 DSCR	1.32~159.78
标的债权可分配现金流对优先级证券本息支出 DSCR	1.01~1.52

注：1. 标的物业可分配净现金流=标的物业净现金流-相关税费（增值税）；标的债权可分配净现金流=标的债权本息-专项计划相关费用（包括管理费、销售机构费及资产服务机构费每个兑付日合计20.00万元；法律顾问费：第一个兑付日5.00万元、第二个兑付日5.00万元、第三个兑付日10.00万元、第四个兑付日15.00万元；清算审计费5.00万元）；2. 标的债权本息支出 DSCR=标的物业可分配净现金流/标的债权本息支出；优先级证券利息支出 DSCR=标的债权可分配净现金流/优先级证券当期利息支出；优先级证券本息支出 DSCR=标的债权可分配净现金流/优先级证券当期本息支出 3. 若实际情况与假设不符，预期支出与覆盖倍数将与上表存在偏差，下同

资料来源：联合资信整理

经测算，在优先A1级证券发行利率为2.50%、优先A2级证券发行利率为2.70%的情况下，标的物业可分配净现金流对标的债权除最后一期本息支出的覆盖倍数最低为1.09倍，无法覆盖标的债权最后一期本息支出；标的债权可分配现金流对优先级证券预期利息支出的覆盖倍数最低为1.32倍，对优先级证券预期本息支出的覆盖倍数最低为1.01倍。

### (3) 压力情景下 DSCR 测算

考虑到优先级证券发行利率的上浮会影响预期支出金额，进而影响各期可分配净现金流对优先级证券预期本息支出的覆盖水平，联合资信假设不发行优先A3级证券，且优先A1级证券预期收益率上浮20bp至2.70%、优先A2级证券预期收益率上浮30bp至3.00%，在压力情景下，测算可分配净现金流对优先级证券利息支出与本息支出的覆盖倍数。

图表 17 • 压力情景下覆盖倍数（倍）

类别	DSCR 区间
标的物业可分配净现金流对标的债权本息支出 DSCR	期间：1.09~4.35；期末：0.06
标的债权可分配现金流对优先级证券利息支出 DSCR	1.21~146.68
标的债权可分配现金流对优先级证券本息支出 DSCR	1.01~1.39

资料来源：联合资信整理

经测算，优先 A1 级证券发行利率为 2.70%、优先 A2 级证券的发行利率为 3.00%的情况下，标的物业可分配净现金流对标的债权除最后一期本息支出的覆盖倍数最低为 1.09 倍，无法覆盖标的债权最后一期本息支出；标的债权可分配现金流对优先级证券预期利息支出的覆盖倍数最低为 1.21 倍，对优先级证券预期本息支出的覆盖倍数最低为 1.01 倍。

考虑到标的物业实际运营收入净额易受租金水平、出租率变动等因素影响，出于谨慎考虑，联合资信进一步模拟测算实际运营净现金流可承受的极限压力范围。测算结果表明，在实际运营净现金流较预测值下跌幅度不超过 8.51%时，标的物业可分配净现金流对标的债权除最后一期本息支出的覆盖倍数最低为 1.00 倍。

## 2 处置回收价值分析

### (1) 标的物业评估价值合理性分析

嘉学评估对本专项计划标的物业价值进行了评估，并出具了《估值报告》，评估价值时点为 2025 年 6 月 30 日。

嘉学评估根据标的物业的实际情况，结合估价目的，嘉学评估认为一方面，由于标的物业可获取到同类且有买卖的房地产可比实例；另一方面，由于标的物业商业部分与公寓部分均已对外出租；故标的物业商业部分与公寓部分均利用收益法及比较法进行评估。具体评估结果如下表所示。

图表 18 • 标的物业评估价值和抵押率（单位：万元）

类型	收益法评估价值	收益法估值占比	比较法评估价值	比较法估值占比	评估总值	优先级证券抵押率
商业	16900.00	50.00%	20100.00	50.00%	18500.00	--
公寓	10500.00	50.00%	12400.00	50.00%	11500.00	--
合计	--	--	--	--	30000.00	69.67%

资料来源：联合资信根据《估值报告》整理

总体看，嘉学评估依据标的物业的历史收入情况及其所处区域运营环境，并结合标的物业现有合同预测了租金收入的增长，对标的物业进行了估值，估值结果具有一定参考性。

### (2) 跌价测试

根据交易安排，项目公司将标的物业抵押给信托受托人，该抵押行为对交易的保障力度取决于标的物业处置后可回收现金流对本专项计划优先级证券本金的覆盖程度。由于估值具有参考性，联合资信未对估值进行压力调整，采用嘉学评估提供的《估值报告》对标的物业价值进行了跌价测试。

考虑到标的物业处置时，需缴纳土地增值税、增值税及附加<sup>5</sup>等相关税费以及中介费用或拍卖费用等。为剔除上述因素，联合资信根据标的物业评估总价 30000.00 万元计算出应缴纳的土地增值税，同时扣除转让时缴纳的增值税及附加、印花税（征收比率为 0.05%），拍卖费用<sup>6</sup>等计算出标的物业处置净现金流。根据嘉学评估提供的标的物业估值，测算了在不同下跌比例情形下，抵押物处置现金流对优先级证券本金覆盖水平如下表所示。

图表 19 • 标的物业处置净现金流对优先级证券的覆盖倍数（单位：万元、倍）

下跌比例	抵押物处置净现金流	优先级证券覆盖倍数
0.00%	26946.69	1.2893
10.00%	24240.62	1.1598
20.00%	21534.55	1.0304
22.34%	20900.00	1.0000

注：1. 处置净现金流=处置价格-土地增值税-增值税及附加-拍卖费及印花税；2. 优先级证券覆盖倍数=处置净现金流/优先级证券本金；3. 测算中扣除的相关税费为依据现行法规作出的情景设定，最终实际产生的税费应以相关部门认定为准确，两者之间或将存在差异  
资料来源：联合资信整理

经测算，扣除土地增值税、增值税及拍卖费等相关税费后的处置净现金流，按照各档证券的分配顺序，若未来标的物业的处

<sup>5</sup> 转让时缴纳的增值税及附加=转让价款/(1+9%)\*9%\*(1+12%)。

<sup>6</sup> 对于拍卖手续费，目前《拍卖法》中的约定为“第五十六条委托人、买受人可以与拍卖人约定佣金的比例”，“第五十七条拍卖本法第九条规定的物品成交的，拍卖人可以向买受人收取不超过拍卖成交价百分之五的佣金。收取佣金的比例按照同拍卖成交价成反比的原则确定”；根据《最高人民法院关于人民法院民事执行中拍卖、变卖财产的规定》（以下简称“《拍卖规定》”）约定“拍卖成交的，拍卖机构可以按照下列比例向买受人收取佣金：拍卖成交价 200 万元以下的，收取佣金的比例不得超过 5%；超过 200 万元至 1000 万元的部分，不得超过 3%；超过 1000 万元至 5000 万元的部分，不得超过 2%；超过 5000 万元至 1 亿元的部分，不得超过 1%；超过 1 亿元的部分，不得超过 0.5%。”根据《拍卖法》“收取佣金的比例按照同拍卖成交价成反比的原则确定”的约定，联合资信采用《拍卖法》情景计算。实际处置时相关税费可能与上述情形有所差异。

置价格较评估价值时点的价值下跌超过 22.34%，或将无法覆盖本专项计划优先级证券本金。

综上所述，测试结果表明，基于抵质押担保措施对优先级证券的保障程度较弱。

## 五、量化模型外的因素

### 1 法律要素分析

北京市金杜律师事务所上海分所为本专项计划出具了法律意见书。

法律意见书表明：方正证券作为专项计划的管理人，具备担任专项计划管理人的资质；国泰海通证券作为专项计划的销售机构，具备担任专项计划销售机构的主体资格及资质；银投企管作为专项计划的原始权益人/资产服务机构一，具备担任专项计划原始权益人/资产服务机构一的资质和权限；城发投资作为专项计划的回售和赎回承诺人/资产服务机构二/物业持有人/借款人，具备担任回售和赎回承诺人/资产服务机构/物业持有人/借款人的资质和权限；青岛融控作为专项计划的担保人，具备担任担保人的资质和权限。专项计划各当事人拟签署的《标准条款》《认购协议》《信托受益权转让协议》《托管协议》《资产服务协议》《回售与赎回承诺函》《差额支付承诺函》《担保函》等专项计划文件符合《民法典》等法律、法规和《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（以下简称“《管理规定》”）的有关规定；根据专项计划相关安排，专项计划基础资产真实、合法、有效、完整、可特定化，未被列入负面清单，权利归属明确，不存在影响其转让的权利负担，基础资产转让合法、有效；专项计划风险隔离措施合法、有效；专项计划信用增级安排合法、有效；专项计划在按照《计划说明书》约定的条件发行完毕后设立完成，符合《管理规定》等法律、法规。管理人应当自专项计划设立日起五（5）个工作日内将专项计划设立情况报中国基金业协会按照该会现行有效的备案规则进行备案。

经律师核查，标的物业存在抵押情况。根据城发投资与兴业信托有限公司（代表【兴业信托·青合 C002（城发投资）集合资金信托计划】）于 2025 年 2 月 27 日签署的编号为 CHIT[20250147]XTDK 的《信托贷款合同》以及编号为 CHIT[20250147]DYHT 的《抵押合同》，城发投资将所拥有的【鲁（2024）青岛市黄岛区不动产权第 0617758 号】（抵押物名称）设定抵押。就前述抵押事项，青岛市黄岛区自然资源局已于 2025 年 2 月 27 日核发编号为“鲁（2025）青岛市黄岛区不动产证明第 0612341 号”的《不动产登记证明》，证明权利或事项为抵押权。城发投资已于上述信托贷款到期日 2026 年 2 月 27 日向兴业国际信托有限公司一次性全部偿还借款本金，且根据城发投资出具的《确认函》，已在各付息日足额完成利息支付。因此，上述《信托贷款合同》项下信托贷款主债权债务及担保权利义务随之终止，城发投资将于本专项计划设立日起 90 个工作日内解除标的物业的上述抵押事项。根据青岛市黄岛区不动产登记中心于 2025 年 7 月 22 日出具的《青岛市不动产登记信息查询信息情况表》（证明编号：2176i8FBaNrql36）查询证明，截至 2025 年 7 月 22 日，除前述抵押外，标的物业上不存在其他查封、抵押情况。

### 2 交易结构风险

本交易主要面临资金混同及挪用风险、持续运营风险、流动性风险、开放退出风险、标的物业处置风险以及再投资风险。各项风险在本交易中或得到缓释处理或已有充分考量。

#### （1）资金混同及挪用风险

本专项计划实际还款来源为物业运营收入净额。若借款人信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，基础资产现金流可能和借款人其他资金混同，从而给本专项计划资产造成损失。借款人的收款账户为专门用于接收物业运营收入的未监管账户，借款人可能将划入该账户的来自于标的物业的资金挪作他用，从而给基础资产造成损失。

根据交易安排，本专项计划存续期间，物业运营收入净额按季度向账户划转，同频率向专项计划账户划转，物业运营收入净额在日常收付款账户的停留时间约为 3 个月，划转频率尚可。在加速清偿事件发生后，物业运营收入净额按月度向运营监管账户划转。此外，考虑到青岛融控信用水平极高，其提供的连带责任保证担保亦对本专项计划因资金混同及挪用风险导致的不能兑付的风险有一定缓释作用。

#### （2）持续运营风险

本专项计划的主要还款来源为借款人运营的标的物业产生的运营收入净额。借款人作为标的物业的运营主体，其持续稳定运营能力将会影响优先级证券利息和本金的偿付。

标的物业历史出租率较高，且本专项计划是以运营收入净额偿还标的债权，已考虑扣除了运营成本及相关税费的支出；同时，城发投资收入来源广泛（城发投资分析详见附件 1-1），城发投资具备持续运营能力。其次，根据交易安排，若连续两个收款期间

的《物业运营报告》所显示的实际运营收入低于该报告期对应的现金流预测运营收入的 70%，将会触发加速清偿事件；若连续两个收款期间的《物业运营报告》所显示的实际运营收入低于该报告期对应的现金流预测运营收入的 60%，将会触发债权提前到期事件，一定程度上缓释了本专项计划的持续运营风险。

### （3）流动性风险

在本专项计划中，流动性风险主要来自于标的物业产生的运营净收入可能不足以支付标的债券本息以及税费，从而不足以支付本专项计划所需支付的各项税费及各档优先级证券预期收益和当期本金，从而产生流动性风险。

首先，在优先 A1 级证券发行利率为 2.50%、优先 A2 级证券发行利率为 2.70% 的情况下，标的物业可分配净现金流对标的债权除最后一期本息支出的覆盖倍数最低为 1.09 倍，无法覆盖标的债权最后一期本息支出；标的债权可分配现金流对优先级证券预期利息支出的覆盖倍数最低为 1.32 倍，对优先级证券预期本息支出的覆盖倍数最低为 1.01 倍。根据交易安排，担保人青岛融控在当发生本息兑付担保启动事件时承诺将《担保支付通知书》中载明的资金汇付至专项计划账户。青岛融控履约能力极强，其提供的连带责任保证担保有效缓释了本专项计划面临的流动性风险。

### （4）开放退出风险

本专项计划设置了开放退出机制，若出现优先级证券持有人集中回售的情况，可能造成基础资产当期产生的现金流入不足以支付回售价款，从而导致参与回售的优先级证券可能无法正常退出。

根据交易文件的约定，在发生回售和赎回担保启动事件时担保人青岛融控应将专项计划账户内的回售和赎回支持资金不足以支付该行权日应付的回售和赎回所需支付资金的差额部分无条件足额支付至专项计划账户。考虑到青岛融控信用水平极高，其作为担保人提供的连带责任保证担保有效缓释了本专项计划面临的开放退出风险。

### （5）标的物业处置风险

根据交易安排，特定情形下本专项计划将触发标的资产处置，但标的物业可能无法按照公允价值及时出售，从而使得专项计划基础资产的现金流回收受到不利影响。

根据交易设置，若发生物权担保启动事件将触发启动清算处分程序，自物权担保启动事件发生之日起，管理人有权自行决定或召集有控制权的资产支持证券持有人大会决议决定根据《应收账款质押合同》和/或《抵押合同》的约定，就抵押物行使抵押权，就质押物行使质押权，以抵押物/质押物进行折价，或拍卖、变卖抵押物/质押物，或请求人民法院对抵押物/质押物进行拍卖、变卖，所得款项均应划入专项计划账户。

### （6）再投资风险

本专项计划存续期间，计划管理人可以将专项计划账户内的资金进行合格投资，这将使本专项计划财产面临一定的再投资风险。

根据交易安排，在标准条款允许的范围内，管理人(代表专项计划的利益)可以在有效控制风险、保持流动性的前提下，以现金管理为目的，指示托管人将专项计划账户中待分配的资金进行合格投资，即将专项计划账户内的资金在向原始权益人购买信托受益权后，专项计划账户中的资金可以投资于国债、货币市场基金、银行存款等低风险产品。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于托管人报告日之前到期。上述交易安排，有效缓释了本专项计划面临的再投资风险。

## 3 参与机构履职能力分析

### （1）原始权益人/资产服务机构一/信托委托人/委托人/银投企管

银投企管成立于 2017 年 6 月 16 日。截至 2025 年 9 月底，银投企管注册资本为 5000.00 万元，实缴资本为 5000.00 万元，由王璐、岳小莉、葛伟玲和卢玉平分别持股 40.00%、30.00%、15.00%和 15.00%，银投企管法定代表人为岳小莉，注册地址为深圳市前海深港合作区南山街道怡海大道 1167 号海运中心口岸楼 3 楼 310 号-Q311。银投企管经营范围为财务咨询；企业管理咨询；软件开发；大数据服务；网络技术服务；企业管理；供应链管理服务等。

截至 2024 年底，银投企管合并口径资产合计 2.54 亿元，负债合计 1.99 亿元，所有者权益合计 0.55 亿元。2024 年，银投企管实现营业总收入 2.42 亿元；实现利润总额 553.31 万元。

截至 2025 年 9 月底，银投企管合并口径资产合计 2.31 亿元，负债合计 1.73 亿元，所有者权益合计 0.58 亿元。2025 年 1—9 月，银投企管实现营业收入 1.92 亿元，实现利润总额 494.47 万元。

根据银投企管提供的征信报告，截至 2026 年 1 月 19 日，银投企管无信贷记录。

总体看，本专项计划因银投企管尽职能力或意愿而引发风险的可能性很小。

## (2) 管理人

方正证券系由方正证券有限责任公司整体变更设立，方正证券有限责任公司前身为浙江省证券公司，于 1988 年 6 月经中国人民银行批准成立。后历经多次改制重组及增资扩股后，方正证券于 2011 年 8 月在上海证券交易所上市，股票代码：601901.SH。截至 2025 年 9 月底，方正证券总股本为 82.32 亿元，前三大股东分别为新方正控股发展有限责任公司（持股比例 28.71%）、全国社会保障基金理事会（持股比例 13.24%）和中国信达资产管理股份有限公司（持股比例 7.20%）。

截至 2024 年底，方正证券总资产为 2556.28 亿元，负债合计为 2066.50 亿元，所有者权益为 489.78 亿元。2024 年，方正证券实现营业收入 77.18 亿元，归属于上市公司股东的净利润 22.07 亿元。截至 2024 年底，方正证券受托管理的资产份额规模为 552.02 亿。2024 年，方正证券资产管理业务实现净收入 1.98 亿元。

截至 2025 年 9 月底，方正证券总资产为 2603.21 亿元，负债合计为 2092.77 亿元，所有者权益为 510.44 亿元。2025 年 1—9 月，方正证券实现营业收入 90.82 亿元，归属于上市公司股东的净利润 37.99 亿元。

方正证券风险管理的基本策略是制定并持续完善风险管理制度，针对不同风险类型制定可操作的风险识别、评估、监测、应对、报告的方法和流程，将风险控制在限定的范围之内。方正证券通过评估、稽核、检查和绩效考核等手段保证其风险管理制度的贯彻落实。风险管理原则包括一致性原则、匹配性原则、全面性原则、定性与定量相结合原则、独立性原则。方正证券风险管理组织架构由董事会及其下设的风险控制委员会、经营管理层及风险管理委员会、风险管理职能部门、各业务部门（包括分支机构及子公司）四个层级构成。各业务部门（包括分支机构及子公司）、风险管理职能部门、稽核监察部构成公司风险管理三道防线，监控管理各类风险。

总体看，方正证券具备一定的资产管理业务经验并具有相应的风控体系，本专项计划因管理人丧失履职能力而发生违约的概率很小。

## (3) 托管人/托管银行/运营监管银行

本专项计划托管人/托管银行为青岛银行股份有限公司（以下简称“青岛银行”）。青岛银行成立于 1996 年 11 月 15 日，2015 年 12 月，青岛银行 H 股在香港联交所上市；2019 年 1 月，青岛银行 A 股在深交所上市。（股票代码：002948.SZ，03866.HK）。截至 2025 年 9 月底，青岛银行总股本为 58.20 亿元，前三大股东分别为香港中央结算（代理人）有限公司（持股 21.46%）、意大利联合圣保罗银行（持股 17.50%）和青岛国信产融控股（集团）有限公司（持股 11.66%），无控股股东和实际控制人。

截至 2024 年底，青岛银行资产总额为 6899.63 亿元，负债总额为 6450.63 亿元。2024 年，青岛银行实现营业收入 134.98 亿元，实现净利润 44.05 亿元。截至 2025 年 9 月底，青岛银行资产总额为 7655.71 亿元，负债总额为 7184.17 亿元。2025 年 1—9 月，青岛银行实现营业收入 110.13 亿元，实现净利润 41.25 亿元。

资产托管业务方面，截至 2024 年底，青岛银行资产托管规模 1450.12 亿元，较上年底增加 1321.41 亿元，托管产品合计 420 只，涵盖公募基金、理财产品、券商资管、资产证券化、资金保管等类型。

在风险管理方面，青岛银行建立由董事会负最终责任，监事会有效监督，高级管理层直接领导，以风险管理委员会为依托、风险管理部牵头全面风险管理、各风险管理部门负责单类风险管控，各业务条线管理部门、各分支机构、附属机构密切配合、分工协同，内审部门独立审计，覆盖机构、客户、业务及流程的风险管理组织架构，形成多层次、相互衔接、相互制衡的风险管理运行机制。青岛银行坚守审慎稳健的风险偏好，致力于构建职能完善、风险制衡、各司其职的信用风险管理体系，通过采取相应举措，实现资产质量各项指标持续优化，信用风险管理能力持续提升。青岛银行建立了与业务性质、规模和复杂程度相适应的市场风险管理体系。青岛银行市场风险管理内部控制体系健全合规，明确市场风险治理架构下董事会、高级管理层及各部门职责和报告要求；明确实施市场风险管理的政策和识别、计量、监测与控制程序；明确市场风险报告、信息披露、应急处置以及市场风险资本计量程序和要求。

总体来看，青岛银行具有相关资产托管经验，本交易因青岛银行尽职能力或意愿而引发风险的可能性很小。

综上所述，各项风险在本交易中或得到缓释处理或已有充分考量，各参与机构亦能较好地履行其相应的职能，联合资信认为无需调整量化测试结果。

## 六、外部增信

### 1 城发投资

本专项计划差额支付承诺人城发投资的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，其为本专项计划优先级证券本息的兑付以及回售和赎回提供无条件不可撤销的差额支付承诺（城发投资信用分析详见附件 1-1）。

城发投资是青岛西海岸新区（以下简称“西海岸新区”）重要的基础设施投资建设和国有资产运营主体，持续获得有力外部支持。青岛市为山东省副省级城市和计划单列市，经济实力和财政实力在山东省内领先。青岛西海岸新区是国家级新区，经济实力保持增长，财政自给程度高，城发投资外部发展环境良好。城发投资建立了比较有效的法人治理结构，内部控制制度较为完善。城发投资主要从事西海岸新区基础设施建设、金融服务、房地产开发和贸易等业务，2022—2024 年，城发投资营业总收入持续增长，收入结构有所变动。城发投资在建代建项目尚需投资金额不大，暂无拟建项目；贸易业务对手方集中度较高，部分款项已计提坏账准备，需关注资金回收风险；城发投资房地产业务投资规模较大，完工及在售房地产项目去化进度一般，需关注后续去化情况；金融服务客户多为区域内中小民营企业，需关注资金回收风险；城发投资剩余待置换土地规模不大，未来土地回购业务收入存在不确定性。财务方面，城发投资资产规模持续增长，流动资产中以业务往来款为主的其他应收款和以项目投入为主的存货规模较大，部分应收类账款存在较大资金回收风险，投资性房地产能够获得稳定的租金收益，同时受限资产规模较大，城发投资整体资产质量一般。城发投资所有者权益持续增长，权益结构稳定性较强。城发投资整体债务负担较重且短期债务占比较高，债务结构及融资渠道有待优化。城发投资偿债指标表现较弱，间接融资渠道较为畅通，或有负债风险可控。

