

2014 年青岛胶州湾发展有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2014年青岛胶州湾发展有限公司¹公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【550】号 01

债券简称：14 胶州发展
债/PR 胶发展

增信方式：国有土地使
用权抵押

债券剩余规模：4.6 亿元

债券到期日期：2021 年
09 月 18 日

债券偿还方式：按年付
息，在本期债券存续期
的第 3 年至第 7 年每年
末分别兑付本期债券本
金的 20%

分析师

姓名：
丁楠 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
dingn@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

| | 本次跟踪评级结果 | 上次信用评级结果 |
|------------|-----------------|-----------------|
| 本期债券信用等级 | AA+ | AA+ |
| 发行主体长期信用等级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 评级日期 | 2020 年 6 月 23 日 | 2019 年 6 月 27 日 |

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对青岛胶州湾发展集团有限公司（以下简称“胶州湾集团”或“公司”）及其 2014 年 09 月 18 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：胶州市经济环境较好，上合示范区方案落地，公司作为胶州开发区重要的基础设施建设主体，将迎来较好的发展机遇；2019 年当地政府向公司注资 10.00 亿元，公司资本实力得到提升；公司收入来源多元化，未来可持续性较好；国有土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，面临较大的资金支出压力及偿债压力，存在一定的或有负债风险，本期债券募投项目补偿资金收入未按预期实现及抵押资产未按约定进行跟踪评估等风险因素。

正面：

- 胶州市经济环境较好，上合示范区方案落地，为公司发展提供了良好的外部环境。2019 年，胶州市实现地区生产总值 1,147.59 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.9%，增速较快；胶州市人均 GDP 为 126,946 元，处于较高水平。2019 年，上合示范区总体方案落地，核心区位于胶州，示范区内多个项目开工、加速建设，随着上合示范区建设的不断推进，公司作为胶州开发区重要的基础设施建设主体，将迎来较好的发展机遇。
- 公司收入规模进一步增长，且来源多元化。公司主要负责胶州开发区基础设施的

¹ 公司名称已变更为青岛胶州湾发展集团有限公司

建设以及物业租赁业务，近年新增贸易收入，2019 年公司基础设施建设、物业租赁、贸易业务收入占比分别为 40.58%、30.44% 及 18.61%，收入来源多元化，未来可持续性较好。

- **公司获得外部大力支持。**2019 年，胶州市财政局、胶州市国有资产服务中心将 10.00 亿元政府置换债券作为权益性资本，由胶州市国有资产服务中心作为出资人为公司增加实收资本，增强了公司的资本实力；此外，公司收到政府补贴 2.61 亿元，提升了公司的利润水平。
- **国有土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。**公司以其拥有的评估价值为 259,900.20 万元（评估基准日为 2015 年 3 月 25 日）的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，截至 2020 年 6 月 23 日，抵押比率约为 5.31（抵押比率=抵押资产评估价值/本期债券未偿还本金及一年利息），有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司开发成本和工程施工合计占总资产的 55.53%，变现周期较长；预付款项和其他应收款合计占总资产的 28.69%，对资金形成一定占用；同时，公司受限资产占比 13.26%，整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金支出压力。**2019 年公司经营活动现金净流出 40.08 亿元，截至 2019 年末，公司主要在建项目预计总投资 124.99 亿元，后续尚需投资 52.62 亿元，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务为 168.77 亿元，同比增长 32.64%，有息债务/EBITDA 为 64.37，EBITDA 对有息债务的保障程度弱，面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额为 67.13 亿元，占公司所有者权益的比重为 49.89%，担保对象主要为国有企业，对外担保规模较大，且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。
- **本期债券募投项目补偿资金收入未按预期实现。**根据胶政发【2014】19 号文件，胶州市人民政府决定在胶州开发区范围内划定 2,600 亩土地，将该地块开发净收益的 38.5 亿元分 5 年补偿给公司，即 2017-2021 年分别补偿 6 亿元、7 亿元、7 亿元、8 亿元和 10.5 亿元。但截至 2019 年末，该收入并未按预期实现。
- **抵押资产未按约定进行跟踪评估。**根据本期债券发行时募集说明书的约定，在本期

债券存续期间，公司将聘请经债权人认可的具备相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，本期债券抵押资产最新评估基准日为2015年3月25日，截至2020年6月23日，公司尚未按约定对抵押资产进行重新评估。