未来，随着西海岸新区经济的稳步发展，城发投资经营业务的持续推进，城发投资业务有望保持稳定发展。

#### 优势

（1）外部发展环境良好。青岛市为山东省副省级城市和计划单列市，经济实力和财政实力在山东省内领先。西海岸新区作为国家级新区，区域经济实力持续增强，2024 年实现地区生产总值 5261.31 亿元；实现一般公共预算收入 231.54 亿元，财政自给率为 105.31%，财政自给程度高，城发投资外部发展环境良好。

（2）获得有力外部支持。城发投资作为西海岸新区重要的基础设施投资建设和国有资产运营主体，在股权划转、资金注入及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

#### 关注

（1）应收类款项存在较大资金回收风险。截至 2024 年末，城发投资应收账款及其他应收款分别累计计提坏账准备 0.82 亿元和 9.73 亿元，部分应收对象被列为失信被执行人甚至破产重整，资金存在回收风险。

（2）债务结构有待优化，短期偿债压力较大。截至 2024 年末，城发投资全部债务 201.88 亿元，其中短期债务占比 42.71%，债务负担较重；剔除受限货币资金后现金短期债务比为 0.09 倍，短期偿债压力较大。

（3）金融服务业务存在资金回收风险。城发投资金融服务业务的客户以中小民营企业为主，存在多笔担保代偿及不良类信贷，需关注业务资金回收风险。

### 2 青岛融控

本专项计划担保人青岛融控的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其作为担保人承诺按照《担保函》的约定提供连带责任保证担保。（青岛融控信用分析详见附件 2-1）

青岛融控作为青岛西海岸新区国有资产管理局（以下简称“西海岸新区国资局”）直属的两大集团企业之一，承担青岛西海岸新区（以下简称“西海岸新区”）基础设施建设和现代产业发展等职能，区域地位高，继续获得有力的外部支持。青岛市经济实力和财政实力在山东省内领先，西海岸新区是国家级新区，经济实力继续增长，财政自给水平高。跟踪期内，青岛融控总裁和部分董事发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。青岛融控业务多元化，除基础设施建设外，青岛融控还开展房地产开发业务、贸易业务、制造业务、化工业务等。2024 年，青岛融控营业总收入保持增长，贸易业务仍为主要收入来源。青岛融控基础设施建设类业务覆盖多种类型，其中基础设施代建项目已投资金额大，回款存在滞后；教育基础设施项目资金回收周期长；青岛融控在建及拟建的基础设施建设类项目尚需投资规模较大，未来资金支出压力较大。青岛融控在建及拟建的房地产项目较多，后续仍有一定资本支出压力；同时，房地产行业持续低迷背景下，需关注青岛融控房地产项目未来去化情况。青岛融控贸易业务收

入规模较大且持续增长，毛利率较低，需关注资金回收风险。公司类金融业务客户多为区域内中小民营企业，逾期或代偿款项的回收情况需持续关注。青岛融控资产规模持续增长，以开发成本为主的存货及投资性房地产占比较高，应收账款和其他应收款坏账计提金额较大，存在资金回收风险，青岛融控资产流动性较弱，整体资产质量一般。青岛融控所有者权益规模保持增长，少数股东权益和其他综合收益合计占比较高，所有者权益结构稳定性一般。青岛融控债务规模持续较快增长，整体债务负担较重，短期债务占比进一步上升，债务结构有待优化。青岛融控偿债指标表现偏弱，间接融资渠道畅通。青岛融控对外担保对象中存在民营企业，需关注代偿风险。

未来，随着西海岸新区的持续发展，青岛融控基础设施建设及军民融合配套建设等业务不断推进，整体经营将保持稳定发展。

### 优势

(1) 外部发展环境良好。青岛市为副省级城市和计划单列市，经济实力和财政实力在山东省内领先。西海岸新区是国家级新区，2024 年经济总量在全国 19 个国家级新区中排第三位，经济实力持续增长，财政自给水平高，青岛融控经营发展的外部环境良好。

(2) 区域地位高。青岛融控是西海岸新区国资局直属的两大集团企业之一，承担西海岸新区基础设施建设和现代产业发展等职能，区域地位高。

(3) 继续获得有力的外部支持。跟踪期内，青岛融控在资金及资产注入、股权划转和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

### 关注

(1) 应收类款项回收风险、类金融业务展业风险。青岛融控应收账款和其他应收款坏账计提金额较大，截至 2024 年末，青岛融控其他应收款中对华信国合控股有限公司的 3.67 亿元及对青岛中鲁投资有限公司的 20.33 亿元应收款项回收不确定性较大，已分别计提坏账准备 3.67 亿元和 3.67 亿元，后续回收情况需关注。此外，青岛融控类金融业务存在一定量的代偿和逾期规模，需持续关注逾期或代偿款项的回收情况。

(2) 债务负担较重，短期偿债压力较大。青岛融控债务规模持续较快增长，截至 2025 年 3 月底，青岛融控全部债务为 1736.02 亿元，短期债务占比为 44.38%，全部债务资本化比率为 69.36%，青岛融控整体债务负担较重，债务结构有待优化。截至 2024 年底，青岛融控剔除受限货币资金后的现金短期债务比为 0.15 倍，短期偿债压力较大。

(3) 经营活动现金持续大额净流出，资本支出压力较大。由于基础设施建设、房地产开发、贸易业务支出及往来款支出规模大，青岛融控经营活动现金持续净流出。青岛融控主要在建和拟建项目尚需投资规模较大，未来资金支出压力较大。

## 七、评级结论

联合资信通过对本专项计划所涉及的基础资产及其项下标的物业、交易结构、量化模型测试、量化模型外的因素以及外部增信等因素进行了综合考量，确定“银投 1 号资产支持专项计划”项下优先级证券的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>，次级证券未予评级。

上述优先级证券的评级结果反映了该类优先级证券预期收益获得及时支付和本金于法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

## 附件 1-1 城发投资集团有限公司主体信用分析

### 一、主体概况

城发投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身为青岛经济技术开发区城市发展投资有限公司，系 2001 年 7 月经青岛市人民政府批准，由青岛经济技术开发区国有资产管理局出资设立的国有企业，初始注册资本 8.00 亿元。2007 年 12 月，公司股东变更为青岛经济技术开发区财政局（以下简称“经开区财政局”）。2012 年 7 月，公司更名为现名。2014 年，随着原黄岛区区域调整，经开区财政局与胶南区财政局合并为黄岛区财政局，公司股东相应变更为黄岛区财政局<sup>7</sup>。2019 年，根据《关于将城发投资集团有限公司 100% 股权无偿划转至青岛西海岸新区融合控股集团有限公司的通知》，公司股东变更为青岛西海岸新区融合控股集团有限公司（以下简称“融控集团”）。经数次增资，截至 2025 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 30.73 亿元，融控集团持有公司 100.00% 股权，青岛西海岸新区国有资产管理局（以下简称“西海岸新区国资局”）为公司的实际控制人。

公司主要从事青岛市西海岸新区（以下简称“西海岸新区”）基础设施建设、金融服务、房地产开发和贸易等业务。截至 2025 年 8 月末，公司本部设财务管理部、成本管理部、企业发展部和投融资管理部等职能部门；截至 2025 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司 24 家。

截至 2024 年末，公司资产总额 443.02 亿元，所有者权益 186.91 亿元（少数股东权益 3.92 亿元）。2024 年，公司实现营业总收入 41.48 亿元，利润总额 1.52 亿元。

截至 2025 年 3 月末，公司资产总额 462.84 亿元，所有者权益 189.44 亿元（少数股东权益 3.87 亿元）。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 11.16 亿元，利润总额 0.02 亿元。

公司注册地址：山东省青岛市黄岛区漓江西路 1669 号 2 号楼户 21 层；法定代表人：张黎明。

### 二、宏观经济和政策环境分析

2025 年上半年出口拉动国民经济向好，工业产品价格探底。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，适时适度降准降息，采取多种措施治理内卷，创新推出债券市场“科技板”，增强金融对服务消费支持。面对风高浪急的关税冲突，始终坚持对等反制，取得资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。

2025 年上半年，随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期，市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定，国民经济延续回升向好态势，但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响，经济增长动力略显疲态。信用环境方面，5 月 7 日央行等三部委联合发布一揽子金融支持政策，采取降准降息、增设结构性货币政策工具、创设科创债券风险分担工具等方式稳经济。6 月，央行打破惯例两度提前公告并实施 1.4 万亿元买断式逆回购操作。

下半年，国际贸易体系不确定性仍未消除，政策协同应急需强化。随着基数升高，三、四季度经济增速较二季度或将有所回落，当前经济压力因素仍较多，经济增长仍需持续性积极有为的宏观政策呵护。下阶段，宏观政策或将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸，货币政策将维持适度宽松基调，降准降息仍有一定操作空间，存量与新增结构性工具的使用节奏将加快。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年上半年报）](#)》。

### 三、行业及区域环境分析

#### 1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投

<sup>7</sup> 后经机构改革，公司股东变更为黄岛区国有资产办公室，即现在的青岛西海岸国有资产管理局

企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2025 年城市基础设施建设行业分析》。

## 2 区域环境分析

青岛市为副省级城市和计划单列市，经济实力和财政实力在山东省内领先。西海岸新区是国家级新区，经济实力持续增长，财政自给程度高，公司经营发展的外部环境良好。

### (1) 青岛市

青岛市是全国 15 个副省级城市、5 个计划单列市之一，是国务院批复的全球海洋中心城市、国际性综合交通枢纽、国家历史文化名城。青岛市地处山东半岛东南部沿海，胶东半岛东部，东、南濒临黄海，与朝鲜半岛隔海相望。青岛市是中国东部沿海重要的港口城市，是沿黄流域和环太平洋西岸重要的国际贸易口岸和海上运输枢纽，青岛胶东国际机场、青岛港和四通八达的高速公路，构成了青岛市海陆空立体化的交通格局。截至 2024 年末，青岛市常住人口 1044.25 万人，比上年增加 7.10 万人；常住人口城镇化率为 78.87%，比上年末提高 0.57 个百分点。

图表 1 • 青岛市主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP (亿元)	14968.32	15760.34	16719.46
GDP 增速 (%)	3.9	5.9	5.7
固定资产投资增速 (%)	4.5	5.0	0.8
三产结构	3.2:34.8:62.0	3.1:33.4:63.5	3.0:34.2:62.8
人均 GDP (万元)	14.49	15.20	16.01

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《青岛市国民经济和社会发展统计公报》，2022—2024 年，青岛市地区生产总值（GDP）持续增长，增速波动增长。2024 年，青岛市 GDP 在山东省各地市中排名第 1 位。产业结构方面，青岛市以第三产业为主。2024 年，青岛市规模以上工业增加值增长 9.2%，全年规模以上工业中，高技术制造业<sup>8</sup>增加值比上年增长 12.8%，占规模以上工业增加值的比重为 12.1%；装备制造业<sup>9</sup>增加值增长 11.0%，占比为 53.0%，比上年提高 4.0 个百分点。固定资产投资方面，2024 年，青岛市固定资产投资增速下降。重点投资领域中，青岛市制造业投资增长 18.2%，其中，高技术制造业投资增长 45.6%；战略性新兴产业投资增长 5.5%，占固定资产投资的比重为 47.6%。房地产方面，2024 年，青岛市房地产开发投资 1511.8 亿元，比上年下降 11.8%，其中住宅投资 1219.6 亿元，下降 10.4%；商品房销售面积 1193.9 万平方米，下降 17.9%，其中住宅销售面积 925.1 万平方米，下降 23.5%。

图表 2 • 青岛市主要财力指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入 (亿元)	1273.31	1337.86	1339.26
一般公共预算收入增速 (%)	5.5	5.1	0.1
税收收入 (亿元)	881.3	1006.10	937.77
税收收入占一般公共预算收入比重 (%)	69.21	75.20	70.02

<sup>8</sup>高技术制造业包括医药制造业，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业，计算机及办公设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业，信息化学品制造业。

<sup>9</sup>装备制造业包括金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业。

一般公共预算支出（亿元）	1696.17	1718.80	1720.42
财政自给率（%）	75.07	77.84	77.84
政府性基金收入（亿元）	896.31	530.83	299.02
地方政府债务余额（亿元）	3079.63	3620.01	4382.57

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据青岛市财政预算和决算报告，2022—2024年，青岛市一般公共预算收入持续增长。2024年，青岛市一般公共预算收入规模在山东省各地市中排名第1位。2024年，青岛市税收收入下降6.8%，占一般公共预算收入比重有所下降。2024年，青岛市一般公共预算支出小幅增长，财政自给能力尚可。同期，受土地市场行情影响，青岛市政府性基金收入持续下降。截至2024年末，青岛市政府债务余额4382.57亿元，其中一般债务余额1145.59亿元，专项债务余额3236.98亿元。

根据青岛市统计局官网统计数据，2025年1—6月，青岛市GDP为8587.33亿元，按不变价格计算，同比增长5.3%。同期，青岛市完成一般公共预算收入708.56亿元。

## （2）西海岸新区

1984年10月，国务院批准设立青岛经济技术开发区，规划面积15平方公里。1992年5月，山东省、青岛市先后决定将青岛经济技术开发区扩展到黄岛区，两区体制合一，总面积达159平方公里。2012年12月，国务院批复同意撤销青岛市黄岛区、县级胶南市，组建新的黄岛区，以原青岛市黄岛区、县级胶南市的行政区域为新的黄岛区的行政区域。2014年6月，国务院批复同意设立西海岸新区，包括黄岛区全部行政区域，为全国第9个国家级新区。截至2024年末，西海岸新区常住人口203.41万人，常住人口城镇化率为84.41%。

西海岸新区陆域面积2128平方公里、海域面积5000平方公里，位于青岛市西岸，处于京津冀和长三角两大都市圈之间，环渤海经济圈的南缘，山东半岛蓝色经济区的核心地带。西海岸新区重点产业为新一代信息技术、高端装备、新能源新材料、现代海洋、医养健康、高端化工、现代高效农业、文化创意、精品旅游及现代金融等。

根据2017年5月发布的《青岛西海岸新区发展总体规划》，西海岸新区将构建“一核双港、多区联动、轴带贯通、组团发展”的总体格局，其中“多区”即前湾保税港区、青岛经济技术开发区、董家口循环经济区、中德生态园（2021年5月被认定为首批山东省省级国际合作园区，为青岛市唯一入选园区）、古镇口军民融合创新示范区、灵山湾影视文化产业区、西海岸国际旅游度假区、青岛海洋高新区、现代农业示范区和交通商务区十大功能区，功能区定位明确。

图表3·西海岸新区主要经济指标

项目	2022年	2023年	2024年
GDP（亿元）	4691.85	5003.38	5261.31
GDP增速（%）	4.8	6.0	5.8
固定资产投资增速（%）	5.1	5.2	-1.5
三产结构	1.97:35.89:62.14	1.91:34.02:64.07	1.82:33.85:64.33
人均GDP（万元）	23.54	24.92	25.87

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《青岛西海岸新区国民经济和社会发展统计公报》，2022—2024年，西海岸新区地区生产总值（GDP）持续增长，增速波动增长。2024年，西海岸新区GDP在青岛市各区县中排名第1。产业结构方面，西海岸新区以第三产业为主。2024年，西海岸新区规模以上工业增加值同比增长7.5%。固定资产投资方面，2022—2024年，西海岸新区固定资产投资增速波动下降，其中受第三产业下降幅度较大影响，2024年同比下降1.5%；制造业投资结构有所优化，制造业、高技术产业和工业技改投资分别增长19.7%、71.9%和22.6%。

图表4·西海岸新区主要财力指标

项目	2022年	2023年	2024年
一般公共预算收入（亿元）	223.29	231.80	231.54
一般公共预算收入增速（%）	6.7	3.8	--
税收收入（亿元）	153.67	182.34	168.61
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	68.82	78.66	72.82

一般公共预算上级补助收入（亿元）	82.34	73.13	60.11
一般公共预算支出（亿元）	251.88	235.76	219.87
财政自给率（%）	88.65	98.32	105.31
政府性基金收入（亿元）	211.01	140.48	28.75
政府性基金上级转移支付收入（亿元）	1.40	1.98	7.92
政府债务余额（亿元）	532.80	613.59	674.20

注：2022年一般公共预算收入增速为扣除留抵退税因素后增速  
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

财政收入方面，根据西海岸新区财政预算和决算报告，2022—2024年，西海岸新区一般公共预算收入波动增长，增速有所下降，2024年，西海岸新区一般公共预算收入在青岛市各区县排名第1位。2022—2024年，西海岸新区税收收入逐年增长，占一般公共预算收入比重波动上升，占比较高。同期，西海岸新区一般公共预算支出持续下降，财政自给率逐年上升，财政自给能力强。同期，受土地市场行情影响，西海岸新区政府性基金收入逐年下降。

根据西海岸新区政府官网统计数据，2025年1—3月，西海岸新区GDP为1273.49亿元，按不变价格计算，同比增长5.9%，固定资产投资同比增长0.2%。同期，西海岸新区完成一般公共预算收入95.1亿元，增长4.0%。

## 四、基础素质分析

### 1 竞争实力

**公司是西海岸新区重要的基础设施投资建设和国有资产运营主体，区域内主体职能定位较为清晰。**

公司股东融控集团为西海岸新区国资局直属的两大集团企业之一，重点实施西海岸新区战略性新兴产业、军工科技、重大基础设施建设投资工作，业务涉及交通、医疗、教育、股权投资等领域，区域地位高。西海岸新区另一区属国有资本投资运营主体为青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司（以下简称“海控集团”），服务于国家的海洋经济战略，主要负责西海岸新区5000平方公里海域的开发，并承担了西海岸新区内重大投资建设任务和国有资产运营职能。

公司是融控集团下属一级子公司，是西海岸新区重要的基础设施投资建设和国有资产运营主体，主要从事西海岸新区的基础设施建设、金融服务、房地产开发和贸易等业务。除公司外，融控集团其他主要子公司包括青科控股集团有限公司（以下简称“青科集团”）和青岛经济技术开发区投资控股集团有限公司（以下简称“经控集团”）等。其中青科集团主要负责西海岸新区教育基础设施建设，经控集团主要负责西海岸新区十大功能区中古镇口核心区和青岛经济技术开发区的基础设施建设，各家主体职能定位较为清晰。

### 2 人员素质

**公司主要管理人员具有政府任职经历和丰富的管理经验，员工素质能够满足公司日常经营需要。**

截至2025年6月末，公司拥有董事及总经理（由董事兼任）共7人。

张黎明先生，1974年出生，本科学历；曾任中国人民政治协商会议青岛市黄岛区委员会办公室副主任科员，青岛经济技术开发区管理委员会机关工会委员会办公室秘书二处主任科员、督查室综合处处长，新华锦集团有限公司办公室主任、人力资源部部长，青岛自贸招商投资有限公司董事、综合部部长，青岛西海岸文化旅游集团有限公司副总经理，青岛西海岸旅游投资集团有限公司（以下简称“西海岸旅游公司”）党委委员、董事、副总经理，融控集团副总裁；现任融控集团总裁、董事，2025年5月起任公司董事长。

包振宇先生，1972年出生，中共党员，在职研究生学历；历任黄岛区辛安街道党工委副书记、人大工作办公室主任，青岛经济技术开发区商务合作局调研员、招商一局局长、党组书记，青岛经济技术开发区招商局（已注销）局长，青岛经济技术开发区商务合作局调研员和中德联合集团有限公司副董事长、副总经理等职务；自2018年9月起任公司董事、总经理。

截至2025年6月末，公司合并口径员工447人。从文化程度来看，大专及以上学历员工84人，本科学历员工279人，硕士及以上学历员工84人。从年龄构成看，35岁及以下员工132人，36岁到50岁员工266人，51岁及以上员工49人。

### 3 信用记录

**公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部被列入全国失信被执行人名单。**

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（中征码：3702110000156853），截至 2026 年 1 月 20 日，公司本部无未结清关注类或不良类信贷记录；已结清的关注类中长期借款 2 笔，均已在 2011 年结清；已结清的关注类银行承兑汇票共 7 笔。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（中征码：3702110005564903），截至 2025 年 8 月 29 日，子公司青岛环亚太商贸股份有限公司（以下简称“环亚太公司”）本部无不良或关注类信贷信息记录，过往履约情况良好。

根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2025 年 9 月 18 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有重大行政处罚行为。

## 五、管理分析

### 1 法人治理

**公司建立了比较有效的法人治理结构，成员到位情况良好。**

公司根据《公司法》和国家有关法律、行政法规的规定，制定了公司章程。

公司设立董事会和经理管理层，不设股东会。2025 年 6 月，根据《公司法》相关规定并结合公司实际情况，经股东决定，公司取消监事会和监事，相关事项已完工工商变更登记，公司监事职能后续由审计委员会履行。

公司董事会成员共 7 名，其中职工代表董事 1 名，由职工代表大会选举产生，其余董事由国家授权投资的机构或者国家授权的部门按照董事会的任期委派或者更换。董事会设董事长 1 名，由国家授权投资的机构或者国家授权的部门从董事会成员中选定。董事每届任期三年，任期届满后，可连选连任。董事会行使向财政部门（国资部门）报告工作、执行财政部门（国资部门）的决议和决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司实行董事会领导下的总经理（总裁）责任制。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司内部管理机构设置方案等职权。

截至 2025 年 6 月末，公司董事及总经理已全部到位。

### 2 管理水平

**公司内部控制体系较为完善。**

公司建立了涵盖财务会计管理、预算管理、担保管理、投融资管理和子公司管理等方面的制度体系。

财务会计管理方面，公司制定了《财务管理制度》《财务报告制度》等制度，采用“统一会计政策和会计核算程序，分级核算，层层汇总合并”的会计核算体系，形成了一个包括会计机构设置、会计核算方法以及会计核算流程的会计系统。

预算管理方面，公司制定了《全面预算管理暂行办法》，规范全面预算编制、审批、执行、调整、考核等内容。根据该办法，公司实行统一计划、分级管理的预算管理体制，预算管理涵盖公司生产、经营和建设的各个环节，公司的经济活动全部纳入预算管理。

担保管理方面，公司制定了《担保管理制度》等相关办法，明确了担保标准及流程，对担保事项实行统一管理，集体决策，未经董事会批准，公司不得以任何形式提供担保，也不得与任何单位互保。

投融资管理方面，公司制订并执行了《项目投资管理办法》和《融资管理暂行办法》。投资方面，从投资业务的项目受理、评审、尽职调查、专家评审委员会审核、投资委员会审核、董事会审批等六个主要工作环节进行了规范；融资方面，投融资管理部是融资归口部门，负责提出公司本部融资方案，并负责落实，对公司所属企业融资事项进行动态跟踪管理。

子公司管理方面，公司通过向下属公司委派董事、财务经理和对下属公司实施工资总额控制等方式行使决策管理权。公司根据下属企业不同业务类型，从企业效益、企业运营、客户满意度、内部组织等方面设计国有资产保值增值等绩效考核指标，确保下属企业经营运作有效。

## 六、经营分析

### 1 经营概况

2022—2024年，公司营业总收入持续增长，收入结构有所变动，综合毛利率波动下降。

2022—2024年，公司营业总收入持续增长，收入主要来自贸易业务、房地产业务及金融服务业务等，2024年收入结构有所变动。其中，公司土地回购业务收入存在不确定性，2024年以来未实现相关收入；受煤炭业务规模缩减及大力拓展电解铜贸易影响，贸易业务收入波动增长；房地产业务收入持续下降；金融服务业务收入小幅波动；其他业务收入持续增长。毛利率方面，2022—2024年，公司业务综合毛利波动下降；2024年大幅下降主要是受毛利率低的贸易业务占比显著提升影响。

2025年1—3月，公司实现营业总收入11.16亿元，同比增长188.02%，主要系贸易业务规模同比大幅增长所致。同期，公司业务综合毛利率小幅下降。

图表5·公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024年			2025年1—3月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
贸易业务	23.37	64.59	1.73	17.34	46.27	1.65	32.53	78.42	0.02	9.88	88.50	0.32
工程代建业务	0.17	0.46	100.00	0.09	0.25	96.88	0.26	0.63	100.00	0.04	0.37	100.00
房地产业务	8.08	22.34	47.47	3.38	9.01	-1.11	2.40	5.79	10.02	0.09	0.83	-1.31
金融服务业务	1.59	4.39	72.11	1.65	4.40	68.92	1.17	2.82	52.32	0.13	1.20	48.72
土地回购业务	1.08	2.99	100.00	10.06	26.84	63.93	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
其他业务	1.89	5.23	25.33	4.96	13.24	31.14	5.12	12.35	28.55	1.02	9.10	41.36
合计	36.18	100.00	19.66	37.48	100.00	25.22	41.48	100.00	6.22	11.16	100.00	4.99

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

### 2 业务经营分析

#### (1) 工程代建业务

公司是西海岸新区重要的基础设施建设主体，在建代建项目尚需投资金额不大，暂无拟建项目。

公司基础设施项目主要通过与委托方签订代建协议的形式开展。公司负责办理项目立项、预算编制等前期手续，组织工程施工以及工程建设有关的招投标，组织竣工验收和结算。资金主要来自公司自有资金、政府专项债以及银行借款等。公司代建管理费采用净额法确认收入，毛利率高。截至2025年3月末，公司主要在建的代建项目计划总投资28.44亿元，已投资25.38亿元，尚需投资规模不大。其中，太行山路片区交通环境改造提升工程、瓦韩路工程（宝山至诸城）工程、保税物流中心周边基础设施改造及环境提升工程以项目周边土地净收益为政府专项债还本付息的资金来源，2023年老旧小区改造项目以小区内房屋、车位等资产出租为政府专项债还本付息的资金来源。同期末，公司暂无拟建的代建项目。

图表6·截至2025年3月末公司主要在建代建项目情况

项目名称	计划总投资（亿元）	已投资（亿元）
瓦韩路西延（宝山至诸城）工程	8.41	8.41
保税物流中心周边基础设施改造及环境提升工程	7.86	7.86
太行山路片区交通环境改造提升工程	3.37	2.87
2023年老旧小区改造项目	8.80	6.24
合计	28.44	25.38

注：瓦韩路西延（宝山至诸城）工程及保税物流中心周边基础设施改造及环境提升工程已完工但尚未结算  
资料来源：公司提供

此外，公司还负责西海岸新区部分特色小镇项目招标及代建工作，主要是负责协助西海岸新区内各镇政府做好特色小镇项目的融资、设计及建设任务。特色小镇项目的相关镇政府以青岛西海岸新区财政局拨付的特色小镇建设专项资金或项目补贴、镇政府财政预算列支等方式偿还公司所投资金，并以最终审计额另行计算相关代建费。截至2025年3月末，公司主要参与建设的特色

小镇项目包括大场镇特色小镇（美丽乡村）、六汪镇特色小镇（美丽乡村）、大村镇特色小镇（美丽乡村）和琅琊镇美丽乡村，上述项目已完成建设，总投资 8.75 亿元，已回款（收到的财政奖补资金）0.49 亿元。

## （2）贸易业务

2022—2024 年，受煤炭业务规模缩减及拓展电解铜业务影响，公司贸易业务收入波动增长。2024 年，公司贸易业务前五大客户及供应商集中度较高，部分早期贸易款项已计提坏账准备，存在资金回收风险。

公司贸易业务主要由子公司环亚太公司、城发集团（青岛）贸易发展有限公司（以下简称“城发贸易”）和城发投资香港有限公司（以下简称“城发香港”）负责运营，其中环亚太公司的贸易规模较大。

业务模式方面，公司通过锁定下游客户和上游供应商价格的方式控制业务风险，下游客户和上游供应商价格均根据市场情况，按照市场行情定价。贸易货种方面，环亚太公司和城发贸易主要负责国内贸易业务，贸易品种主要为电解铜、钢铁及煤炭等。城发香港是公司境外全资子公司，主要开展橡胶等产品的进口贸易业务。自 2019 年至今，公司贸易业务全部为国内贸易。公司早期部分贸易业务款项已计提坏账准备（详见资产质量-应收账款及其他应收款），关注资金回收风险；2023 年以来未发生坏账情况。账期方面，公司货种账期的差异主要源于货物特点及下游客户议价能力的差别，其中煤炭、钢铁账期一般为 2 个月，天然橡胶账期一般为 3 个月。

图表 7 • 公司贸易产品经营收入情况（单位：万元）

贸易产品	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
煤炭	139047.04	89018.86	46043.93	12507.72
钢铁	92696.86	57997.22	8124.03	5561.77
电解铜	--	25192.25	252553.30	62740.46
其他	1930.75	1199.87	18559.88	17962.17
合计	233674.65	173408.20	325281.14	98772.12

资料来源：公司提供

2022—2024 年，公司煤炭贸易规模逐步收缩。由于近年供应链市场环境较差，公司为控制风险，大力拓展电解铜贸易业务，2024 年贸易业务收入大幅增加；因其毛利率低，2024 年公司贸易业务毛利率较上年有所下降。针对电解铜贸易业务，公司采用先收后付模式，先行收取下游客户款项后再向上游支付款项，贸易风险相对可控。2024 年，公司贸易业务前五名供应商采购金额占采购总额的比重为 79.10%，前五名客户销售额占销售总额的 84.11%，上下游集中度均较高。

图表 8 • 2024 年公司贸易业务前五名供应商情况（单位：万元）

序号	供应商名称	企业性质	贸易品种	采购金额（含税）	占比（%）
1	浙江秦舟贸易有限责任公司	国有企业	电解铜	106188.24	32.65
2	广州鼎弘金属资源有限公司	民营企业	电解铜	49084.48	15.09
3	绵阳宏博环保有限公司	国有企业	电解铜	42746.68	13.14
4	青岛黄发贸易发展有限公司	国有企业	电解铜	33184.36	10.20
5	浙江裕合沅荣贸易有限公司	民营企业	电解铜	26044.57	8.01
	合计	--	--	257248.33	79.10

注：截至 2025 年 9 月 12 日，绵阳宏博环保有限公司存在 1 条被执行信息，执行金额为 56.95 万元  
资料来源：公司提供

图表 9 • 2024 年公司贸易业务前五名客户情况（单位：万元）

序号	客户名称	企业性质	贸易品种	销售金额（含税）	占比（%）
1	济宁港航发展集团物贸有限公司	国有企业	电解铜	108099.13	33.23
2	湖南华中铁水联运能源基地有限公司	国有企业	电解铜	98321.43	30.23
3	苏州苏投贵金属文化发展有限公司	民营企业	电解铜	30047.40	9.24
4	甘肃建投交通供应链管理有限公司	国有企业	电解铜	27262.13	8.38
5	临海品盛供应链科技有限公司	民营企业	电解铜	9855.58	3.03
	合计	--	--	273585.67	84.11

资料来源：公司提供

### (3) 房地产业务

公司房地产业务投资规模较大，完工及在售房地产项目整体去化进度一般，未来收益实现易受当地经济发展、房地产市场行情影响，需关注后续去化情况。

公司房地产业务主要为自营商品房、产业园和工业楼宇开发建设，项目开发区域集中在西海岸新区，业务运营主体主要为公司本部和子公司城发集团（青岛）启盛投资开发有限公司（以下简称“启盛公司”）。公司本部具有房地产开发一级资质，启盛公司拥有房地产开发二级资质。

公司房地产开发项目均为市场化销售，自负盈亏。受到房地产行业下行影响，2022—2024年，公司房地产业务收入持续下滑。截至2025年3月末，公司已完工及在售房地产项目总投资金额52.96亿元，累计回款40.97亿元。除长江瑞城外，其余项目去化进度一般。受长青华苑售价较低叠加地产项目财务费用较高影响，2023年公司房屋销售业务毛利率为负；2024年业务毛利率有所回升。

图表 10 • 截至 2025 年 3 月末公司主要已完工及在售房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	总投资金额	销售进度	已回款金额
长江瑞城	商业+住宅	21.07	住宅 98%，商业未开始销售	35.59
长青华苑	住宅	4.80	58%	1.52
创新科技园	高层工业楼宇	3.70	42%	1.03
和悦瑞城	住宅+人才公寓	7.79	住宅 41%，人才公寓未开始销售	1.02
灵湾瑞城	住宅	15.60	17%	1.81
<b>合计</b>	--	<b>52.96</b>	--	<b>40.97</b>

资料来源：公司提供

截至2025年3月末，公司在建房地产开发项目计划总投资23.70亿元，已投资13.72亿元，尚需投资一定规模。在建房地产项目中湖畔瑞城暂未开始预售。同期末，公司拟建房地产项目包括御海公馆和观山境，计划总投资11.89亿元，目前已投资金额均为前期土地支出，具体投资计划待定。公司房地产项目未来收益实现易受当地经济发展、房地产市场行情影响，需关注后续去化情况。

图表 11 • 截至 2025 年 3 月末公司主要在建及拟建房地产项目情况（单位：亿元）

	项目名称	计划总投资	已投资
在建项目	湖畔瑞城	8.10	4.57
	灵湾瑞城	15.60	9.15
	<b>小计</b>	<b>23.70</b>	<b>13.72</b>
拟建项目	御海公馆	1.63	0.34
	观山境	10.26	2.86
	<b>小计</b>	<b>11.89</b>	<b>3.20</b>

注：1. 上表在建项目已投资金额采用财务口径数据；2. 御海公馆项目自拿地后长期未开工建设系受青岛区政府规划原因导致项目方案变更影响，公司正在与有关部门协调中，变更情况尚未确定

资料来源：公司提供

### (4) 金融服务业务

公司金融服务业务客户多为区域内中小民营企业，存在多笔担保代偿及不良类信贷，需关注资金回收风险。公司典当业务资质已到期，后续拟不再续做该业务。

公司金融服务板块主要包括融资租赁、小额贷款及担保等业务。2024年，受典当业务资质到期及保理业务被限制经营范围影响，公司金融服务业务收入有所下降。2022—2024年，受毛利率相对较低的融资租赁业务占比提升影响，金融服务业务毛利率逐年下降。

图表 12·公司金融服务板块收入构成情况（单位：万元）

业务板块	2022年		2023年		2024年		2025年1—3月	
	营业收入	占比（%）	营业收入	占比（%）	营业收入	占比（%）	营业收入	占比（%）
融资租赁业务	6153.07	38.78	7031.21	42.64	7062.98	60.38	928.57	69.60
小额贷款业务	1923.94	12.13	2785.52	16.89	2060.85	17.62	178.93	13.41
典当业务	3358.99	21.17	548.07	3.32	136.58	1.17	133.58	10.01
担保业务	206.82	1.30	70.78	0.43	175.05	1.50	--	--
其他业务	4224.40	26.62	6054.62	36.71	2262.94	19.34	92.99	6.97
<b>合计</b>	<b>15867.22</b>	<b>100.00</b>	<b>16490.19</b>	<b>100.00</b>	<b>11698.40</b>	<b>100.00</b>	<b>1334.08</b>	<b>100.00</b>

注：上表其他业务主要为保理业务  
资料来源：公司提供

公司融资租赁业务主要由子公司城发集团（青岛）融资租赁有限公司（以下简称“城发租赁”）负责运营。城发租赁主要为各类服务运营商、品牌设备制造商、交通运输业、市政基础设施经营方等客户提供融资租赁服务。公司融资租赁业务基本采用等额本息方式还款。除了利息收入外，融资租赁业务还有手续费收入，一般按照每年 1% 一次性收取。截至 2024 年末，公司融资租赁业务放款余额为 2.37 亿元，逾期应收租赁款余额 0.41 亿元，应收租赁款不良率为 13.43%。

公司小额贷款业务主要由子公司青岛经济技术开发区恒信城市发展小额贷款有限公司负责运营，存续客户分布比较分散，贸易、建材、物流、能源和水产养殖领域均有涉及，发放贷款及垫款的主要客户为非关联方。截至 2025 年 3 月末，公司小额贷款业务放款余额为 4.45 亿元，其中正常类占 8.87%、次级类占 0.17%、损失类占 90.96%。对于目前存在逾期的主要客户，一般设有抵押或保证担保，公司正在通过协商或司法程序进行追偿。公司未来拟进一步缩减小额贷款业务规模，除部分优质存续客户的贷款续做外，拟不再增加对新客户的贷款投放。

公司典当业务主要通过子公司青岛元通投资有限公司（原名“青岛元通典当有限公司”，以下简称“元通投资”）负责运营，客户以山东省内民营企业和个人为主。截至 2025 年 3 月末，公司典当业务放款余额为 0.68 亿元，涉及不良贷款金额合计 0.38 亿元，不良率为 55.88%。针对不良类贷款，公司主要采取诉讼保全等法律措施进行处置和清收，通过向承接机构转让出售不良资产的形式，对典当业务不良资产进行了有效处置。元通投资典当业务资质已到期，到期后拟不再续做典当业务。

公司担保业务主要由青岛恒信融资担保有限公司（以下简称“恒信担保”）负责运营，恒信担保已取得山东省地方金融监督管理局（原山东省金融工作办公室）颁发的融资性担保机构经营许可证，主要提供工业企业银行贷款担保和个人创业贷款担保。截至 2025 年 3 月末，恒信担保在保责任余额及反担保责任余额均为 0.00 万元；共存在 13 笔代偿事件，代偿金额合计 0.72 亿元，代偿事件均有反担保措施（房产或土地抵押），公司正在以协商或司法程序进行追偿。

此外，公司还开展保理业务，主要由子公司城发集团（青岛）商业保理有限公司负责，2022—2024 年分别实现收入 0.42 亿元、0.61 亿元和 0.23 亿元，2024 年收入大幅下降主要系上级政府部门开始限制保理业务经营区域，公司部分前期业务到期无法续作所致。

### （5）土地回购业务

公司剩余待置换土地规模不大，未来土地回购业务收入存在不确定性。

2022 年，公司新增土地回购业务，主要系公司曾与黄岛区国土资源和房屋管理局签署“收回国有建设用地使用权补充协议书”，协议中约定黄岛区政府将通过协议收购形式收回公司持有的国有土地，协议约定的土地收回价款于约定时间前进行支付。2023 年，公司确认土地回购收入 10.06 亿元；2024 年及 2025 年 1—3 月，公司未实现相关收入。截至 2025 年 3 月末，公司“存货-开发产品”待置换土地账面价值为 6.49 亿元。由于公司需在完成土地交接后确认收入，因此土地交接时间较长，未来公司土地回购业务收入存在不确定性。

### （6）其他业务

公司物业租赁业务、服务业务等其他业务对公司收入形成一定补充。

公司其他业务包括物业租赁业务、服务业务、旅游业务及影视业务等。

物业租赁业务主要由公司本部及子公司城发集团（青岛）物业经营有限公司、城发集团（青岛）商业运营管理有限公司负责，收入主要来源于自持物业出租取得的租金收入以及为自营商品房提供保洁、绿化养护、清淤、车位、维修、供暖/制冷等相关服务取得的物业费收入。截至 2025 年 3 月末，公司主要租赁资产包括长江瑞城网点、永旺梦乐城商业中心、香江瑞城商铺、理工大学

公寓等。2022—2024 年及 2025 年 1—3 月，公司分别取得物业租赁收入 1.45 亿元、2.25 亿元、2.52 亿元和 0.67 亿元，业务毛利率分别为 41.31%、62.47%、56.19%和 62.17%。

公司服务业务收入主要包括手续费及佣金收入、人力资源服务收入及酒店收入等。其中，手续费及佣金收入主要来自邦美（青岛）科技有限公司开展的保险推广服务，系为保险公司提供市场营销推广。2022 年—2024 年及 2025 年 1—3 月，公司分别取得服务业务收入 0.29 亿元、2.35 亿元、2.28 亿元和 0.31 亿元，业务毛利率分别为 13.49%、7.15%、7.62%和 2.62%。

### 3 未来发展

未来，公司将继续实施“主业突出化、产业高端化、经营多元化、资本证券化、发展国际化”五大发展战略，构建贸易、城市建设、金融服务、地产、旅游开发、影视文化等业务板块。

## 七、财务分析

公司提供了 2022—2024 年度财务报表，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2022 年，公司新增 6 家一级子公司，均为新设成立；转让 1 家一级子公司。2023 年，公司合并范围内新增 1 家一级子公司，为新设成立。2024 年，公司合并范围内新增 1 家一级子公司，系外购获得。2025 年一季度，公司合并范围内一级子公司无变化。截至 2025 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司共 24 家。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则，变动子公司规模不大，整体财务数据可比性较强。

### 1 资产质量

公司资产规模持续增长；流动资产中以业务往来款为主的其他应收款和以项目投入为主的存货规模较大，部分应收类账款存在较大资金回收风险，投资性房地产能够获得稳定的租金收益，同时受限资产规模较大，公司整体资产质量一般。

图表 13 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>138.17</b>	<b>35.52</b>	<b>168.17</b>	<b>39.98</b>	<b>187.85</b>	<b>42.40</b>	<b>209.39</b>	<b>45.24</b>
货币资金	10.24	2.63	16.69	3.97	20.35	4.59	30.21	6.53
应收账款	8.25	2.12	7.34	1.75	7.96	1.80	8.01	1.73
其他应收款	61.97	15.93	54.65	12.99	57.16	12.90	64.87	14.01
存货	53.43	13.74	85.08	20.23	96.03	21.68	101.08	21.84
<b>非流动资产</b>	<b>250.86</b>	<b>64.48</b>	<b>252.47</b>	<b>60.02</b>	<b>255.17</b>	<b>57.60</b>	<b>253.45</b>	<b>54.76</b>
其他权益工具投资	77.48	19.92	72.40	17.21	72.25	16.31	72.25	15.61
长期股权投资	25.87	6.65	26.57	6.32	27.73	6.26	27.73	5.99
投资性房地产	82.28	21.15	86.43	20.55	89.92	20.30	89.38	19.31
<b>资产总额</b>	<b>389.03</b>	<b>100.00</b>	<b>420.64</b>	<b>100.00</b>	<b>443.02</b>	<b>100.00</b>	<b>462.84</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2022—2024 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 6.71%；流动资产占比逐年提升。

截至 2024 年末，公司货币资金主要为银行存款，其中受限规模为 13.42 亿元，主要为存单质押，受限比例为 65.93%。2022—2024 年末，公司存货持续增长，主要系项目持续投入及取得招拍挂土地资产所致。截至 2024 年末，公司存货主要由开发产品 41.02 亿元和开发成本 51.52 亿元构成，其中，开发成本主要为在建代建项目及房地产项目，开发产品主要是尚未转入投资性房地产的项目、已完工未销售完成的房地产项目和经开区财政局拟回购的房屋建筑物及土地等资产；累计计提跌价准备 163.15 万元。公司应收账款主要为应收项目款及贸易款，2024 年前五大应收款项占比为 79.78%，集中度较高。其中，公司对青岛青橡园贸易有限公司（0.46 亿元）、INTERNATIONAL WOODWORK CORPORATION INC（0.04 亿元）等公司的货款长期未收回，已全额计提坏账。截至 2024 年末，公司应收账款累计计提坏账准备 0.82 亿元。公司其他应收款主要为业务往来款，截至 2024 年末，公司其他应收款前五大单位应收款金额合计占比 68.57%，集中度较高；账龄在 3 年以上账款合计占比 72.18%，账龄偏长；累计计提坏账准备 9.73 亿元。其中，青岛中鲁投资有限公司（原得源投资集团有限公司）因经营持续亏损，净资产为负，出于谨慎性原则，公司对其计提坏账准备 3.67 亿元；青岛双月园投资有限公司及青岛邦倬置业有限公司均存在被执行信息及限高消费情况；公司对华

信国合控股有限公司（被列为失信被执行人，并破产重整）计提坏账准备 3.68 亿元（为全额计提），存在资金回收风险。

图表 14 • 截至 2024 年末公司前五大其他应收款明细

名称	款项性质	账龄	期末余额（万元）	占其他应收款期末余额的比例（%）
青岛中鲁投资有限公司	贸易业务往来款	3 年以上	203273.91	30.38
青岛优木投资有限公司	股权转让款	3 年以内	94003.00	14.05
青岛双月园投资有限公司	房地产业务往来款	3 年以内、3 年以上	70674.12	10.56
城发集团（青岛）文化科技发展有限公司	业务往来款	3 年以内、3 年以上	63509.64	9.49
青岛邦俾置业有限公司	业务往来款	3 年以上	27386.94	4.09
<b>合计</b>	--		<b>458847.62</b>	<b>68.57</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