公司主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 3,299,528.09 | 3,018,856.48 | 2,937,097.32 |
| 所有者权益 | 1,345,672.27 | 1,258,268.49 | 1,241,458.72 |
| 有息债务 | 1,687,733.96 | 1,272,457.90 | 992,873.60 |
| 资产负债率 | 59.22% | 58.32% | 57.73% |
| 现金短期债务比 | 0.57 | 0.38 | 0.46 |
| 营业收入 | 84,648.18 | 50,631.41 | 35,934.41 |
| 其他收益 | 26,103.30 | 43,000.00 | 38,048.30 |
| 利润总额 | 15,547.55 | 23,700.24 | 29,155.85 |
| 综合毛利率 | 16.74% | 20.84% | 32.16% |
| EBITDA | 26,218.62 | 34,283.38 | 38,666.60 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 6.40 | 6.15 | 5.48 |
| 经营活动现金流净额 | -400,761.31 | -206,120.30 | -148,595.31 |
| 收现比 | 1.31 | 1.53 | 0.46 |

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年9月18日发行7年期11.5亿元公司债券，募集资金计划用于胶州经济技术开发区高新技术企业孵化器项目和青岛胶州湾产业新区基础设施建设二期项目，截至2020年3月31日，募集资金专户余额共870.84万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人无变化，公司实收资本增加10.00亿元，截至2020年5月31日，公司注册资本20.00亿元，实收资本12.00亿元，唯一股东及实际控制人仍为胶州市国有资产服务中心。

2019年公司合并报表范围新纳入3家子公司，减少2家子公司，具体情况如下所示：

表1 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

| 1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况 | | | | |
|------------------------|------|-----------|-----------|-------------|
| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 合并方式 |
| 青岛胶发人力资源服务有限公司 | 100% | 10,000.00 | 劳务派遣、人力资源 | 新设 |
| 青岛胶发文化旅游发展有限公司 | 100% | 10,000.00 | 会议、展览、旅游 | 新设 |
| 青岛胶发国际贸易有限公司 | 100% | 10,000.00 | 批发、零售 | 新设 |
| 2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况 | | | | |
| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 不再纳入合并报表的原因 |
| 青岛胶州湾科投置业有限公司 | 100% | 10,000.00 | 房地产开发经营 | 无偿划拨 |
| 青岛胶州湾科融置业有限公司 | 100% | 10,000.00 | 房地产开发经营 | 无偿划拨 |

资料来源：公司提供

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

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

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019

年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

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

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

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

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低

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

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

（二）区域环境

胶州市经济继续保持较快增长；随着上合示范区建设方案的批复落地，胶州开发区迎来较好的发展机遇

胶州市为青岛市下辖县级市，地处山东半岛西南部，胶州湾北岸，是山东半岛联结海内外的交通咽喉。距黄岛前湾港只有 20 分钟车程；拥有两个铁路客运站和中铁联集青岛集装箱中心站；拥有青银、青兰、沈海三条高速公路，胶济、胶黄、胶新、胶济客运专线四条铁路，成为新亚欧大陆桥重要桥头堡；新建胶东国际机场，建设工程已处于收尾阶段。胶州市自然条件优越，富有矿产、水产品、农产品、水资源等。

2019 年胶州市实现地区生产总值 1,147.59 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.9%。分产业结构来看，2019 年胶州市第一产业增加值为 56.49 亿元，增长 2.3%；第二产业增加值为 534.29 亿元，增长 10.2%；第三产业增加值为 556.81 亿元，增长 6.1%。三次产业比例由 2018 年的 4.4:49.9:45.7 调整为 2019 年的 4.9:46.6:48.5，第三产业占比有所提升。2019 年胶州市人均 GDP 为 126,946 元，为全国人均 GDP 的 179.07%，处于较高水平。

2019年胶州市全市624家规模以上工业企业增加值增长10.4%，高新技术产业产值增长12.8%；实现建筑业总产值233.7亿元，增长27.2%，增加值108.6亿元，增长16.7%。2019年胶州市固定资产投资增长25.8%，其中民间投资增长48.4%。新开工亿元项目208个，其中产业类投资项目148个，房地产项目60个；全市159家房地产企业完成投资216.6亿元，同比增长53.6%。