截至 2024 年末，公司其他权益工具投资主要为对青岛西海岸公用事业集团有限公司（以下简称“公用事业集团”）、西海岸旅游公司等企业的投资。长期股权投资主要系对青岛开发区投资建设集团有限公司（以下简称“青岛开投集团”）、城发集团（青岛）开发投资股份有限公司等公司的投资。同期末，公司投资性房地产全部为采用公允价值计量模式的办公楼、酒店和公租房等资产，主要分布于青岛市黄岛区，用途均为出租，能获得稳定的租金收益。

截至 2025 年 3 月末，公司资产总额较上年末增长 4.47%，主要系货币资金及往来款规模增长所致；流动资产占比较上年末进一步提升。同期末，公司受限资产合计为 103.82 亿元，规模较大，占资产总额的比重为 22.43%，具体情况如下表。

图表 15 • 截至 2025 年 3 月末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（万元）	受限原因
货币资金	143194.30	存单质押
存货	417220.22	借款抵押
投资性房地产	455525.72	借款抵押
无形资产	2761.80	借款抵押
固定资产	19400.77	借款抵押
在建工程	102.43	借款抵押
<b>合计</b>	<b>1038205.23</b>	--

资料来源：公司提供

## 2 资本结构

### （1）所有者权益

公司所有者权益持续增长，其中实收资本和资本公积占比较高，权益结构稳定性较强。

2022—2024 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 7.85%，主要系公司获得资金注入导致资本公积增长及新增永续债导致其他权益工具增长所致。截至 2024 年末，公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具、其他综合收益和未分配利润分别占 16.44%、53.42%、9.22%、7.60%和 9.37%，实收资本和资本公积占比较高，权益结构稳定性较强。

截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益规模和构成较上年末变动不大。

图表 16 • 公司主要所有者权益情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	30.73	19.12	30.73	18.42	30.73	16.44	30.73	16.22
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	17.24	9.22	19.90	10.50
资本公积	94.11	58.57	97.63	58.51	99.84	53.42	99.84	52.70
其他综合收益	12.35	7.68	14.25	8.54	14.20	7.60	14.15	7.47
未分配利润	15.95	9.92	16.89	10.12	17.51	9.37	17.48	9.23

归属于母公司所有者权益	156.05	97.11	162.77	97.56	182.99	97.90	185.56	97.96
少数股东权益	4.64	2.89	4.08	2.44	3.92	2.10	3.87	2.04
所有者权益合计	160.69	100.00	166.85	100.00	186.91	100.00	189.44	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

## (2) 负债

公司全部债务规模持续增长，整体债务负担重，短期债务占比较高，各融资渠道中债权融资占比较高，公司债务结构及融资渠道有待优化。

图表 17·公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>87.43</b>	<b>38.29</b>	<b>139.34</b>	<b>54.90</b>	<b>130.44</b>	<b>50.93</b>	<b>142.67</b>	<b>52.18</b>
短期借款	21.82	24.96	30.92	22.19	44.75	34.31	48.68	34.12
应付账款	13.03	14.91	12.13	8.71	13.88	10.64	20.11	14.09
其他应付款	20.62	23.59	23.65	16.97	20.57	15.77	20.65	14.48
一年内到期的非流动负债	18.89	21.61	37.38	26.83	23.99	18.39	24.06	16.86
其他流动负债	3.43	3.93	25.63	18.40	14.72	11.29	14.77	10.35
<b>非流动负债</b>	<b>140.91</b>	<b>61.71</b>	<b>114.45</b>	<b>45.10</b>	<b>125.66</b>	<b>49.07</b>	<b>130.73</b>	<b>47.82</b>
长期借款	21.08	14.96	13.94	12.18	20.29	16.15	20.76	15.88
应付债券	109.44	77.66	85.93	75.08	90.54	72.05	95.82	73.29
<b>负债总额</b>	<b>228.34</b>	<b>100.00</b>	<b>253.79</b>	<b>100.00</b>	<b>256.10</b>	<b>100.00</b>	<b>273.41</b>	<b>100.00</b>

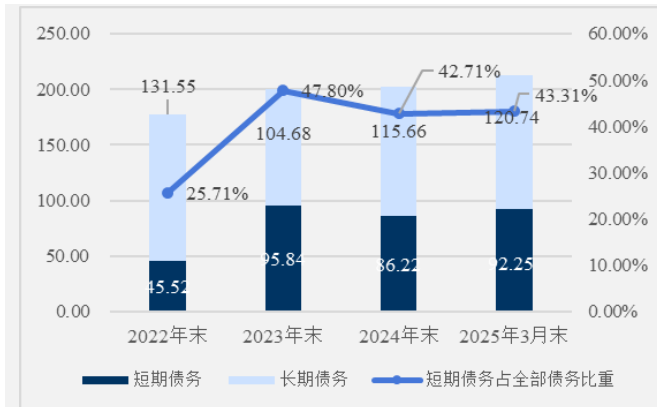
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2022—2024 年末，公司负债规模持续增长，负债结构较为均衡。截至 2024 年末，公司经营性负债主要体现在以工程款和贸易采购款为主的应付账款、以往来款为主的其他应付款等。

有息债务方面，本报告将其他流动负债（主要为短期融资券）和长期应付款带息部分纳入全部债务核算。2022—2024 年末，公司全部债务持续增长。截至 2024 年末，公司全部债务 201.88 亿元；短期债务占比下降至 42.71%。2022—2024 年末，公司资产负债率及全部债务资本化比率均波动下降，长期债务资本化比率持续下降。

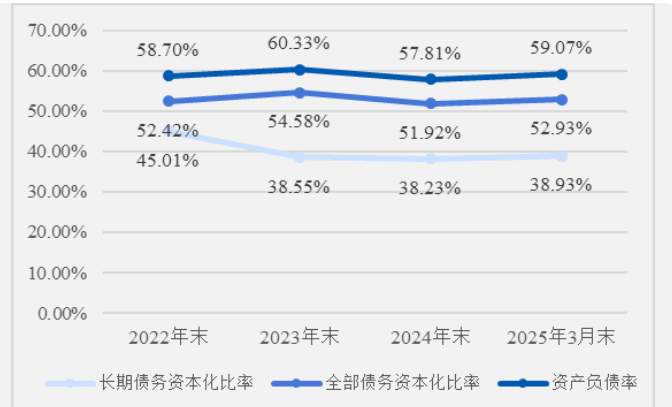
截至 2025 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 6.76%；全部债务 212.99 亿元，短期债务占比小幅上升至 43.31%，占比较高。同期末，公司全部债务（不考虑应付票据）中银行借款、债券融资及非标融资分别占 36.99%、54.42%及 8.59%。从债务指标来看，截至 2025 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年末小幅上升。整体看，公司整体债务负担较重，短期债务占比较高，债务结构及融资渠道均有待优化。

图表 18·公司债务规模及结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 19·公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

### 3 盈利能力

公司营业总收入持续增长，投资收益对公司利润总额的贡献度大，整体盈利指标表现一般。

2022—2024年，公司营业总收入持续增长，营业成本波动增长，营业利润率波动下滑。

非经常损益方面，公司投资收益主要由资金拆借利息收益、持有或处置长期股权投资和其他非流动金融资产取得的投资收益等构成。2022—2024年，公司投资收益占利润总额的比重为107.02%、169.20%和165.12%，投资收益对公司利润总额贡献大。

从盈利能力指标看，2022—2024年，公司总资本收益率及净资产收益率均持续下降，公司整体盈利指标表现一般。

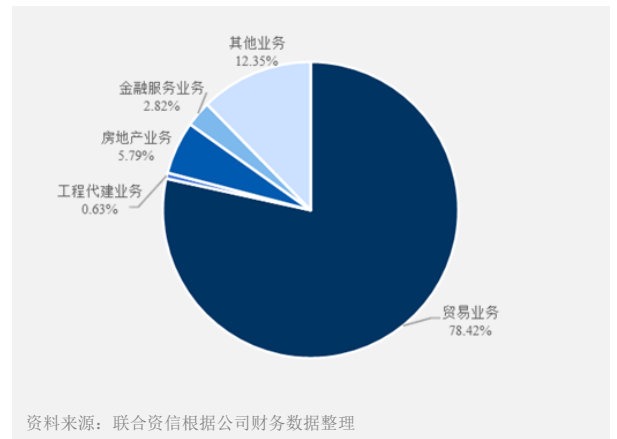
2025年1—3月，公司实现营业总收入11.16亿元，较上年同期增长188.02%，主要系贸易业务规模扩大所致。

图表 20 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
营业总收入	36.18	37.48	41.48	11.16
营业成本	29.06	28.03	38.90	10.60
期间费用	4.45	5.27	4.16	1.03
其他收益	2.20	0.04	0.04	0.00
投资收益	2.10	2.62	2.51	0.52
利润总额	1.96	1.55	1.52	0.02
营业利润率（%）	8.31	19.81	4.68	3.97
总资本收益率（%）	1.21	1.19	1.10	--
净资产收益率（%）	0.63	0.43	0.42	--

注：2025年1—3月其他收益为12.82万元  
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 21 • 2024年公司营业总收入构成



### 4 现金流

公司整体收现质量高，2024年，受往来款支出规模下降影响，公司经营活动现金净额由负转正；投资活动现金持续净流出。考虑到公司后续偿还债务及业务发展需要，公司未来存在较大的筹资压力。

图表 22 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
经营活动现金流入小计	46.46	45.74	56.98	16.96
经营活动现金流出小计	58.81	47.34	56.34	17.98
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-12.35</b>	<b>-1.60</b>	<b>0.64</b>	<b>-1.02</b>
投资活动现金流入小计	9.81	1.66	7.20	0.43
投资活动现金流出小计	13.20	8.38	7.89	0.24
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-3.38</b>	<b>-6.72</b>	<b>-0.69</b>	<b>0.20</b>
筹资活动现金流入小计	110.16	132.88	207.99	31.96
筹资活动现金流出小计	109.22	120.12	211.68	23.48
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>0.95</b>	<b>12.76</b>	<b>-3.69</b>	<b>8.48</b>
现金收入比（%）	90.21	81.11	111.67	128.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

公司经营活动现金流主要为主营业务产生的现金收支以及与政府单位、其他国有企业的往来款收支。2024年，受往来款支出规模下降影响，经营活动现金流净额由负转正，现金收入比上升至为111.67%，整体收现质量高。公司投资活动现金流入主要为赎回理财产品、股权退出、取得投资收益以及向关联企业拆借资金的收回等；投资活动现金流出由项目投入、对外投资以及向关联方拆借资金等活动产生。2022—2024年，公司投资活动现金流保持净流出。同期，公司筹资活动现金流入主要为发行债券和取得银行借款获得的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金。2024年，受偿债规模较大影响，公司筹资活动现金净额由正转负。考虑到公司后续偿还债务及业务发展需要，公司外部融资需求仍较大。

2025年1—3月，公司经营活动现金流净额由正转负，投资活动现金流净额及筹资活动现金流净额均由负转正。

## 5 偿债指标

公司偿债指标表现较弱，间接融资渠道较为畅通，或有负债风险相对可控。

图表 23 · 公司偿债指标

项目	指标	2022年(末)	2023年(末)	2024年(末)	2025年3月(末)
短期偿债指标	流动比率(%)	158.04	120.69	144.01	146.76
	速动比率(%)	96.92	59.63	70.39	75.92
	现金短期债务比(倍)	0.23	0.17	0.25	0.33
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	5.65	5.88	5.60	--
	全部债务/EBITDA(倍)	31.33	34.08	36.05	--
	EBITDA利息倍数(倍)	0.62	0.60	0.61	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债指标看，2022—2024年末，公司流动资产、速动资产对流动负债的保障程度均波动下降。截至2024年末，剔除受限货币资金后现金短期债务比为0.09倍。截至2025年3月末，公司短期偿债指标均较上年末有所上升。整体看，公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2022—2024年，公司EBITDA小幅波动，全部债务/EBITDA持续上升，EBITDA对利息的覆盖程度变动不大。整体看，公司长期偿债指标表现较弱。

截至2025年3月末，除子公司恒信担保的经营性担保业务外，公司对外担保余额17.15亿元，担保比率为9.05%，被担保企业均为区域内国有企业（包括青岛西海岸健康产业发展集团有限公司、青岛开投集团和青岛军民融合发展集团有限公司），被担保企业经营正常，公司或有负债风险相对可控。

截至2025年3月末，公司获得金融机构授信额度138.30亿元，尚未使用授信额度35.34亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

未决诉讼仲裁方面，截至2025年3月末，联合资信未发现公司本部存在金额500.00万元以上的重大未决诉讼仲裁。

## 6 公司本部财务分析

公司资产和权益仍主要来自于公司本部，营业总收入主要来自子公司，公司本部对子公司的控制力度较强。公司本部债务负担适中，但短期偿债压力较大。

截至2024年末，公司本部资产、负债及所有者权益分别占合并口径的90.59%、83.14%和100.80%。2024年，公司本部实现营业总收入4.86亿元，占合并口径的11.72%；利润总额2.42亿元，占合并口径的159.26%。截至2024年末，公司本部全部债务173.27亿元，占合并口径的85.83%；资产负债率和全部债务资本化比率分别占53.06%和47.91%，现金短期债务比为0.12倍。

公司重要子公司主要通过划转和投资设立产生，公司通过向下属公司委派董事、财务经理和对下属公司实施工资总额控制等方式行使决策管理权。整体看，公司本部对子公司的控制力度较强。

## 八、ESG分析

公司环境方面无监管处罚情况；公司履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度相对完善；ESG信息披露质量有待改善。整体来看，公司ESG表现尚可，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司基础设施建设和房地产开发等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，同时也会产生废水、废气等废弃物。截至2025年8月末，联合资信未发现公司近三年发生重大安全责任事故。

社会责任方面，公司纳税情况良好，为2024年度纳税信用A级纳税人。公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务。公司积极响应政府政策，2022—2024年，公司对外捐赠支出分别为86.99万元、25.10万元和23.32万元。

公司未设置专门的ESG管治部门或组织，未披露ESG相关报告。治理方面，公司战略规划较为清晰，且建立了较为完善的法人治理结构。截至2025年8月末，联合资信未发现公司近三年在信息披露及关联交易等方面存在违法违规事件。

## 九、外部支持

公司实际控制人具有很强的综合实力，公司是西海岸新区重要的基础设施投资建设和国有资产运营主体，在股权划转、资金注入及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

公司实际控制人为西海岸新区国资局。青岛市是全国 5 个计划单列市、15 个副省级城市之一。2024 年，青岛市经济、财政实力继续增长，税收收入占比高。截至 2024 年末，青岛市政府债务余额为 4382.57 亿元。西海岸新区为全国第 9 个国家级新区，2024 年，西海岸新区经济持续发展，财政自给程度高。整体看，公司实际控制人综合实力很强。

股权划转方面，2022 年，融控集团将公用事业集团 49.00% 股权无偿划入公司，公司增加资本公积 37.86 亿元。

资金注入方面，2022 年，公司收到青岛市黄岛区国库集中支付中心专项应付款调入资本公积 7.24 亿元。2023 年，公司收到青岛市黄岛区国库集中支付中心专项应付款调入资本公积 0.89 亿元；收到老旧小区改造项目专项款 0.50 亿元，计入资本公积。2024 年，公司收到老旧小区改造项目专项款 1.27 亿元，计入资本公积。

政府补助方面，2022—2024 年，公司分别收到政府补助 2.22 亿元、0.04 亿元和 0.04 亿元，计入其他收益和营业外收入。

## 十、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合评估，公司个体信用等级为 **bbb**，考虑到公司作为西海岸新区重要的基础设施投资建设和国有资产运营主体，在股权划转、资金注入及政府补助等方面持续获得有力的外部支持，外部支持提升 7 个子级，公司主体长期信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定。

**附件 1-2 城发投资集团有限公司评级方法、模型和打分表及结果**

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		5
<b>指示评级</b>				<b>bbb</b>
个体调整因素:				--
<b>个体信用等级</b>				<b>bbb</b>
外部支持调整因素: 政府支持				+7
<b>评级结果</b>				<b>AA<sup>+</sup></b>

**评级方法** [城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

**评级模型** [城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

**个体信用状况变动说明:** 公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

**外部支持变动说明:** 公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级未发生变动。

**评级模型使用说明:** 评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

**附件 1-3 城发投资集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	10.65	16.69	21.60	30.24
应收账款（亿元）	8.25	7.34	7.96	8.01
其他应收款（亿元）	61.97	54.65	57.16	64.87
存货（亿元）	53.43	85.08	96.03	101.08
长期股权投资（亿元）	25.87	26.57	27.73	27.73
固定资产（亿元）	18.17	16.04	17.19	17.09
在建工程（亿元）	13.93	18.73	18.11	18.11
资产总额（亿元）	389.03	420.64	443.02	462.84
实收资本（亿元）	30.73	30.73	30.73	30.73
少数股东权益（亿元）	4.64	4.08	3.92	3.87
所有者权益（亿元）	160.69	166.85	186.91	189.44
短期债务（亿元）	45.52	95.84	86.22	92.25
长期债务（亿元）	131.55	104.68	115.66	120.74
全部债务（亿元）	177.06	200.52	201.88	212.99
营业总收入（亿元）	36.18	37.48	41.48	11.16
营业成本（亿元）	29.06	28.03	38.90	10.60
其他收益（亿元）	2.20	0.04	0.04	0.00
利润总额（亿元）	1.96	1.55	1.52	0.02
EBITDA（亿元）	5.65	5.88	5.60	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	32.64	30.40	46.32	14.29
经营活动现金流入小计（亿元）	46.46	45.74	56.98	16.96
经营活动现金流量净额（亿元）	-12.35	-1.60	0.64	-1.02
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.38	-6.72	-0.69	0.20
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.95	12.76	-3.69	8.48
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	4.44	4.69	5.01	--
存货周转次数（次）	0.48	0.40	0.43	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.09	0.10	--
现金收入比（%）	90.21	81.11	111.67	128.00
营业利润率（%）	8.31	19.81	4.68	3.97
总资本收益率（%）	1.21	1.19	1.10	--
净资产收益率（%）	0.63	0.43	0.42	--
长期债务资本化比率（%）	45.01	38.55	38.23	38.93
全部债务资本化比率（%）	52.42	54.58	51.92	52.93
资产负债率（%）	58.70	60.33	57.81	59.07
流动比率（%）	158.04	120.69	144.01	146.76
速动比率（%）	96.92	59.63	70.39	75.92
经营现金流动负债比（%）	-14.12	-1.15	0.49	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.17	0.25	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	0.62	0.60	0.61	--
全部债务/EBITDA（倍）	31.33	34.08	36.05	--

注：1. 城发集团 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告将城发集团合并口径其他流动负债有息部分纳入短期债务核算，长期应付款有息部分纳入长期债务核算；3. “--”代表不适用

资料来源：联合资信根据城发集团财务数据及城发集团提供资料整理

## 附件 2-1 青岛西海岸新区融合控股集团有限公司主体信用分析

### 一、企业基本情况

青岛西海岸新区融合控股集团有限公司（以下简称“公司”）系根据《青岛西海岸新区国有资产管理办公室关于同意设立青岛西海岸新区融合控股集团有限公司的批复》（青西新国资〔2018〕131号）于2018年11月成立的国有独资公司，初始注册资本50.00亿元。2020年以来，青岛西海岸新区国有资产管理局（以下简称“西海岸新区国资局”）陆续实缴注册资本。截至2025年3月底，公司注册资本为50.00亿元，实收资本为12.50亿元，西海岸新区国资局为公司唯一股东及实际控制人。

公司主要从事青岛西海岸新区（以下简称“西海岸新区”）的基础设施建设业务，并同步开展房地产开发业务、贸易业务、制造业务、化工业务等。截至2025年3月底，公司本部设投资管理部和资金财务部等职能部门；纳入合并范围的一级子公司20家。

截至2024年底，公司合并资产总额2689.17亿元，所有者权益759.24亿元（含少数股东权益190.63亿元）；2024年，公司实现营业收入545.57亿元，利润总额4.74亿元。

截至2025年3月底，公司合并资产总额2847.06亿元，所有者权益766.87亿元（含少数股东权益190.95亿元）；2025年1—3月，公司实现营业收入135.98亿元，利润总额0.85亿元。

公司住所：山东省青岛市黄岛区长江中路485号国汇金融中心A座11楼；法定代表人：高树军。

### 二、宏观经济与政策环境分析

2025年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025年一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下一阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025年一季度报）](#)》。

### 三、行业及区域环境分析

#### 1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；在城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑

调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2025年城市基础设施建设行业分析》。

## 2 区域环境分析

青岛市为副省级城市和计划单列市，经济实力和财政实力在山东省内领先。西海岸新区是国家级新区，2024年经济总量在全国19个国家级新区中排第三位，经济实力持续增长，财政自给程度高，公司经营发展的外部环境良好。

### (1) 青岛市

青岛市位于山东省东南部，是全国15个副省级城市之一、5个计划单列市之一、中国现代海洋产业发展先行区、东北亚国际航运枢纽、一带一路新亚欧大陆桥经济走廊主要节点城市和海上合作战略支点。截至2024年底，青岛市总面积11293平方公里，下辖7个区（市南区、市北区、李沧区、崂山区、青岛西海岸新区、城阳区和即墨区）、代管3个县级市（胶州市、平度市和莱西市）。青岛市地处山东半岛东南部沿海，胶东半岛东部，东、南濒临黄海，与朝鲜半岛隔海相望。青岛市是中国东部沿海重要的港口城市，是沿黄流域和环太平洋西岸重要的国际贸易口岸和海上运输枢纽，青岛胶东国际机场、青岛港和四通八达的高速公路构成了青岛市海陆空立体化的交通格局。截至2024年底，青岛市常住人口1044.25万人，城镇化率78.87%。

图表1·青岛市主要经济指标

项目	2022年	2023年	2024年
GDP（亿元）	14968.32	15760.34	16719.46
GDP增速（%）	3.9	5.9	5.7
固定资产投资增速（%）	4.5	5.0	0.8
三产结构	3.2:34.8:62.0	3.1:33.4:63.5	3.0:34.2:62.8
人均GDP（万元）	14.49	15.20	16.01

注：部分年份人均GDP用当年GDP/当年常住人口估算

资料来源：联合资信根据《青岛市国民经济和社会发展统计公报》资料整理

根据《青岛市国民经济和社会发展统计公报》，2024年，青岛市地区生产总值（GDP）继续增长，增速小幅下降。2024年，青岛市GDP在山东省各地市中排名第一。产业结构方面，青岛市以第三产业为主。同期，青岛市规模以上工业增加值同比增长9.4%，采矿业增长124.4%，制造业增长9.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.8%；分大类行业看，35个工业大类行业中27个行业增加值比上年增长，增长面为77.1%。固定资产投资方面，2024年，青岛市固定资产投资增速有所下降，其中第一产业投资增长14.2%，第二产业投资增长15.1%，第三产业投资下降5.6%；重点投资领域中，制造业投资增长18.2%，其中，高技术制造业投资增长45.6%，战略性新兴产业投资增长5.5%，占固定资产投资的比重为47.6%。

图表2·青岛市主要财力指标

项目	2022年	2023年	2024年
一般公共预算收入（亿元）	1273.31	1337.85	1339.26
一般公共预算收入增速（%）	5.5	5.1	0.1
税收收入（亿元）	881.30	1006.09	937.77
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	69.21	75.20	70.02
一般公共预算支出（亿元）	1696.17	1718.95	1720.42
财政自给率（%）	75.07	77.83	77.84
政府性基金收入（亿元）	896.31	530.83	299.02
地方政府债务余额（亿元）	3079.63	3620.01	4382.57

资料来源：联合资信根据青岛市财政预算报告和决算报告整理

2024年，青岛市一般公共预算收入小幅增长，扣除留抵退税因素后增速有所下降，青岛市一般公共预算收入在山东省排名第一位。2024年，青岛市税收收入有所下降，占一般公共预算收入比重较高。同期，青岛市一般公共预算支出小幅增长，财政自给能力尚可。2024年，受土地市场行情影响，青岛市政府性基金收入明显下降。截至2024年底，青岛市政府债务余额4382.57亿元，其中专项债务余额3236.98亿元，一般债务余额1145.59亿元。

## (2) 西海岸新区

1984年10月，国务院批准设立青岛经济技术开发区，规划面积15平方公里。1992年5月，山东省、青岛市先后决定将青岛经济技术开发区扩展到黄岛区，两区体制合一，总面积达159平方公里。2012年12月，国务院批复同意撤销青岛市黄岛区、县级胶南市，组建新的黄岛区，以原青岛市黄岛区、县级胶南市的行政区域为新的黄岛区的行政区域。2014年6月，国务院批复同意设立西海岸新区，包括黄岛区全部行政区域，为全国第9个国家级新区。截至2024年底，西海岸新区常住人口203.41万人，常住人口城镇化率为84.41%。

西海岸新区陆域面积2128平方公里、海域面积5000平方公里，位于青岛市西岸，处于京津冀和长三角两大都市圈之间，环渤海经济圈的南缘，山东半岛蓝色经济区的核心地带。西海岸新区重点产业为新一代信息技术、高端装备、新能源新材料、现代海洋、医养健康、高端化工、现代高效农业、文化创意、精品旅游及现代金融等。

根据2017年5月发布的《青岛西海岸新区发展总体规划》，西海岸新区将构建“一核双港、多区联动、轴带贯通、组团发展”的总体格局，其中“多区”即前湾保税港区、青岛经济技术开发区、董家口循环经济区、中德生态园（2021年5月被认定为首批山东省省级国际合作园区，为青岛市唯一入选园区）、古镇口军民融合创新示范区、灵山湾影视文化产业区、西海岸国际旅游度假区、青岛海洋高新区、现代农业示范区和交通商务区十大功能区，功能区定位明确。

图表3·西海岸新区主要经济指标

项目	2022年	2023年	2024年
GDP（亿元）	4691.85	5003.38	5261.31
GDP增速（%）	4.8	6.0	5.8
固定资产投资增速（%）	5.1	5.2	-1.5
三产结构	1.97:35.89:62.14	1.91:34.02:64.07	1.82:33.85:64.33
人均GDP（万元）	23.54	24.92	25.87

注：人均GDP=当年GDP/当年常住人口估算

资料来源：联合资信根据《青岛西海岸新区国民经济和社会发展统计公报》整理

2024年，西海岸新区GDP继续增长，增速小幅下降；经济总量在全国19个国家级新区中排第三位。产业结构方面，西海岸新区以第三产业为主。2024年，西海岸新区规模以上工业增加值同比增长7.5%，其中，石油、煤炭及其他燃料加工业增长24%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长23%，化学原料和化学制品制造业增长7.6%。固定资产投资方面，2024年，西海岸新区固定资产投资同比下降1.5%，其中制造业投资同比增长19.7%，高技术产业投资同比增长71.9%，房地产开发投资同比下降22.6%。2024年，西海岸新区商品房销售面积319.7万平方米，同比下降18.2%。

图表4·西海岸新区主要财力指标

项目	2022年	2023年	2024年
一般公共预算收入（亿元）	223.71	231.80	231.54
一般公共预算收入增速（%）	2.7	3.8	1.2
税收收入（亿元）	153.67	180.22	168.61
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	68.82	77.86	72.82
一般公共预算支出（亿元）	251.88	244.19	219.87
财政自给率（%）	88.65	94.79	105.31
政府性基金收入（亿元）	194.63	140.48	28.75
地方政府债务余额（亿元）	532.81	613.59	674.19

资料来源：联合资信根据西海岸新区财政预算报告及财政决算报告整理

财政收入方面，2024年，西海岸新区一般公共预算收入增速为1.2%，税收收入占一般公共预算收入比重较高。2024年，西海岸新区一般公共预算支出有所下降，财政自给率有所上升，财政自给能力强。同期，受土地市场行情影响，西海岸新区政府性基金收入大幅下降。截至2024年底，西海岸新区政府债务余额674.19亿元，其中专项债务余额630.98亿元，一般债务余额43.21亿元。

## 四、基础素质分析

### 1 竞争实力

公司为西海岸新区国资局直属的两大集团企业之一，承担西海岸新区基础设施建设和现代产业发展等职能，区域地位高。

公司是青岛市西海岸新区政府在新一轮国企改革背景下，于2018年设立的区属国有资本投资运营公司。公司定位于支持西海岸新区基础设施建设和现代产业发展，承担了落实新区政府战略意图、引导全区经济创新发展的重要功能，并承担了区域内重大投资建设任务和国有资产运营职能。

西海岸新区国资局以其持有的城发投资集团有限公司（以下简称“城发集团”）、青岛军民融合发展集团有限公司（以下简称“融发集团”）、青科控股集团有限公司（以下简称“青科集团”）和青岛西海岸医疗健康发展有限公司股权出资成立公司。

西海岸新区国资局下属的另一大集团为青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司（以下简称“海控集团”）。海控集团服务于国家的海洋经济战略，未来将负责西海岸新区5000平方公里海域的开发。同时，海控集团部分子公司也从事原黄岛区范围内的基础设施建设。

图表 5 • 西海岸新区国资局直属城投公司概况（单位：亿元）

名称	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率（%）
公司	2689.17	759.24	545.57	4.74	71.77
海控集团	2100.45	691.39	516.86	10.63	67.08

注：表中数据为2024年度/底  
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

### 2 人员素质

公司主要管理人员管理经验丰富，员工结构能够满足公司经营管理需要。

截至2025年5月底，公司拥有高级管理人员4人，其中总裁1人，副总裁2人，以及财务负责人1人。

高树军先生，硕士学历；历任青岛市粮食局团委书记，青岛市粮油建筑设计院院长，青岛金麦园经贸有限公司副总经理、党委副书记，青岛黄岛发展（集团）有限公司党组书记、董事长；2018年11月起任公司董事长。

管恩军先生，硕士学历；历任胶南实华天然气有限公司总经理，青岛西海岸市政公用事业集团有限公司（后更名为青岛西海岸公用事业集团有限公司，以下简称“公用事业集团”）党委委员、董事、副总经理，青岛军民融合发展集团有限公司（以下简称“融发集团”）党委委员、副总经理，青岛西海岸医疗健康发展集团有限公司党委委员、副总经理，公司副总裁，公用事业集团董事、总经理；2025年5月起任公司董事、总裁。

截至2025年3月底，公司合并口径在职员工合计8131人。按受教育程度划分，公司有硕士及以上学历员工497人，本科学历员工3221人，本科以下学历员工4413人。从年龄看，公司员工中年龄在35周岁以下员工3446人，35~50周岁员工3848人，51周岁及以上员工837人。

### 3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91370211MA3NMLQ30R），截至2026年1月5日，公司本部无已结清和未结清不良类及关注类信贷信息记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91370211MA3QXLJUXD），截至2025年5月21日，子公司青岛经济技术开发区投资控股集团有限公司（以下简称“经控集团”）本部无已结清和未结清不良类及关注类信贷信息记录。

根据公司本部和子公司经控集团过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部和子公司经控集团无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2025年8月12日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被重大行政处罚的行为。

## 五、管理分析

### 1 法人治理

**公司建立了比较有效的法人治理结构，董事监事到位情况良好。**

公司按照《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规的规定制定公司章程。根据公司章程规定，公司设董事会、监事会和经营管理层。

公司不设股东会，由西海岸新区国资局行使股东权力。

公司设董事会，由 5~9 名董事组成，第一届董事会由 7 人组成（现有 8 人），随着公司的发展可增加为 9 人，其中：设董事长 1 名，副董事长 1~2 名，职工董事 2 名。董事长和非职工董事由西海岸新区国资局委派。职工董事 2 人，由公司职工代表大会选举产生。公司董事会每届任期为 3 年。董事任期届满，非职工董事经考核合格的可以连任，职工董事连选可以连任。公司董事会行使职权主要包含：执行股东的相关规定、决定，并向其报告工作，制定公司发展战略规划、按照公司发展战略规划，决定公司的经营方针和投资计划等。

公司设监事会，由 3~5 名监事组成，其中职工监事所占比例不低于三分之一，由职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 名，依照干部管理权限由股东任命。监事任期每届 3 年，可以连选连任。公司监事会主要行使职权包括检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督和列席董事会和经营班子会议等，并对决策事项提出质询或者建议。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。公司设副总经理 2 名和财务总监 1 名，协助总经理工作。

截至 2025 年 5 月底，公司董事会成员 8 人，监事会成员 5 人，均符合公司章程中约定的人数。

### 2 管理水平

**公司管理体系健全，内部控制制度可得到有效执行。**

根据公司的战略定位及管理需要，公司本部设投资管理部、资金财务部和风险防控部等部门，各部门职能分工明确。公司本部主要负责公司整体投融资管理及资金管控，业务落实主要由子公司负责。

公司财务管理实行“重点集中、分级管理、协同性”的财务管理体系。财务管理制度明确了公司资金财务部部门职责与会计人员岗位职责，包含会计工作交接制度、会计档案管理制度、会计信息披露及财务报告制度、发票、收据管理制度、资金管理制度、费用报销制度、固定资产管理制度等。

公司为规范关联交易管理，控制关联交易风险，制定了《青岛西海岸新区融合控股集团有限公司关联交易管理办法》，公司关联交易实行“统一领导、分级管理”的管理体制。公司董事会对关联交易规则和重大事项履行决策职能。

公司制定了子公司管理制度，明确了公司作为控股集团的权责事项，包括但不限于规划与投资监管、资本运营与收益管理、改革改组、产权管理、财务管理等，公司董事会是审批（核）事项的最高决策机构，在授权范围内行使审批职权，具体监管采取备案和审批（核）相结合的方式。

## 六、经营分析

### 1 经营概况

**公司业务多元化，2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，综合毛利率波动下降。**

公司业务多元化程度高，除基础设施建设外，公司还开展房地产开发业务、贸易业务、制造业务、化工业务等。2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，贸易业务是公司主要收入来源，但其毛利率水平低。2024 年，公司各业务板块中，除房地产开发业务外，其他主要业务板块收入均实现增长。2022—2024 年，公司综合毛利率波动下降，其中 2024 年毛利率下降主要系贸易业务、制造业务和化工业务毛利率下降所致。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 135.98 亿元，同比增长 14.89%，贸易业务收入占比进一步上升至 73.12%；综合毛利率为 4.92%。

图表 6 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
基础设施建设业务	25.31	6.55	9.24	33.74	6.81	8.34	35.77	6.56	11.93
房地产开发业务	18.48	4.78	23.59	16.20	3.27	11.45	12.07	2.21	16.16
贸易业务	293.73	76.06	1.45	336.30	67.91	1.55	372.29	68.24	1.03
制造业务	22.65	5.87	4.73	36.68	7.41	13.86	52.28	9.58	12.68
化工业务	--	--	--	38.67	7.81	7.71	48.53	8.89	5.71
其他	26.03	6.74	60.04	33.64	6.79	59.86	24.64	4.52	55.19
合计	386.19	100.00	7.16	495.24	100.00	7.69	545.57	100.00	6.06

注：公司其他业务主要包括粮食收储业务、物业租赁业务和金融服务业务等；合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成  
资料来源：联合资信根据公司提供整理

## 2 业务经营分析

### (1) 基础设施建设业务

公司基础设施建设类业务覆盖多种类型，其中市政基础设施建设项目已投资金额大，需关注结算及回款进度；教育基础设施项目资金回收周期长。公司在建及拟建的基础设施建设类项目尚需投资规模较大，公司未来资金支出压力较大。

公司基础设施建设业务分为市政基础设施建设、教育基础设施建设、村居改造业务和工程施工业务，主要由公司本部、子公司城发集团、青科集团、青岛西海岸交通投资集团有限公司（以下简称“西交投”）、经控集团及其下属的融发集团负责。

#### 市政基础设施建设业务

公司市政基础设施建设业务主要由融发集团本部及其子公司青岛开发区投资建设集团有限公司（以下简称“开投集团”）和西交投负责开展。项目资金来源方面，由相关建设主体进行前期垫付。项目建设期间，各建设主体按照工程进度确认相关收入，待项目竣工决算移交至委托方后，由委托方按照成本加成一定比例的收益进行结算。

2022—2024 年，融发集团（含开投集团）确认的基础设施工程收入分别为 14.26 亿元、13.19 亿元和 18.04 亿元，西交投确认的基础设施工程收入分别为 7.79 亿元、8.00 亿元和 10.59 亿元。截至 2024 年底，融发集团（含开投集团）已确认收入部分累计收到回款 6.17 亿元，西交投已确认收入部分累计收到回款 20.91 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建的市政基础设施建设项目计划总投资 383.74 亿元，已完成投资 384.08 亿元（已超概算）；已累计确认收入 154.99 亿元。截至 2024 年底，公司主要拟建基础设施项目为古镇口融合区的技术装备创新产业园项目，计划总投资 40.00 亿元，建设内容包括电子信息产业园、航空产业园、船舶海工产业园、新材料产业园、智能制造产业园、跨境电商产业园六个产业功能区和商务服务、生活服务两个配套片区。整体看，公司市政基础设施建设项目已投资金额大，需关注结算和回款进度。

图表 7 • 截至 2025 年 3 月底公司主要的在建市政基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
古镇口融合区市政道路和周边环境建设项目	50.00	99.65
转型发展区市政道路和周边环境建设项目	56.00	57.48
王台新动能产业基地核心启动区市政道路和周边环境建设项目	100.00	92.77
G204 拓宽改造工程	14.10	12.43
瓦韩路西延（宝山至诸城）工程	8.41	8.41
保税物流中心周边基础设施改造及环境提升工程	7.86	7.86
西海岸新区交通商务区基础设施建设项目	147.37	105.48
合计	383.74	384.08

注：1. 计划总投资系公司结合各功能区管委会下发的固定资产投资计划暂估的投资额，最终投资额以各功能区管委审计部门出具的竣工决算审计报告为准；2. 古镇口融合区市政道路和周边环境建设项目仍为在建状态，瓦韩路西延（宝山至诸城）工程和保税物流中心周边基础设施改造及环境提升工程尚未作竣工结算，仍在在建项目中列示；3. 已投资为公司实际支付的工程款项  
资料来源：公司提供

## 教育基础设施建设业务

公司教育基础设施建设业务主要由青科集团负责，建设内容涵盖幼儿园、中小学、职业教育、特教中心和中央美术学院等。公司自筹资金进行项目建设。

截至 2024 年底，青科集团已完成西海岸新区学校改扩建等工程 72 所，其中青科集团就临港九年一贯制学校等 19 个项目签订了相关协议，协议总价款为 14.53 亿元，回款进度较缓慢；青科集团就黄岛区安子小学、长城路小学等 42 个项目签订了《租赁合同》，租赁期限为 10~15 年，租赁金额合计 64.91 亿元，目前已收到租金规模较小；北京市二十一世纪国际学校青岛校区、中德应用技术学校二期、铁樾山路小学等 11 个项目系 2024 年完工，目前尚未进行竣工验收，且尚未投入运营产生收益，暂未转入投资性房地产科目。

截至 2024 年底，公司主要在建的教育基础设施建设项目计划总投资 26.12 亿元，已完成投资 4.74 亿元；在建项目尚未签订协议，未来拟通过签署租赁合同、收取租金的方式实现资金平衡，资金回笼周期长。拟建项目方面，公司拟建项目为华山小学、铁樾山路中学、山东科技大学附属学校等，计划总投资 17.58 亿元，业务模式与在建项目一致。

图表 8 • 截至 2024 年底公司主要在建的教育基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
中央美术学院青岛校区	13.68	3.93
烟台路小学	1.86	0.19
嘉陵江东路小学	1.56	0.20
崇文路小学	1.60	0.12
太行山路第二小学工程	1.56	0.10
新建衡山路中学	3.22	0.17
宝山幼儿园	0.30	0.01
五台山路中学	2.01	0.01
扩建隐珠小学	0.33	0.01
<b>合计</b>	<b>26.12</b>	<b>4.74</b>

资料来源：公司提供

## 村居改造

公司村居改造业务由开投集团负责运营。开投集团负责的项目包含台子沟社区和殷家河片区村居改造。

台子沟社区改造工程包括 A、B 两个地块，总占地面积 5.81 万平方米，总建筑面积 12.11 万平方米，项目计划总投资 8.39 亿元。截至 2025 年 3 月底，项目已投资 5.82 亿元。

殷家河片区改造涉及灵珠山和辛安 2 个街道，总建筑面积为 67.38 万平方米，计划总投资 38.65 亿元。截至 2025 年 3 月底，项目已投资 33.51 亿元，目前该项目已完工，总投资与已投资之间的差额系尚未与施工方结算的款项。

## 工程施工

公司工程施工业务收入主要来源于孙公司青岛市华鲁公路工程有限公司（以下简称“华鲁公路”）的公路施工业务，主要以公开招投标和分包的方式获取项目，公司根据客户或者发包方的要求进行施工，按照完工百分比法确认收入。2024 年，公司实现工程施工收入 6.90 亿元，毛利率为 9.65%。截至 2024 年底，华鲁公路在手市政道路及周边环境建设项目 28 个，合同金额合计 7.81 亿元，公司的工程施工业务规模一般。

### (2) 房地产开发业务

公司在建及拟建的房地产项目较多，后续存在一定资本支出压力；同时，房地产行业持续低迷背景下，需关注公司房地产项目未来去化情况。

公司房地产开发业务主要由城发集团、融发集团和开投集团负责。其中，城发集团拥有房地产开发一级资质，融发集团及开投集团均具有房地产开发二级资质。公司开发的商品房项目全部位于西海岸新区，公司采用市场化销售模式。2022—2024 年，受房地产行业不景气以及部分已完工房地产项目基本销售完毕影响，公司房地产开发收入持续下降，毛利率波动下降。

从项目销售情况来看，截至 2024 年底，公司主要已完工在售的房地产项目合计已投资 56.21 亿元，已回款 54.47 亿元，目前销售回款接近项目前期投资。截至 2024 年底，公司主要在建及拟建的房地产项目有融海公馆等 12 个项目，尚需投资 40.28 亿元，

后续存在一定资本支出压力；在建项目部分已实现销售 45.25 亿元，需关注后续去化情况。

土地储备方面，截至 2024 年底，公司土地储备为黄岛区王台镇王台中村东北、328 省道南户和 329 省道南户两块，地块面积合计 7.99 万平方米，土地性质为城镇住宅用地。

图表 9 • 截至 2024 年底公司主要已完工在售的房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	已投资金额	可售面积	已销售面积	去化率 (%)	回款金额
天成华苑	1.96	2.87	2.41	83.97	1.82
长江瑞城	21.07	15.87	15.81	99.62	35.59
城发·青岛创新科技园	3.70	4.85	1.17	24.12	1.03
保利开投徕卡公园东区	1.73	1.71	0.69	40.35	0.87
保利开投徕卡公园西区	7.17	10.12	8.97	88.64	8.77
长青华苑	4.80	2.34	0.66	28.21	1.52
中国科学院青岛科教园教职工公寓	9.59	10.30	4.81	46.70	3.85
和悦瑞城	6.19	3.96	2.75	69.44	1.02
<b>合计</b>	<b>56.21</b>	<b>52.02</b>	<b>37.27</b>	<b>71.65</b>	<b>54.47</b>

资料来源：公司提供

图表 10 • 截至 2024 年底公司主要在建及拟建的房地产项目情况（单位：亿元）

项目状态	项目名称	项目类别	计划总投资	已投资	已售金额
在建	高铁馨苑	住宅、商业、人才公寓	11.41	9.93	1.33
	复兴里	住宅、人才公寓	2.85	2.41	1.20
	湖畔瑞城	住宅	8.10	4.57	--
	灵湾瑞城	住宅	15.60	9.15	1.81
	融合嘉园	住宅	6.14	4.20	3.24
	融海公馆	住宅、商业	28.52	28.52	16.75
	博观星海	住宅	12.49	10.46	10.00
	蔚蓝新城	住宅、办公	15.50	6.77	0.06
	青岛印象·和	住宅	11.82	10.12	10.86
	青科淮河西路项目一期	住宅	10.60	8.51	--
拟建	御海公馆	商业+住宅	1.63	--	--
	观山境	商业+住宅	10.26	--	--
<b>合计</b>	--	--	<b>134.92</b>	<b>94.64</b>	<b>45.25</b>

注：1. 上表中建设周期及规划总投资系预计数据，或将因实际建设进度而有所变动；2. 御海公馆目前正在进行项目设计变更；3. 已投资为公司实际支付的工程款项；4. 融海公馆项目实际已完工，但未完成竣工结算手续，故仍体现在在建项目

资料来源：公司提供

### （3）贸易业务

公司贸易业务收入规模较大且持续增长，但毛利率较低。垫资采购模式占用公司资金，且部分上下游企业为民营企业，公司对部分贸易业务款项已计提坏账准备，需关注资金回收风险。