2019年胶州市社会消费品零售总额增长10.01%。全市283家限额以上批零住餐企业、个体户共实现销售额398.1亿元，增长11.9%，新型消费快速释放，限额以上通过公共网络实现的零售额172.4亿元，增长12.0%。2019年胶州市进出口总额为514.2亿元，增长15.0%，其中，出口额393.2亿元，增长18.1%；进口额121.0亿元，增长5.9%；实现商务部FDI实际到账外资84,778万美元，增长19.0%。2019年胶州市金融机构存款余额和贷款余额均有所增长。

表2 胶州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2019年 | | 2018年 | |
|---------------|----------|-------|---------|-------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值（GDP） | 1,147.59 | 7.9% | 1,211.4 | 8.0% |
| 第一产业增加值 | 56.49 | 2.3% | 53.3 | 3.9% |
| 第二产业增加值 | 534.29 | 10.2% | 604.0 | 7.1% |
| 第三产业增加值 | 556.81 | 6.1% | 554.2 | 9.5% |
| 规模以上工业增加值 | - | 10.4% | - | 7.5% |
| 固定资产投资 | - | 25.8% | - | 9.9% |
| 社会消费品零售总额 | - | 10.0% | 487.7 | 15.4% |
| 进出口总额 | 514.20 | 15.0% | 452.2 | 15.2% |
| 存款余额 | 992.60 | 15.6% | 858.2 | 12.7% |
| 贷款余额 | 845.40 | 14.4% | 739.1 | 15.6% |
| 人均GDP（元） | 126,946 | | 135,063 | |
| 人均GDP/全国人均GDP | 179.07% | | 208.93% | |

资料来源：2018-2019年胶州市国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

2019年胶州市实现公共财政收入101.39亿元，同比增长1.0%，其中税收收入完成76.17亿元，占公共财政收入的比重为75.13%；实现政府性基金预算收入132.39亿元，增长33.8%；同期胶州市公共财政支出为117.03亿元，同比增长0.1%。

胶州开发区为国家级开发区，区位优势明显，近年着力打造高端制造、电力设备、现代物流、智能家居、互联网+、医疗生物、汽车制造七大产业集群。2018年6月10日，国家主席习近平在青岛出席上海合作组织成员国元首理事会第十八次会议时宣布，中国政府支持在青岛建设上合示范区。2019年7月24日下午，国家主席习近平主持召开中央全面深化

改革委员会第九次会议，会议审议通过了《中国—上海合作组织地方经贸合作示范区建设总体方案》。上合示范区境内区覆盖青岛全域，按照“1个核心区+N个联动区”进行布局建设。核心区位于胶州，共有61.1平方公里，包括36.7平方公里的胶州经济技术开发区和24.4平方公里的概念性规划新区，联动青岛胶东临空经济示范区、胶州湾国际物流园、青岛大沽河省级生态旅游度假区等功能区，实现一体化联动发展。2018年9月，上合示范区核心区项目开工，上合示范区建设正式启动；2019年3月，位于胶州核心区内8.25平方公里的境内先导区多个项目集中开工，主要涉及高端装备制造、人工智能、生物医药等行业。2019年，上合示范区完成集装箱作业量67万标箱，增长25%；到发“齐鲁号”欧亚班列分别占青岛、全省总量的95%、31%；新注册贸易企业307家；胶州市对“一带一路”沿线国家进出口实绩企业增至1712家，进出口额增长31.4%；加强产能合作，新签约项目31个、总投资260亿元，嘉里物流等38个项目加速建设，新加坡大牧人等17个项目竣工投产；在“一带一路”沿线国家累计推进项目28个，中方协议投资额8.24亿美元。随着上合示范区建设的不断推进，胶州开发区区域建设力度将继续加大，区域面临较好的发展前景，公司作为胶州开发区基础设施建设主体，也将迎来较好的发展机遇。