公司贸易业务主要由城发集团、开投集团和融发集团等子公司负责，贸易品种涉及煤炭、钢材、铜、农贸产品、铝锭等 10 多种产品，其中城发集团主要开展原木、风电设备、化工产品、机械设备等国内贸易和进出口贸易业务；开投集团主要开展煤炭、钢材、水泥、木材、棉花、冷冻水产品、橡胶等国内贸易和进出口贸易。公司贸易业务以内贸为主，2022—2024 年，公司贸易业务收入持续快速增长，毛利率较低。

开投集团下属公司青岛华欧集团股份有限公司主要负责煤炭贸易业务，该部分的煤炭贸易业务的模式为公司通过投标方式获取订单，然后根据订单量相应进行采购，赚取差价。煤炭采购主要采用电汇支付，支付周期为一个月左右，公司采购后将煤炭直接运至电厂交货，不涉及仓储，货到后电厂出具验收单，支付 80% 货款，待公司开具发票到位后，支付剩余货款，结算方式为电汇，煤炭贸易货款的回款周期大致为 2 个月。其他贸易品种的模式方面，公司一般通过锁定上下游客户及产品价格的方式控制业

务风险，公司一般收取下游客户10%~20%左右的定金，剩余资金由公司垫付。公司向上游供应商订货并根据合同约定的比例和时间进度支付货款或对外开立信用证，其中对外贸易主要采用信用证方式结算，国内贸易一般采取现金结算，待货物到港后收取下游客户剩余货款后将货权交付下游客户。其中，木材进口企业只有在偿付完信用证所有款项的情况下才可以得到全部货权。

从集中度看，2024年，公司向前五大供应商采购的产品主要为农资产品、化工产品、电解铜和煤炭等，合计采购额占采购总额的比重为26.96%；公司向前五大客户销售的产品主要为农资产品、化工产品、金属等，合计销售金额占销售总额的比重为23.78%。公司贸易板块整体上下游集中度一般，部分上下游企业为民营企业。垫资采购模式占用公司资金，公司对部分贸易业务款项已计提坏账准备（详见资产质量-应收账款及其他应收款），需关注资金回收风险。

图表 11 • 公司贸易板块销售情况（单位：亿元）

业务板块	2022年		2023年		2024年	
	销售金额	占比(%)	销售金额	占比(%)	销售金额	占比(%)
铜及有色金属	45.96	15.65	90.52	26.92	126.94	34.10
化工产品	24.86	8.46	41.74	12.41	51.73	13.89
煤炭	51.86	17.65	41.03	12.20	35.95	9.66
农产品、肉类	26.41	8.99	37.61	11.18	34.74	9.33
钢材及钢铁	37.67	12.82	30.61	9.10	38.53	10.35
橡胶	14.63	4.98	14.84	4.41	17.07	4.59
矿产品	10.35	3.52	13.73	4.08	9.16	2.46
油品	14.79	5.04	12.08	3.59	4.71	1.27
建筑材料	6.10	2.08	8.34	2.48	4.81	1.29
木材及原木	13.55	4.61	6.34	1.89	12.55	3.37
沥青	11.54	3.93	4.68	1.39	2.66	0.72
水产	3.97	1.35	0.48	0.14	0.30	0.08
铁精粉及铁矿石	2.00	0.68	0.16	0.05	0.39	0.10
汽车	0.53	0.18	0.01	*	*	*
其他	29.52	10.05	34.13	10.15	32.75	8.80
<b>合计</b>	<b>293.73</b>	<b>100.00</b>	<b>336.30</b>	<b>100.00</b>	<b>372.29</b>	<b>100.00</b>

注：1. 表中部分项目金额小，四舍五入后约为0.00，用\*替代；2. 合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成  
资料来源：公司提供

图表 12 • 2024年公司贸易业务前五名供应商情况（单位：亿元）

序号	供应商名称	产品	采购金额	占采购总额比例(%)
1	山东天弘化学有限公司	甲基叔丁基醚、二甲苯、丙烯	27.92	7.58
2	青岛德盛泽贸易有限公司	肉类、农产品	24.53	6.66
3	颐养健康实业集团有限公司	电解铜	19.16	5.20
4	青岛汇能供应链管理有限公司	煤炭	14.84	4.03
5	青岛自贸发展物产有限公司	橡胶	12.90	3.50
<b>合计</b>			<b>99.35</b>	<b>26.96</b>

注：合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成  
资料来源：公司提供

图表 13 • 2024年公司贸易业务前五名客户情况（单位：亿元）

序号	客户名称	产品	销售金额	占销售总额比例(%)
1	山东宏盈信石油化工有限公司	甲基叔丁基醚、二甲苯、丙烯	28.26	7.59
2	青岛万瑞通贸易有限公司	肉类、农产品	27.66	7.43
3	浙江温水贸易有限公司	锌	11.96	3.21
4	济宁港航发展集团物贸有限公司	电解铜	10.81	2.90

5	湖南华中铁水联运能源基地有限公司	电解铜	9.83	2.64
合计		--	88.51	23.78

注：合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成  
资料来源：公司提供

#### （4）制造业务

随着船舶订单的增长，公司船舶制造业务收入持续增长，在手合同规模大。2023年，随着融发核电设备股份有限公司（以下简称“融发核电”）纳入合并范围，公司新增高端装备机械制造业务，进一步充实了制造业务板块收入。

公司制造业业务包括船舶生产和销售、混凝土生产和销售、铸件生产和销售、开关柜销售及安装等业务，主要由融发集团及其下属子公司负责。

图表 14 • 公司制造业务收入构成情况（单位：亿元）

制造业务分类	2022年	2023年	2024年
船舶生产和销售	17.24	24.37	34.39
混凝土生产和销售	3.59	3.87	3.49
铸件生产和销售	0.30	0.26	0.37
开关柜销售及安装	0.83	0.64	0.53
高端装备机械制造	--	5.84	9.87
其他	0.70	1.70	3.63
合计	22.65	36.68	52.28

注：1. 2022年，由于融发集团收购上市公司融发核电，公司制造业业务板块新增高端装备机械制造业务，但融发核电并表时间为2022年底，故当年尚未新增相关收入；2. 合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成  
资料来源：公司提供

#### 船舶生产和销售业务

公司船舶生产和销售业务系2019年融发集团收购蓬莱中柏京鲁船业有限公司（以下简称“京鲁船业”）而来。京鲁船业成立于2006年4月，主营船舶及海洋工程装备制造业务，是中国船舶工业行业协会副会长单位、国家高新技术企业第一批符合工信部“船舶行业规范条件”的企业之一，年生产能力约100万载重吨，拥有30万吨干船坞1座，5万吨船台1座，5000吨举力浮船坞1座，35000吨举力浮船坞1座，1000吨和500吨造船门式起重机在内的造船专用设备设施齐全。

京鲁船业采购船板作为船舶建造的原材料，采用招标、报价的方式进行采购，采用电汇、承兑汇票的方式进行结算。船舶销售方面，京鲁船业的客户主要来自希腊、德国、巴西、韩国、斯里兰卡、日本、新加坡、中国大陆各地及中国台湾等地区，主要包括希腊LASKARIDIS公司、希腊CHARTWORLD航运公司、新加坡环球格雷斯公司、台湾隆顺渔业集团控股公司和长岛祥隆水运有限公司等。京鲁船业采取自行接单、投标的定价方式，采用电汇的结算方式。

截至2024年底，京鲁船业在建船舶54艘，其中商船39艘、远洋渔船15艘，合同金额合计185.91亿元。2022—2024年，公司船舶生产和销售收入持续增长。

图表 15 • 京鲁船业船舶销售情况（单位：艘、万元）

业务板块	2022年			2023年			2024年		
	销售量	销售金额	销售占比 (%)	销售量	销售金额	销售占比 (%)	销售量	销售金额	销售占比 (%)
商船	10	159708.00	92.66	10	218262.00	89.55	24	303144.71	88.16
远洋渔船	1	1765.00	1.02	3	16534.00	6.78	13	19939.35	5.80
公务船	--	--	--	1	517.00	0.21	1	14.16	0.00
坞修船	69	10878.00	6.31	100	8413.00	3.45	91	7107.24	2.07
其他	--	--	--	--	--	--	--	13663.14	3.97

注：以前年度销售的公务船于2024年另确认收入14.16万元  
资料来源：公司提供

#### 高端装备机械制造业务

高端装备机械制造业务系2022年融发集团收购融发核电而来，截至2024年底，公司持有融发核电27.00%的股权。融发核电

成立于 1997 年 11 月，证券代码为 002366.SZ，注册资本为 20.81 亿元，主要从事高端装备制造机械制造业务，为核电、能源、电力、石化、冶金等行业及国防提供重大技术装备、高新部件和技术服务。融发核电主要产品包括核电主管道、核电主泵泵壳、堆芯筒体件和堆芯支撑板件、海上浮动式核电装备、石化装备产品及其他行业用高端材料。融发核电采取“以销定产”的经营模式，根据在手订单情况制定生产计划、采购原材料并组织生产，采购方式主要有邀请式招标采购、电子询比价采购、议价核价采购。销售方面，融发核电一般以参与招标的方式进行销售，通过投标获得订单。融发核电产品主要在国内销售。2024 年，融发核电纳入公司制造业板块的收入为 9.87 亿元。从集中度来看，2024 年，融发核电前五大原材料供应商采购金额合计 2.47 亿元，占比为 15.97%，集中度不高；前五大销售客户销售金额合计 6.20 亿元，占年度销售额的 61.59%，集中度较高。

### (5) 化工业务

**公司化工业务系 2023 年将上市公司石大胜华新材料集团股份有限公司（以下简称“石大胜华”）纳入合并范围而新增，对公司收入形成补充，但毛利率水平不高。2025 年上半年，化工业务预计发生亏损。**

公司化工业务主要由经控集团下属公司石大胜华（证券代码 603026.SH）负责，石大胜华于 2023 年一季度纳入公司合并范围<sup>10</sup>，主要从事基本有机化工产品的生产和销售。石大胜华主要产品有碳酸二甲酯、碳酸丙烯酯、碳酸乙烯酯、碳酸甲乙酯等碳酸酯类产品和六氟磷酸锂、电解液特种添加剂、MTBE 等，已成为国内外多家锂离子电池电解液生产厂家的高品质溶剂原料供应商。2024 年，公司化工业务板块收入 48.53 亿元，毛利率为 5.71%。

石大胜华作为国内第一批碳酸二甲酯生产企业，在 2003 年建设了 5000 吨/年碳酸二甲酯装置，随后紧跟市场需求不断扩大市场规模，目前已成为国内规模较大、国际知名度较高的锂电池电解液溶剂供应商。同时，石大胜华具备五大碳酸酯溶剂、六氟磷酸锂及部分添加剂的生产能力，可实现 95%以上基础原材料自供，具有产业链配套优势，在保证原材料供应稳定的基础上，大幅降低原材料采购成本，同时避免由于外采原料品质差异造成的电解液产品质量波动。石大胜华目前已规划液态六氟磷酸锂产能作为电解液配套装置，液态六氟磷酸锂将大幅降低电解液生产成本，提高生产效率，同时有效保证电解液产品质量的稳定性。截至 2024 年底，石大胜华共拥有有效专利 460 项，其中发明专利 43 项、实用新型专利 417 项。2024 年，石大胜华新获授权发明专利数量 16 项，获授权实用新型专利 76 项。

上游采购方面，石大胜华根据原材料不同，分别采用比价采购或招标采购的采购方式。其中，比价采购的方式适合于甲醇、液氯、二氧化碳、环氧丙烷等原料的采购，即根据车间生产计划和市场行情确定采购计划，通过合格供应商询价、比价，确定合作供应商并签订采购合同。委托物料公司运输原料，质检部对原料进行验收。招标采购的方式适用于石灰、煤等大批量的需要按质定价的原料，即根据车间生产计划和市场行情确定采购计划，采购部门寻找供应商，发出招标申请，公司根据标书的相关约定确定供货商并签订合同。供应商送货上门，质检部对原料进行验收。石大胜华上游供应商主要为青岛石大海润石化科技有限公司、中石化化工销售（青岛）有限公司、SK CHEMICAL TRADING (HK) LIMITED 和长春融成智能设备制造股份有限公司等公司，主要采取电汇和信用证等方式进行结算。

下游销售方面，石大胜华采取直销和经销方式对外销售产品，客户分为终端客户和贸易商客户。两类客户的销售价格在同次交易中一致，不存在价格上的差异，并且针对贸易商客户也不支付任何销售佣金且不得销售退回。石大胜华下游销售客户主要为 PETROEAST SINGAPORE PTE.LTD、浙江自贸区东义源石化有限公司、山东神驰石化有限公司、托克能源（浙江）有限公司和山东誉朗国际贸易有限公司等公司，主要采取电汇和信用证等方式进行结算。石大胜华上下游供应商及客户较为稳定。

新建产能方面，石大胜华在建 22 万吨/年锂电材料生产研发一体化项目、30 万吨/年电解液项目和 10 万吨/年液态锂盐等项目，总投资为 42.72 亿元，截至 2024 年底已投资 28.09 亿元，项目产品为电解液、DMC 液态锂盐、EMC 液态锂盐、电解液添加剂、锂电池硅基负极材料等。

根据石大胜华发布的《石大胜华新材料集团股份有限公司 2025 年半年度业绩预亏公告》，石大胜华预计 2025 年上半年亏损 0.52~0.60 亿元，主要系武汉基地电解液装置产品正处于客户导入阶段，产量未达产，固定费用偏高及本年部分产品及原材料价格下降综合影响所致。

<sup>10</sup> 经控集团下属子公司青岛中石大控股有限公司（以下简称“石大控股”）、开投集团和融发集团分别持有石大胜华 8.31%、7.50% 和 7.50% 股份，分别在 2020 年 03 月 16 日、2021 年 06 月 23 日作出承诺，在 2023 年 07 月 15 日之前，石大控股放弃其所持有石大胜华的 8.31% 的股份所对应的全部表决权、提名权、提案权，融发集团及开投集团不谋求对胜华新材的控制权。后经双方协商同意，2023 年 1 月 3 日，石大胜华董事会审议豁免了股东融发集团、开投集团、石大控股及经控集团上述自愿性承诺，使得石大胜华的控股股东变更为石大控股，实际控制人变更为西海岸新区国资局。

## （6）其他业务

公司开展的类金融业务客户多为区域内中小民营企业，存在一定量的代偿和逾期规模，逾期或代偿款项的回收情况需持续关注。

公司其他业务较为多元，涵盖类金融业务、粮食收储和物业租赁等业务。下文主要就类金融业务展开分析。

公司类金融业务由城发集团负责，业务涵盖担保、小额贷款、典当和融资租赁等，此外公司还参股了青岛农村商业银行股份有限公司等。

公司担保业务主要由城发集团子公司青岛恒信融资担保有限公司（以下简称“恒信担保”）负责，恒信担保已取得山东省地方金融监督管理局（原山东省金融工作办公室）颁发的融资性担保机构经营许可证，主要提供工业企业银行贷款担保和个人创业贷款担保。截至 2025 年 3 月底，恒信担保在保责任余额及反担保责任余额均为 0.00 万元，根据公司反馈，恒信担保暂时未计划大规模开展担保业务，未来将根据市场情况确定；共存在 13 笔代偿事件，代偿金额合计 0.72 亿元，代偿事件均有反担保措施（房产或土地抵押），公司正在以协商或司法程序进行追偿。

公司小额贷款业务主要由城发集团子公司青岛经济技术开发区恒信城市发展小额贷款有限公司（以下简称“恒信小贷”）负责，恒信小贷主营业务为黄岛区中小企业办理各项小额贷款业务，并提供小企业发展、管理、财务等咨询业务。具体运营方面，恒信小贷存续客户分布比较分散，贸易、建材、物流、能源和水产养殖领域均有涉及，发放贷款及垫款的主要客户为非关联方。截至 2025 年 3 月底，公司小额贷款业务放款余额为 4.45 亿元，其中正常类占 8.87%、关注类占 0.16%、次级类占 0.71%、可疑类占 0.36%和损失类占 87.15%。对于目前存在逾期的主要客户，一般设有抵押或保证担保，公司正在通过协商或司法程序进行追偿。公司未来拟进一步缩减小额贷款业务规模，除部分优质存续客户的贷款续做外，拟不再增加对新客户的贷款投放。

公司典当业务主要通过子公司青岛元通投资有限公司（原名“青岛元通典当有限公司”，以下简称“元通投资”）负责运营，客户以山东省内民营企业和个人为主。截至 2025 年 3 月底，公司典当业务放款余额为 0.68 亿元，涉及不良贷款金额合计 0.38 亿元，不良率为 55.88%。针对不良类贷款，公司主要采取诉讼保全等法律措施进行处置和清收，通过向承接机构转让出售不良资产的形式，对典当业务不良资产进行了有效处置。元通投资典当业务资质已到期，到期后拟不再续做典当业务。

公司融资租赁业务主要由城发集团子公司城发集团（青岛）融资租赁有限公司（以下简称“城发租赁”）负责运营。城发租赁主要为各类服务运营商、品牌设备制造商、交通运输业、市政基础设施经营方等客户提供融资租赁服务。公司融资租赁业务基本采用等额本息方式还款。除了利息收入外，融资租赁业务还有手续费收入，一般按照每年 1%一次性收取。截至 2024 年底，公司融资租赁业务放款余额为 2.37 亿元，逾期应收租赁款余额 0.41 亿元，应收租赁款不良率为 13.43%。

## 3 未来发展

公司将深度融入融合创新国家战略，继续推进融合创新政策转化、资源整合、产业集聚、资本运作，落实政府投资主体和市场运营主体，以市场化手段加快战略拓展和企业扩张。

## 七、财务分析

公司提供了 2022—2024 年度财务报表，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。公司根据最新的会计准则及相关规定编制财务报表。本报告 2022—2024 年度财务数据来自公司 2022—2024 年度审计报告期末数或本期数。

合并范围变动方面，2022 年，公司合并范围一级子公司较上年底无偿划入 1 家子公司，为西交投。2023 年，公司合并范围新增子公司 8 家，为非同一控制下企业合并；因丧失控制权减少 1 家子公司。2024 年，公司合并范围新增子公司 2 家，为新设立。2025 年一季度，公司合并范围无变动。截至 2025 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司 20 家。整体看，公司合并范围变动涉及的子公司规模不大，公司财务数据可比性强。

2025 年 5 月，根据西海岸新区国资局《关于将融控集团持有的医疗集团 100%股权无偿划转至区国资局的通知》，将公司持有的青岛西海岸健康产业发展集团有限公司（以下简称“健康产业公司”）100%股权无偿划转至实际控制人西海岸新区国资局。健康产业公司 2024 年底总资产、净资产以及 2024 年营业收入和净利润分别为 93.87 亿元、34.40 亿元、5.06 亿元和 0.06 亿元，分别占公司 2024 年（底）财务指标的 3.49%、4.53%、0.93%和 1.65%；本次无偿划转导致公司单次合并口径净资产减少 34.40 亿元，占最近一期（2025 年 3 月底）净资产的 4.49%。本次无偿划转事项对公司资产及净资产规模产生一定影响，对公司收入及利润影响小。

## 1 资产质量

公司资产规模持续增长，以开发成本为主的存货及投资性房地产占比较高，应收账款和其他应收款坏账计提金额较大，存在资金回收风险，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

图表 16·公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>1146.47</b>	<b>57.52</b>	<b>1390.74</b>	<b>59.20</b>	<b>1580.20</b>	<b>58.76</b>	<b>1723.86</b>	<b>60.55</b>
货币资金	191.99	9.63	245.68	10.46	241.45	8.98	299.93	10.53
应收账款	74.19	3.72	78.97	3.36	85.68	3.19	98.91	3.47
其他应收款	117.28	5.88	103.61	4.41	105.72	3.93	119.04	4.18
存货	572.90	28.74	749.09	31.89	846.88	31.49	908.51	31.91
合同资产	69.43	3.48	109.05	4.64	150.95	5.61	151.28	5.31
<b>非流动资产</b>	<b>846.77</b>	<b>42.48</b>	<b>958.35</b>	<b>40.80</b>	<b>1108.97</b>	<b>41.24</b>	<b>1123.20</b>	<b>39.45</b>
其他权益工具投资	89.34	4.48	90.51	3.85	92.74	3.45	92.74	3.26
长期股权投资	145.37	7.29	93.59	3.98	170.43	6.34	183.41	6.44
投资性房地产	305.57	15.33	360.45	15.34	392.00	14.58	393.95	13.84
固定资产	52.21	2.62	86.31	3.67	144.43	5.37	142.60	5.01
在建工程	119.40	5.99	164.70	7.01	144.17	5.36	148.99	5.23
<b>资产总额</b>	<b>1993.24</b>	<b>100.00</b>	<b>2349.09</b>	<b>100.00</b>	<b>2689.17</b>	<b>100.00</b>	<b>2847.06</b>	<b>100.00</b>

注：其他应收款含应收股利及应收利息

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度整理

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 16.15%。截至 2024 年底，公司资产规模较上年底增长 14.48%，主要系存货、合同资产、长期股权投资和投资性房地产增长所致。公司货币资金主要由银行存款（占 48.79%）和其他货币资金（占 51.21%）构成，其中受限货币资金 151.46 亿元，主要为银行借款质押和各类保证金等，受限比例为 62.73%。公司应收账款主要为应收基础设施建设项目回款、贸易款和船舶销售款等，2024 年前五大应收款项占比为 21.75%，集中度较低。公司应收账款累计计提坏账准备 18.37 亿元，计提比例为 17.65%，其中 2022 年新纳入合并范围的子公司融发核电因交易对手方破产清算或项目暂停等原因共计提坏账准备 5.10 亿元<sup>11</sup>，计提比例 84.13%；2023 年纳入合并范围的青岛捷能汽轮机集团股份有限公司<sup>12</sup>对于部分应收账款计提坏账准备合计 7.95 亿元，计提比例 99.72%；对青岛青橡园贸易有限公司（0.46 亿元）、INTERNATIONAL WOODWORK CORPORATION INC（0.04 亿元）等公司的货款长期未收回，已全额计提坏账。公司其他应收款主要系贸易业务及工程业务产生的项目合作款和资金拆借款，账龄以 1 年以内和 3 年以上为主，应收对象大多为民企，累计计提坏账准备 30.53 亿元。其中，与华信国合控股有限公司（以下简称“华信控股”）的 3.67 亿元系四笔化工产品贸易合同项下的应收贸易款，鉴于华信控股及其实际控制人上海华信国际集团有限公司已被列入失信被执行人名单、存在破产案件，上述款项的回收具有很大不确定性，已全额计提坏账准备；此外，为支持青岛中鲁投资有限公司（以下简称“中鲁投资”）业务（主要为从巴拿马进口木材等原材料和在巴拿马购买森林采伐权等）发展，城发集团对中鲁投资持股 45%且对中鲁投资存在大额资金拆借，截至 2024 年底应收中鲁投资款项为 20.33 亿元，由于中鲁投资近年来持续亏损，故截至 2024 年底，公司针对中鲁投资的其他应收款计提了 3.67 亿元的坏账准备。公司存货主要为基础设施建设业务和房地产开发业务形成的开发成本（765.89 亿元）、开发产品（28.64 亿元），以及贸易业务形成的库存商品（37.10 亿元）等。公司合同资产主要系应收工程合同款，截至 2024 年底已增至 151.93 亿元，对公司资金形成一定占用。公司其他权益工具投资较上年底略有增长，主要投资对象为公用事业集团、青岛西海岸旅游投资集团有限公司、上海浦青海西投资管理合伙企业（有限合伙）、青岛海发国有资本投资运营集团有限公司、山东省科创新动能创业投资基金合伙企业（有限合伙）和东营银行股份有限公司；2024 年，公司其他权益工具投资实现的投资收益为 0.35 亿元。公司长期股权投资较上年底增长 82.11%，

<sup>11</sup> 收购融发核电时公司未就计提坏账准备部分支付交易对价。

<sup>12</sup> 该公司系子公司开投集团通过签订《青岛捷能汽轮机集团股份有限公司等十公司实质合并重整案重整投资协议》收购，交易对价为 18.31 亿元，公司未就计提坏账准备部分支付交易对价。

主要系公司接受青岛青科新经济产业园发展集团有限公司<sup>13</sup>无偿转让的青岛青科产业园区运营管理有限公司<sup>14</sup>（以下简称“青科产业园公司”）49%股权，新增对山东鲁中高速铁路有限公司（以下简称“鲁中高铁公司”）股权投资，同时向青岛西海产业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“西海产业基金”）追加投资所致；公司主要投资对象为青岛转转科技有限公司、青科产业园公司、西海产业基金、城发集团（青岛）开发投资股份有限公司、鲁中高铁公司和青岛甲天下创远投资管理合伙企业（有限合伙）等；2024年，公司长期股权投资实现投资收益-0.08亿元。公司投资性房地产全部为采用公允价值计量模式的办公楼、酒店和公租房等资产，主要分布于青岛市黄岛区，用途均为出租，能获得稳定的租金收益。公司投资性房地产较上年底增长8.75%，主要系存货、固定资产与在建工程转入，以及公允价值增值所致。公司固定资产有所增长，在建工程有所下降，主要系部分项目完工转固所致。公司固定资产主要为公司自用的办公楼、厂房等房屋建筑物（84.93亿元）及机器设备（55.22亿元）。公司在建工程主要为厂房建设、妇儿医院西海岸院区、理工大学项目、青岛西海岸肿瘤医院、环轧项目及其他项目投资，主要在建项目计划总投资154.90亿元，资金来源主要为公司自筹，将通过后期运营实现收入。

截至2024年底，公司受限资产占总资产比重为22.12%，公司资产受限规模较大。截至2025年3月底，公司资产规模保持增长，资产结构较上年底变动不大。

图表 17 • 截至 2024 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	受限原因
货币资金	151.46	银行借款质押、票据保证金、信用保证金、保函保证金
存货	171.96	银行借款抵押
其他权益工具投资	3.38	银行借款抵押
在建工程	11.35	银行借款抵押
固定资产	40.46	银行借款抵押
投资性房地产	209.71	银行借款抵押
无形资产	6.54	银行借款抵押
存出保证金	*	对外担保存出的保证金
<b>合计</b>	<b>594.85</b>	--

注：\*值实际为 62.14 元  
资料来源：公司提供

## 2 资本结构

### （1）所有者权益

公司所有者权益规模持续增长，少数股东权益和其他综合收益合计占比较高，公司所有者权益结构稳定性一般。

2022—2024 年底，受益于政府增资、资产注入及股权划转，公司实收资本、资本公积及少数股东权益均有所增长，带动公司所有者权益持续增长。具体分析见后文“外部支持”部分。

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 18.85%，主要系政府向公司无偿划转青科产业园公司股权，同时向公司注入资金 9.98 亿元，并划入资产 1.57 亿元带动资本公积增长所致。公司所有者权益中少数股东权益和其他综合收益合计占比较高，公司所有者权益结构稳定性一般。

自 2019 年起，公司注册资本金陆续实缴到位，2025 年 3 月底公司实收资本增至 12.50 亿元。公司其他权益工具为公司及子公司发行的永续中票、永续公司债及永续信托贷款，截至 2024 年底，其他权益工具较上年底大幅增长，主要系新增发行可续期公司债所致。公司其他综合收益较上年底有所增长，主要为投资性房地产公允价值增值。公司未分配利润波动增长，主要为留存收益。公司少数股东权益持续增长，主要系持有石大胜华股权所致。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益较上年底有所增长，结构较上年底变化不大，公司所有者权益结构稳定性一般。

<sup>13</sup> 青岛青科新经济产业园发展集团有限公司的唯一股东为青岛市黄岛区国有资产发展中心。

<sup>14</sup> 青岛青科产业园区运营管理有限公司的资产构成以砂石资源形成的存货为主，后续拟负责西海岸新区的砂石销售业务。

图表 18 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

所有者权益	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	3.41	0.57	10.18	1.59	12.50	1.65	12.50	1.63
其他权益工具	21.94	3.64	2.99	0.47	26.80	3.53	29.45	3.84
资本公积	367.09	60.87	376.74	58.97	441.10	58.10	445.05	58.03
其他综合收益	39.15	6.49	45.62	7.14	50.74	6.68	50.69	6.61
未分配利润	34.67	5.75	34.39	5.38	37.43	4.93	38.18	4.98
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>466.28</b>	<b>77.32</b>	<b>469.96</b>	<b>73.57</b>	<b>568.61</b>	<b>74.89</b>	<b>575.92</b>	<b>75.10</b>
少数股东权益	136.80	22.68	168.86	26.43	190.63	25.11	190.95	24.90
<b>所有者权益</b>	<b>603.08</b>	<b>100.00</b>	<b>638.82</b>	<b>100.00</b>	<b>759.24</b>	<b>100.00</b>	<b>766.87</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季报整理

## （2）负债

公司债务规模持续较快增长，整体债务负担较重，短期债务占比进一步上升，债务结构有待优化。

2022—2024 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 17.83%。截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增长 12.84%，主要系短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和长期借款增长所致。

图表 19 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>606.95</b>	<b>43.66</b>	<b>796.43</b>	<b>46.57</b>	<b>942.39</b>	<b>48.83</b>	<b>1041.09</b>	<b>50.05</b>
短期借款	120.00	8.63	221.32	12.94	285.88	14.81	307.09	14.76
应付票据	68.78	4.95	59.97	3.51	89.21	4.62	119.16	5.73
应付账款	81.94	5.89	91.01	5.32	91.18	4.72	100.77	4.84
其他应付款	73.52	5.29	81.14	4.74	97.70	5.06	95.85	4.61
一年内到期的非流动负债	140.82	10.13	205.88	12.04	267.89	13.88	280.91	13.50
其他流动负债	62.04	4.46	78.35	4.58	35.67	1.85	41.03	1.97
<b>非流动负债</b>	<b>783.21</b>	<b>56.34</b>	<b>913.85</b>	<b>53.43</b>	<b>987.53</b>	<b>51.17</b>	<b>1039.10</b>	<b>49.95</b>
长期借款	318.05	22.88	439.62	25.70	497.31	25.77	535.69	25.75
应付债券	339.65	24.43	335.34	19.61	351.41	18.21	371.63	17.86
长期应付款	87.48	6.29	95.80	5.60	94.21	4.88	86.71	4.17
<b>负债总额</b>	<b>1390.16</b>	<b>100.00</b>	<b>1710.27</b>	<b>100.00</b>	<b>1929.93</b>	<b>100.00</b>	<b>2080.19</b>	<b>100.00</b>

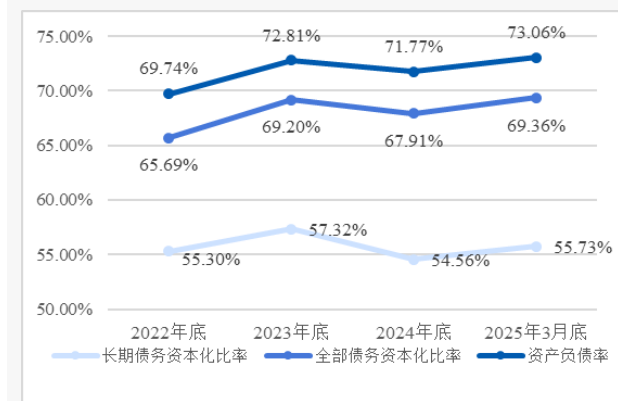
资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季报整理

有息债务方面，本报告将其他应付款、其他流动负债中的有息部分计入短期债务核算，将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算。公司其他应付款中的有息部分主要为非金融机构借款，其他流动负债中的有息部分主要为公司发行的超短期融资券、理财直融产品及证券化产品（CMBS、ABS）等，长期应付款中的有息部分主要为融资租赁款。2022—2024 年底，公司全部债务持续较快增长，年均复合增长 17.97%。截至 2024 年底，公司全部债务 1606.88 亿元，较上年底增长 11.96%。其中，短期债务 695.29 亿元，较上年底增长 20.44%，占全部债务的 43.27%，短期债务占比较上年底进一步上升，公司债务结构有待优化。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所下降。公司债务负担较重。从融资渠道看，公司债务以银行借款（约占 55%）和发行债券（约占 30%）为主，同时有一定规模的非标借款（约占 8%），债务类型及渠道较多元。

截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 1736.02 亿元，较上年底增长 8.04%。其中，短期债务占 44.38%，长期债务占 55.62%。从债务指标来看，截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 1.30 个百分点、1.45 个百分点和 1.17 个百分点。考虑到永续债的性质和特点，将其调整至长期债务进行偿债指标测算后，截至 2025 年 3 月

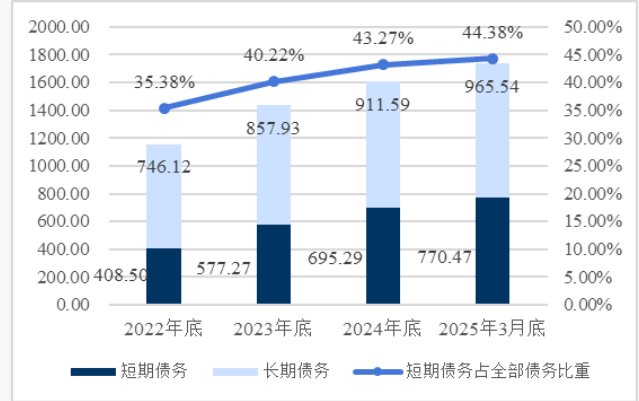
底，公司全部债务增至 1765.47 亿元，短期债务 770.47 亿元（占 43.64%），全部债务资本化比率 70.54%。整体看，公司债务负担较重。

图表 20·公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季报及公司提供资料整理

图表 21·公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季报及公司提供资料整理

### 3 盈利能力

公司营业总收入持续增长，政府补贴和投资收益对利润实现有较大贡献，公司整体盈利能力尚可。

2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 18.86%；公司利润总额持续下降，年均复合下降 26.90%。

从期间费用看，2022—2024 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 18.36%。2022—2024 年，公司费用总额占营业总收入的比重分别为 6.28%、7.03%和 6.23%。非经营性损益方面，公司信用减值损失主要为坏账损失；其他收益主要为政府补助；投资收益主要为委托贷款取得的利息收入及对外股权投资取得的投资收益。2023 年公司营业外收入规模较大，主要为开投集团收购青岛捷能汽轮机集团股份有限公司形成的合并溢价，以及融发核电前期诉讼案件获得有利进展、原计提的预计负债转回综合所致；公司其他收益和投资收益对公司利润贡献较大。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 135.98 亿元，同比增长 14.89%，主要系贸易业务收入增长所致；实现利润总额 0.85 亿元，同比下降 39.04%，主要系各主要业务板块毛利率有所下滑所致。

图表 22·公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	386.19	495.24	545.57	135.98
营业成本	358.54	457.14	512.52	129.29
费用总额	24.24	34.82	33.96	5.92
信用减值损失	-1.18	-4.95	0.34	0.01
资产减值损失	-0.01	-1.03	-0.92	0.03
其他收益	6.98	2.97	6.59	0.37
公允价值变动收益	0.12	1.27	0.04	0.19
投资收益	5.18	5.43	3.70	0.59
营业外收入	0.91	4.57	0.89	0.13
利润总额	8.86	6.19	4.74	0.85
营业利润率 (%)	5.58	6.59	5.20	4.02
总资本收益率 (%)	1.21	1.14	0.89	--
净资产收益率 (%)	1.01	0.57	0.48	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季报整理

### 4 现金流

受主要业务板块以及对外投资支出规模较大影响，公司经营及投资活动现金持续大额净流出。考虑到未来项目持续投入以及债务到期偿还，公司外部融资需求仍大。

从经营活动来看，公司经营活动现金流入主要为基础设施建设、贸易业务、房地产项目回款及往来现金流入，经营活动现金流出主要为基础设施建设、房地产开发、贸易业务支出及往来款支出。2022—2024年，公司收入实现质量高，经营活动现金持续净流出。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入主要为收回的投资及理财产品，投资活动现金流出主要为对外股权投资支付的现金及购买理财产品支出。2022—2024年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入主要为获得的资金注入、通过银行借款及债券发行收到的现金等，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2022—2024年，公司筹资活动现金持续大规模净流入。

2025年1—3月，公司经营活动及投资活动现金仍为净流出，筹资活动现金仍为净流入。

图表 23 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
经营活动现金流入小计	500.14	605.05	659.29	193.97
经营活动现金流出小计	679.71	703.42	733.36	209.67
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-179.57</b>	<b>-98.37</b>	<b>-74.07</b>	<b>-15.70</b>
投资活动现金流入小计	33.39	28.54	20.01	6.14
投资活动现金流出小计	113.89	116.06	82.35	17.91
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-80.50</b>	<b>-87.52</b>	<b>-62.34</b>	<b>-11.76</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-260.07</b>	<b>-185.89</b>	<b>-136.40</b>	<b>-27.46</b>
筹资活动现金流入小计	673.22	852.81	992.62	302.91
筹资活动现金流出小计	428.20	657.84	887.64	242.37
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>245.02</b>	<b>194.97</b>	<b>104.98</b>	<b>60.53</b>
现金收入比（%）	107.30	103.82	104.90	122.11

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度整理

## 5 偿债指标

公司偿债指标表现偏弱，间接融资渠道畅通。公司对外担保对象中存在民营企业，需关注代偿风险。

图表 24 • 公司偿债指标

项目	指标	2022年（底）	2023年（底）	2024年（底）	2025年3月（底）
短期偿债指标	流动比率（%）	188.89	174.62	167.68	165.58
	速动比率（%）	94.50	80.57	77.81	78.32
	现金短期债务比（倍）	0.49	0.44	0.37	0.40
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	27.90	33.68	29.86	--
	全部债务/EBITDA（倍）	41.39	42.61	53.82	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.57	0.54	0.45	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度整理

从短期偿债指标看，截至2024年底，公司流动资产对流动负债的保障程度有所下降，现金类资产对短期债务的覆盖程度下降，剔除受限货币资金后的现金短期债务比为0.15倍。整体看，公司短期偿债指标表现偏弱。

从长期偿债指标看，2024年，公司全部债务/EBITDA同比有所上升，EBITDA利息倍数有所下降。整体看，公司长期偿债指标表现偏弱。

截至2025年3月底，公司对外担保余额为23.51亿元（不含专业担保业务产生的对外担保），担保比率为3.07%。公司对外担保规模不大，但担保对象中存在民营企业，需关注代偿风险。

根据中国执行信息公开网查询信息显示，截至2025年8月12日，公司本部存在1笔被执行案件，被执行金额合计1946.79万元。根据公司反馈，以上被执行案件主要系债权人代位权纠纷所致。

截至 2025 年 3 月底，公司合并口径获得银行等金融机构授信总额为 1384.86 亿元，剩余尚未使用的授信额度为 436.85 亿元，公司间接融资渠道畅通。

## 6 公司本部财务分析

公司本部主要行使管理职能，公司本部对子公司管控力度较强，公司资产、所有者权益、营业总收入主要来自子公司，公司本部债务负担较重，短期偿债压力较大。

公司合并范围子公司较多，主营业务由子公司经营。公司重要子公司通过划拨或投资设立产生，公司本部通过对子公司的人、财、物进行统一管理，公司本部对子公司管控力度较强。

截至 2024 年底，公司本部资产、负债和所有者权益占合并口径的比重分别为 20.07%、17.20%和 27.37%，公司本部营业收入和利润总额分别占合并口径的 0.67%和 71.23%。截至 2024 年底，公司本部全部债务 281.55 亿元，全部债务资本化比率为 57.54%，现金短期债务比为 0.14 倍，债务负担较重，短期偿债压力较大。

## 八、ESG 分析

公司环境方面无重大监管处罚情况，积极履行作为地方国有企业的社会责任，ESG 信息披露质量有待改善。整体来看，目前公司 ESG 表现对其持续经营无影响。

环境方面，公司各类业务在运营过程中需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，同时也会产生废水、废气等废弃物。公司注重安全生产与环保投入，截至 2025 年 6 月底，联合资信未发现公司发生重大安全责任事故或受到污染与废物排放等重大监管处罚。

社会责任方面，公司纳税情况良好，2024 年度为纳税信用等级为 A 级。公司承担西海岸新区基础设施建设和现代产业发展等职能，在服务区域经济、致力城市发展、保障服务民生、推动乡村振兴等领域积极作为，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司未设置专门的 ESG 管治部门或组织，未披露 ESG 相关报告，ESG 信息披露质量有待改善。公司存在被执行案件，并涉及少量法律纠纷，截至 2025 年 7 月底，联合资信未发现公司在信息披露、关联交易、高管行为等方面发生重大违法违规事件，或受到行政和监管部门的重大处罚。

## 九、外部支持

公司实际控制人综合实力很强。公司是西海岸新区国资局直属的两大集团企业之一，承担西海岸新区基础设施建设和现代产业发展等职能，区域地位高。2022—2024 年，公司在资金及资产注入、股权划拨和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

公司实际控制人为西海岸新区国资局。青岛市是全国 5 个计划单列市、15 个副省级城市之一。2024 年，青岛市经济、财政实力继续增长，税收收入占比高。截至 2024 年底，青岛市政府债务余额为 4382.57 亿元。西海岸新区为全国第 9 个国家级新区，2024 年，西海岸新区经济持续发展，财政自给程度高。整体看，公司实际控制人综合实力很强。

公司是青岛西海岸国资局下属的一级子公司，为西海岸新区国资局直属的两大集团企业之一，承担西海岸新区基础设施建设和现代产业发展等职能，区域地位高。2022—2024 年，公司在资金及资产注入、股权划转和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

### (1) 资金及资产注入

2022—2024 年，公司持续收到股东实缴注册资本，实缴金额分别为 0.73 亿元、6.77 亿元和 2.32 亿元。

2022 年，公司获得专项债资金及项目资金等共计 28.87 亿元，增加资本公积。同期，西海岸新区国资局将黄岛区公共实训基地等资产无偿划转至青科集团，增加资本公积 0.34 亿元。

2023 年，公司获得专项债资金及项目资金等共计 22.83 亿元，增加资本公积。同期，西海岸新区国资局将职业中专工程等资产无偿划转至青科集团，增加资本公积 5.25 亿元。

2024 年，公司获得各类专项债资金及项目资金等合计 16.27 亿元，计入资本公积、专项应付款、递延收益、少数股东权益等科目。同期，公司获得实训基地等资产无偿划入，合计 2.60 亿元，计入资本公积或少数股东权益。

## （2）股权划转

根据青西新国资〔2021〕57号文件，经西海岸新区国资局批复，中国石油大学（华东）将持有的青岛中石大控股有限公司100%股权无偿划转至经控集团，公司合并口径增加资本公积27.01亿元。

2022年，根据西海岸新区国资局相关文件，西海岸新区国资局将西交投60.00%股权无偿划转至公司、将公用事业集团49.00%股权无偿划转至公司，上述事项合计增加公司合并口径资本公积71.57亿元。

2024年，公司获得青科产业园公司49%股权无偿划入，增加资本公积52.82亿元。

## （3）政府补贴

2022—2024年，公司获得的政府补助分别为7.89亿元、2.97亿元和6.13亿元，计入其他收益或营业外收入。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

## 十、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 2-2 青岛西海岸新区融合控股集团有限公司评级方法、模型和打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		4
		偿债能力		4
<b>指示评级</b>				<b>aa<sup>-</sup></b>
个体调整因素:				--
<b>个体信用等级</b>				<b>aa<sup>-</sup></b>
外部支持调整因素: 政府支持				+3
<b>评级结果</b>				<b>AAA</b>

**评级方法** [城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

**评级模型** [城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208](#)

**个体信用状况变动说明:** 公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

**外部支持变动说明:** 公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级未发生变动。

**评级模型使用说明:** 评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

**附件 2-3 青岛西海岸新区融合控股集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	198.81	255.41	255.38	310.88
应收账款（亿元）	74.19	78.97	85.68	98.91
其他应收款（亿元）	117.28	103.61	105.72	119.04
存货（亿元）	572.90	749.09	846.88	908.51
长期股权投资（亿元）	145.37	93.59	170.43	183.41
固定资产（亿元）	52.21	86.31	144.43	142.60
在建工程（亿元）	119.40	164.70	144.17	148.99
资产总额（亿元）	1993.24	2349.09	2689.17	2847.06
实收资本（亿元）	3.41	10.18	12.50	12.50
少数股东权益（亿元）	136.80	168.86	190.63	190.95
所有者权益（亿元）	603.08	638.82	759.24	766.87
短期债务（亿元）	408.50	577.27	695.29	770.47
长期债务（亿元）	746.12	857.93	911.59	965.54
全部债务（亿元）	1154.62	1435.20	1606.88	1736.02
营业总收入（亿元）	386.19	495.24	545.57	135.98
营业成本（亿元）	358.54	457.14	512.52	129.29
其他收益（亿元）	6.98	2.97	6.59	0.37
利润总额（亿元）	8.86	6.19	4.74	0.85
EBITDA（亿元）	27.90	33.68	29.86	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	414.40	514.15	572.28	166.05
经营活动现金流入小计（亿元）	500.14	605.05	659.29	193.97
经营活动现金流量净额（亿元）	-179.57	-98.37	-74.07	-15.70
投资活动现金流量净额（亿元）	-80.50	-87.52	-62.34	-11.76
筹资活动现金流量净额（亿元）	245.02	194.97	104.98	60.53
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	5.67	6.04	6.14	--
存货周转次数（次）	0.79	0.69	0.64	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.23	0.22	--
现金收入比（%）	107.30	103.82	104.90	122.11
营业利润率（%）	5.58	6.59	5.20	4.02
总资本收益率（%）	1.21	1.14	0.89	--
净资产收益率（%）	1.01	0.57	0.48	--
长期债务资本化比率（%）	55.30	57.32	54.56	55.73
全部债务资本化比率（%）	65.69	69.20	67.91	69.36
资产负债率（%）	69.74	72.81	71.77	73.06
流动比率（%）	188.89	174.62	167.68	165.58
速动比率（%）	94.50	80.57	77.81	78.32
经营现金流动负债比（%）	-29.59	-12.35	-7.86	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.44	0.37	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	0.57	0.54	0.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	41.39	42.61	53.82	--

注：1. 报告将其他应付款、其他流动负债中的有息部分计入短期债务核算，将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算；2. 青岛融控 2025 年一季度财务数据未经审计  
 资料来源：联合资信根据青岛融控审计报告及 2025 年一季报整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4 本交易相关定义

### 1. 差额支付启动事件:

(1) 在专项计划终止日之前, 系指截至任何一个普通分配兑付日的前一个专项计划账户核算日 17:00 时, 专项计划账户内可供分配的资金不足以根据《标准条款》约定的分配顺序偿付完毕该普通分配兑付日应付的专项计划费用、优先级资产支持证券的预期收益和当期应付本金之和;

(2) 在专项计划终止日后, 管理人根据届时的清算方案确认专项计划账户内可供分配的资金仍不足以根据《标准条款》约定的分配顺序偿付尚未支付的专项计划费用、优先级资产支持证券届时尚未获得支付的所有预期收益和本金。

### 2. 回售和赎回担保启动事件:

至任何一个行权日的前一个回售和赎回承诺人付款日 17:00 时, 回售和赎回承诺人支付至专项计划账户内的回售和赎回支持资金不足以支付该行权日应付的回售和赎回所需支付资金。

### 3. 加速清偿事件:

自动生效的加速清偿事件

(a) 连续两个收款期间的《物业运营报告》所显示的实际运营收入低于该报告期对应的现金流预测运营收入的 70% (但根据法律、政策要求、市场普遍做法采取的暂时停业或租金减免导致的实际运营收入下降的情况除外);

(b) 《定期跟踪评估报告》显示的标的物业跟踪评估值低于初始评估值的 80%, 但借款人主动提出且经管理人同意提供追加抵押物后标的物业和追加抵押物的评估值之和不低于达到标的物业初始评估值的 80% 的除外 (为避免疑义, 借款人有权但无义务追加抵押物);

(c) 优先级资产支持证券的评级降至 AA<sub>sf</sub> 或以下时;

需经宣布生效的加速清偿事件

(d) 原始权益人、差额支付承诺人、回售和赎回承诺人、担保人、借款人、资产服务机构未能履行或遵守其在专项计划文件项下的任何主要义务, 并且管理人合理地认为该等行为无法补救或在管理人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救;

(e) 原始权益人、差额支付承诺人、回售和赎回承诺人、担保人、借款人、资产服务机构在专项计划文件中提供的任何重要陈述、保证在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏, 并且管理人合理地认为已构成重大不利影响或经管理人通知后相关主体未在合理时间内纠正至管理人满意状态的;

(f) 发生对原始权益人、差额支付承诺人、回售和赎回承诺人、担保人、借款人、资产服务机构有重大不利影响的事件;

(g) 专项计划文件全部或部分被终止, 成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利, 并由此产生重大不利影响。

发生以上第(a)项至(c)项所列的任何一起自动生效的加速清偿事件时, 加速清偿事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上(d)项至(g)项所列的任何一起需经宣布生效的加速清偿事件时, 管理人应召集资产支持证券持有人会议进行决议。有控制权的资产支持证券持有人大会决议宣布发生加速清偿事件的, 管理人宣布加速清偿事件已经发生。

### 4. 债权提前到期事件:

(a) 借款人根据《信托贷款合同》约定任一行权日为提前还款日一次性偿还标的债权项下全部本息的权利, 且该提前还款决定在该提前还款日前第 50 个工作日内书面通知信托受托人(代表信托计划);

(b) 专项计划终止;

(c) 专项计划设立日起 90 个工作日内信托受托人(代表信托计划)未登记为出质应收账款的第一顺位且唯一的质权人;

(d) 专项计划设立日起 90 个工作日内信托受托人(代表信托计划)未登记为抵押物的第一顺位且唯一的抵押权人;

(e) 连续两个收款期间的《物业运营报告》所显示的实际运营收入低于该报告期对应的现金流预测运营收入的 60% (但根据法律、政策要求、市场普遍做法采取的暂时停业或租金减免导致的实际运营收入下降的情况除外);

(f) 《定期跟踪评估报告》显示的标的物业跟踪评估值低于初始评估值的 70%;

(g) 发生了信托文件项下约定的其他标的债权提前到期或信托受托人(代表信托计划)有权宣布标的债权提前到期的情形。

发生债权提前到期事件(a)项的, 管理人应直接宣布标的债权提前到期; 发生债权提前到期事件(b)-(g)项的, 管理人可直接决定并宣布标的债权提前到期或召集有控制权的资产支持证券持有人大会决议是否宣布标的债权提前到期。

**附件 5 标的债权与各档优先级证券还本计划（单位：万元）**

期数	标的债权还本金额	优先 A1 级证券	优先 A2/A3 级证券	优先级证券合计	期数	标的债权还本金额	优先 A1 级证券	优先 A2/A3 级证券	优先级证券合计
1	0.00	0.00	0.00	0.00	37	150.00	107.66	42.34	150.00
2	0.00	0.00	0.00	0.00	38	150.00	107.66	42.34	150.00
3	0.00	0.00	0.00	0.00	39	150.00	107.66	42.34	150.00
4	0.00	0.00	0.00	0.00	40	150.00	107.66	42.34	150.00
5	0.00	0.00	0.00	0.00	41	150.00	107.66	42.34	150.00
6	0.00	0.00	0.00	0.00	42	150.00	107.66	42.34	150.00
7	0.00	0.00	0.00	0.00	43	150.00	107.66	42.34	150.00
8	0.00	0.00	0.00	0.00	44	200.00	143.54	56.46	200.00
9	0.00	0.00	0.00	0.00	45	200.00	143.54	56.46	200.00
10	0.00	0.00	0.00	0.00	46	200.00	143.54	56.46	200.00
11	0.00	0.00	0.00	0.00	47	200.00	143.54	56.46	200.00
12	100.00	71.77	28.23	100.00	48	200.00	143.54	56.46	200.00
13	100.00	71.77	28.23	100.00	49	200.00	143.54	56.46	200.00
14	100.00	71.77	28.23	100.00	50	200.00	143.54	56.46	200.00
15	100.00	71.77	28.23	100.00	51	200.00	143.54	56.46	200.00
16	100.00	71.77	28.23	100.00	52	200.00	143.54	56.46	200.00
17	100.00	71.77	28.23	100.00	53	200.00	143.54	56.46	200.00
18	100.00	71.77	28.23	100.00	54	250.00	179.43	70.57	250.00
19	100.00	71.77	28.23	100.00	55	250.00	179.43	70.57	250.00
20	100.00	71.77	28.23	100.00	56	250.00	179.43	70.57	250.00
21	100.00	71.77	28.23	100.00	57	250.00	179.43	70.57	250.00
22	100.00	71.77	28.23	100.00	58	250.00	179.43	70.57	250.00
23	100.00	71.77	28.23	100.00	59	250.00	179.43	70.57	250.00
24	100.00	71.77	28.23	100.00	60	300.00	215.31	84.69	300.00
25	100.00	71.77	28.23	100.00	61	300.00	215.31	84.69	300.00
26	100.00	71.77	28.23	100.00	62	350.00	251.20	98.80	350.00
27	100.00	71.77	28.23	100.00	63	350.00	251.20	98.80	350.00
28	100.00	71.77	28.23	100.00	64	350.00	251.20	98.80	350.00
29	100.00	71.77	28.23	100.00	65	350.00	251.20	98.80	350.00
30	100.00	71.77	28.23	100.00	66	350.00	251.20	98.80	350.00
31	100.00	71.77	28.23	100.00	67	350.00	251.20	98.80	350.00
32	100.00	71.77	28.23	100.00	68	400.00	287.08	112.92	400.00
33	100.00	71.77	28.23	100.00	69	400.00	287.08	112.92	400.00
34	100.00	71.77	28.23	100.00	70	400.00	287.08	112.92	400.00
35	100.00	71.77	28.23	100.00	71	400.00	287.08	112.92	400.00
36	150.00	107.66	42.34	150.00	72	9600.00	6818.18	2681.82	9500.00
--	--	--			<b>合计</b>	<b>21000.00</b>	<b>15000.00</b>	<b>5900.00</b>	<b>20900.00</b>

资料来源：管理人提供

**附件 6-1 基础情景下 DSCR 测算结果（单位：万元、倍）**

期数	标的资产可分配 净现金流	标的债权本息 支出	标的债权本息支 出覆盖倍数	标的债权可 分配净现金流	优先级证券 利息支出	优先级证 券本息支 出	利息支出覆盖倍 数	本息支出覆盖倍数
1	1131.82	260.26	4.35	235.26	178.59	178.59	1.32	1.32
2	283.09	219.67	1.29	194.67	134.67	134.67	1.45	1.45
3	287.00	219.67	1.31	189.67	134.67	134.67	1.41	1.41
4	292.62	214.89	1.36	179.89	131.75	131.75	1.37	1.37
5	299.45	217.28	1.38	197.28	133.21	133.21	1.48	1.48
6	304.35	219.67	1.39	199.67	134.67	134.67	1.48	1.48
7	304.69	219.67	1.39	199.67	134.67	134.67	1.48	1.48
8	301.70	217.28	1.39	197.28	133.21	133.21	1.48	1.48
9	305.96	217.28	1.41	197.28	133.21	133.21	1.48	1.48
10	334.66	224.44	1.49	204.44	134.67	134.67	1.52	1.52
11	351.50	219.67	1.60	199.67	134.67	134.67	1.48	1.48
12	345.01	314.89	1.10	294.89	131.75	231.75	2.24	1.27
13	349.04	316.24	1.10	296.24	132.57	232.57	2.23	1.27
14	354.40	317.57	1.12	297.57	133.38	233.38	2.23	1.28
15	354.51	314.17	1.13	294.17	132.74	232.74	2.22	1.26
16	359.93	313.14	1.15	293.14	129.22	229.22	2.27	1.28
17	364.08	312.10	1.17	292.10	130.02	230.02	2.25	1.27
18	370.31	311.07	1.19	291.07	130.81	230.81	2.23	1.26
19	370.35	310.04	1.19	290.04	130.16	230.16	2.23	1.26
20	363.35	309.00	1.18	289.00	126.70	226.70	2.28	1.27
21	367.79	307.97	1.19	287.97	127.47	227.47	2.26	1.27
22	374.09	306.93	1.22	286.93	128.23	228.23	2.24	1.26
23	374.05	308.16	1.21	288.16	127.58	227.58	2.26	1.27
24	370.08	304.86	1.21	284.86	125.56	225.56	2.27	1.26
25	371.37	303.83	1.22	283.83	124.92	224.92	2.27	1.26
26	377.94	305.02	1.24	285.02	125.65	225.65	2.27	1.26
27	377.98	303.98	1.24	283.98	125.01	225.01	2.27	1.26
28	383.94	298.52	1.29	278.52	121.66	221.66	2.29	1.26
29	388.12	299.69	1.30	279.69	122.37	222.37	2.29	1.26
30	394.84	300.84	1.31	280.84	123.07	223.07	2.28	1.26
31	394.73	304.13	1.30	284.13	122.43	222.43	2.32	1.28
32	388.01	290.10	1.34	270.10	119.14	219.14	2.27	1.23
33	392.05	295.55	1.33	275.55	119.82	219.82	2.30	1.25
34	398.63	300.93	1.32	280.93	120.50	220.50	2.33	1.27
35	398.80	295.61	1.35	275.61	119.85	219.85	2.30	1.25
36	391.79	340.33	1.15	320.33	116.62	266.62	2.75	1.20
37	395.99	340.89	1.16	320.89	116.96	266.96	2.74	1.20
38	403.07	341.42	1.18	321.42	117.27	267.27	2.74	1.20
39	403.19	337.79	1.19	317.79	116.31	266.31	2.73	1.19
40	412.49	336.24	1.23	316.24	114.09	264.09	2.77	1.20
41	413.80	334.69	1.24	314.69	113.13	263.13	2.78	1.20
42	421.09	333.13	1.26	313.13	113.41	263.41	2.76	1.19
43	421.08	333.58	1.26	313.58	112.44	262.44	2.79	1.19

44	413.78	378.05	1.09	358.05	109.05	309.05	3.28	1.16
45	418.15	377.96	1.11	357.96	108.99	308.99	3.28	1.16
46	425.40	377.82	1.13	357.82	108.90	308.90	3.29	1.16
47	425.47	375.73	1.13	355.73	107.61	307.61	3.31	1.16
48	418.18	369.87	1.13	349.87	104.01	304.01	3.36	1.15
49	422.56	369.68	1.14	349.68	103.89	303.89	3.37	1.15
50	430.16	369.46	1.16	349.46	103.74	303.74	3.37	1.15
51	430.22	367.36	1.17	347.36	102.45	302.45	3.39	1.15
52	530.49	361.68	1.47	341.68	98.97	298.97	3.45	1.14
53	533.68	361.41	1.48	341.41	98.79	298.79	3.46	1.14
54	553.76	411.09	1.35	391.09	98.59	348.59	3.97	1.12
55	553.74	411.92	1.34	391.92	96.98	346.98	4.04	1.13
56	552.73	404.16	1.37	384.16	94.33	344.33	4.07	1.12
57	554.07	401.58	1.38	381.58	92.74	342.74	4.11	1.11
58	565.74	400.63	1.41	380.63	92.14	342.14	4.13	1.11
59	565.87	396.40	1.43	376.40	90.53	340.53	4.16	1.11
60	564.70	443.82	1.27	423.82	86.99	386.99	4.87	1.10
61	566.06	440.71	1.28	420.71	86.04	386.04	4.89	1.09
62	577.79	487.61	1.18	467.61	85.06	435.06	5.50	1.07
63	577.91	483.99	1.19	463.99	82.80	432.80	5.60	1.07
64	576.77	480.37	1.20	460.37	78.79	428.79	5.84	1.07
65	578.15	476.75	1.21	456.75	77.44	427.44	5.90	1.07
66	599.13	473.12	1.27	453.12	76.04	426.04	5.96	1.06
67	599.20	470.82	1.27	450.82	73.78	423.78	6.11	1.06
68	598.14	514.61	1.16	494.61	69.97	469.97	7.07	1.05
69	599.50	511.74	1.17	491.74	68.20	468.20	7.21	1.05
70	612.06	508.79	1.20	488.79	66.37	466.37	7.36	1.05
71	612.19	504.60	1.21	484.60	63.79	463.79	7.60	1.04
72	611.11	9699.33	0.06	9674.33	60.55	9560.55	159.78	1.01

资料来源：联合资信整理

附件 6-2 压力情景下的 DSCR 测算结果（单位：万元、倍）

期数	标的资产可分配 净现金流	标的债权本息 支出	标的债权本息支 出覆盖倍数	标的债权可 分配净现金流	优先级证券 利息支出	优先级证 券本息支 出	利息支出覆盖倍 数	本息支出覆盖倍数
1	1131.82	260.26	4.35	235.26	194.53	194.53	1.21	1.21
2	283.09	219.67	1.29	194.67	146.70	146.70	1.33	1.33
3	287.00	219.67	1.31	189.67	146.70	146.70	1.29	1.29
4	292.62	214.89	1.36	179.89	143.51	143.51	1.25	1.25
5	299.45	217.28	1.38	197.28	145.10	145.10	1.36	1.36
6	304.35	219.67	1.39	199.67	146.70	146.70	1.36	1.36
7	304.69	219.67	1.39	199.67	146.70	146.70	1.36	1.36
8	301.70	217.28	1.39	197.28	145.10	145.10	1.36	1.36
9	305.96	217.28	1.41	197.28	145.10	145.10	1.36	1.36
10	334.66	224.44	1.49	204.44	146.70	146.70	1.39	1.39
11	351.50	219.67	1.60	199.67	146.70	146.70	1.36	1.36
12	345.01	314.89	1.10	294.89	143.51	243.51	2.05	1.21
13	349.04	316.24	1.10	296.24	144.41	244.41	2.05	1.21
14	354.40	317.57	1.12	297.57	145.29	245.29	2.05	1.21
15	354.51	314.17	1.13	294.17	144.59	244.59	2.03	1.20
16	359.93	313.14	1.15	293.14	140.76	240.76	2.08	1.22
17	364.08	312.10	1.17	292.10	141.63	241.63	2.06	1.21
18	370.31	311.07	1.19	291.07	142.48	242.48	2.04	1.20
19	370.35	310.04	1.19	290.04	141.78	241.78	2.05	1.20
20	363.35	309.00	1.18	289.00	138.01	238.01	2.09	1.21
21	367.79	307.97	1.19	287.97	138.85	238.85	2.07	1.21
22	374.09	306.93	1.22	286.93	139.68	239.68	2.05	1.20
23	374.05	308.16	1.21	288.16	138.98	238.98	2.07	1.21
24	370.08	304.86	1.21	284.86	136.77	236.77	2.08	1.20
25	371.37	303.83	1.22	283.83	136.08	236.08	2.09	1.20
26	377.94	305.02	1.24	285.02	136.87	236.87	2.08	1.20
27	377.98	303.98	1.24	283.98	136.17	236.17	2.09	1.20
28	383.94	298.52	1.29	278.52	132.52	232.52	2.10	1.20
29	388.12	299.69	1.30	279.69	133.30	233.30	2.10	1.20
30	394.84	300.84	1.31	280.84	134.06	234.06	2.09	1.20
31	394.73	304.13	1.30	284.13	133.36	233.36	2.13	1.22
32	388.01	290.10	1.34	270.10	129.77	229.77	2.08	1.18
33	392.05	295.55	1.33	275.55	130.52	230.52	2.11	1.20
34	398.63	300.93	1.32	280.93	131.25	231.25	2.14	1.21
35	398.80	295.61	1.35	275.61	130.55	230.55	2.11	1.20
36	391.79	340.33	1.15	320.33	127.03	277.03	2.52	1.16
37	395.99	340.89	1.16	320.89	127.40	277.40	2.52	1.16
38	403.07	341.42	1.18	321.42	127.74	277.74	2.52	1.16
39	403.19	337.79	1.19	317.79	126.69	276.69	2.51	1.15
40	412.49	336.24	1.23	316.24	124.27	274.27	2.54	1.15
41	413.80	334.69	1.24	314.69	123.23	273.23	2.55	1.15
42	421.09	333.13	1.26	313.13	123.53	273.53	2.53	1.14
43	421.08	333.58	1.26	313.58	122.48	272.48	2.56	1.15

44	413.78	378.05	1.09	358.05	118.79	318.79	3.01	1.12
45	418.15	377.96	1.11	357.96	118.72	318.72	3.02	1.12
46	425.40	377.82	1.13	357.82	118.62	318.62	3.02	1.12
47	425.47	375.73	1.13	355.73	117.22	317.22	3.03	1.12
48	418.18	369.87	1.13	349.87	113.29	313.29	3.09	1.12
49	422.56	369.68	1.14	349.68	113.17	313.17	3.09	1.12
50	430.16	369.46	1.16	349.46	113.00	313.00	3.09	1.12
51	430.22	367.36	1.17	347.36	111.60	311.60	3.11	1.11
52	530.49	361.68	1.47	341.68	107.80	307.80	3.17	1.11
53	533.68	361.41	1.48	341.41	107.61	307.61	3.17	1.11
54	553.76	411.09	1.35	391.09	107.39	357.39	3.64	1.09
55	553.74	411.92	1.34	391.92	105.64	355.64	3.71	1.10
56	552.73	404.16	1.37	384.16	102.75	352.75	3.74	1.09
57	554.07	401.58	1.38	381.58	101.02	351.02	3.78	1.09
58	565.74	400.63	1.41	380.63	100.37	350.37	3.79	1.09
59	565.87	396.40	1.43	376.40	98.62	348.62	3.82	1.08
60	564.70	443.82	1.27	423.82	94.76	394.76	4.47	1.07
61	566.06	440.71	1.28	420.71	93.73	393.73	4.49	1.07
62	577.79	487.61	1.18	467.61	92.65	442.65	5.05	1.06
63	577.91	483.99	1.19	463.99	90.19	440.19	5.14	1.05
64	576.77	480.37	1.20	460.37	85.83	435.83	5.36	1.06
65	578.15	476.75	1.21	456.75	84.35	434.35	5.41	1.05
66	599.13	473.12	1.27	453.12	82.82	432.82	5.47	1.05
67	599.20	470.82	1.27	450.82	80.37	430.37	5.61	1.05
68	598.14	514.61	1.16	494.61	76.22	476.22	6.49	1.04
69	599.50	511.74	1.17	491.74	74.29	474.29	6.62	1.04
70	612.06	508.79	1.20	488.79	72.30	472.30	6.76	1.03
71	612.19	504.60	1.21	484.60	69.49	469.49	6.97	1.03
72	611.11	9699.33	0.06	9674.33	65.96	9565.96	146.68	1.01

资料来源：联合资信整理

## 附件 7-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

## 附件 7-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

## 附件 7-3 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>和 C<sub>sf</sub>。除 AAA<sub>sf</sub> 级、CCC<sub>sf</sub> 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

级别设置	含义
AAA <sub>sf</sub>	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA <sub>sf</sub>	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A <sub>sf</sub>	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB <sub>sf</sub>	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB <sub>sf</sub>	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B <sub>sf</sub>	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC <sub>sf</sub>	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC <sub>sf</sub>	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C <sub>sf</sub>	不能偿还债务

## 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

评级协议委托方（以下简称“委托方”）或受托机构/计划管理人应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

本期债项如发生重大变化，或发生可能对本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，委托方或受托机构/计划管理人应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注本期债项相关信息，如发现重大变化，或出现可能对本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如委托方或受托机构/计划管理人不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。