四、经营与竞争

公司主要从事胶州开发区基础设施建设及区域性资产运营管理。2019年公司主营业务收入主要来自胶州开发区基础设施建设工程的回购收入和租赁收入，同时新增贸易及销售商品房收入，主营业务收入合计8.42亿元，同比大幅增长。随着收入结构变化及各项业务毛利率波动，2019年主营业务毛利率较上年有所下降。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | | 2018年 | |
|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 胶州开发区基础设施建设项目 | 34,348.89 | 6.03% | 24,822.15 | 5.17% |
| 租赁收入 | 25,763.21 | 49.74% | 24,580.82 | 35.29% |
| 贸易收入 | 15,756.20 | 2.70% | 0.00 | - |
| 销售商品房收入 | 6,371.30 | -17.41% | 0.00 | - |
| 政府购买服务收入 | 1,522.36 | -16.14% | 1,221.16 | 49.09% |
| 物业收入 | 29.25 | -666.94% | 7.28 | -104.29% |
| 劳务派遣收入 | 425.77 | -6.54% | 0.00 | - |
| 合计 | 84,216.98 | 16.31% | 50,631.41 | 20.84% |

注：胶州开发区基础设施建设项目未收到的回购款在资产负债表中均计入“存货”——“工程施工”科目
 资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司是胶州开发区最重要的基础设施建设主体，胶州开发区基础设施建设项目规模较大，未来回购收入较有保障

公司承担胶州开发区基础设施项目的建设，通过与政府签订代建或回购协议获取业务收入。近年来公司收入主要来自胶州开发区基础设施建设项目回购收入。该项目是针对胶州开发区的基础设施一揽子建设项目（本期债券募投项目青岛胶州湾产业新区基础设施建设二期项目包括在内），涉及道路建设、河道治理、征地拆迁等多个子项目，项目于2009年开工建设，计划总投资99.58亿元。公司就此类项目与胶州市财政局签订了《基础设施建设回购协议》，公司作为该项目的资金筹措方和施工方，胶州市财政局每年根据项目完工进度，在项目的投资成本基础上加成16%进行回购，公司根据《基础设施建设投入、收益申报表》将回购金额确认为营业收入。受每年公司建设项目施工进度的影响，回购收入存在一定波动。2019年公司确认项目投资成本3.23亿元，扣除增值税之后，确认回购收入3.43亿元，当年共收到回款6.42亿元。截至2019年末，胶州开发区基础设施建设项目已累计投资65.16亿元，后续尚需投资约34.42亿元，规模较大，公司未来回购收入仍较有保障，但同时也存在较大的资金压力。

2019年上合示范区建设总体方案获批，胶州开发区亦属于上合示范区核心区，随着上合示范区建设的不断推进，公司基础设施建设业务有望进一步增加，未来可持续性较好。

公司租赁收入较为稳定，业务持续性较好

2017年5月，公司与开发区管委会就西安交大青岛研究院工程项目、高新技术企业孵化器工程项目（本期债券募投项目）等项目签订了《租赁协议书》；2018年，公司就各个项目与开发区管委会签订了补充协议，约定开发区管委会对上述项目每年按照投资额的10%支付租赁费用；2018-2019年就胶州综合检测实验中心、青岛中加国际学校、青岛高端装备制造制造业孵化器项目新签订租赁协议。2019年，公司共确认租赁收入2.58亿元，毛利率为49.74%。考虑到租赁协议约定的租赁期限较长，公司租赁业务持续性较好，且租赁业务的毛利率较高，有望给公司带来较为稳定的收入及利润。

表4 2019年公司租赁业务情况（单位：万元）

| 项目 | 租赁收入 | 租赁期限 |
|-------------|----------|---------------------|
| 创业大厦 | 4,502.10 | 2017.1.1-2026.12.31 |
| 高新技术企业孵化器项目 | 1,655.90 | 2017.1.1-2026.12.31 |
| 高新技术企业先导区 | 2,812.38 | 2017.1.1-2026.12.31 |
| 管理楼北楼 | 212.00 | 2018.1.1-2026.12.31 |
| 管理楼南楼 | 30.66 | 2017.1.1-2026.12.31 |
| 胶州综合检测实验中心 | 3,012.00 | 2018.1.1-2027.12.31 |

| | | |
|-----------|------------------|---------------------|
| 青岛中加国际学校 | 1,954.14 | 2018.1.1-2027.12.31 |
| 西安交大附中 | 2,733.24 | 2017.1.1-2026.12.31 |
| 西安交大研究院 | 7,621.43 | 2017.1.1-2026.12.31 |
| 中机孵化器 | 1,229.36 | 2019.1.1-2021.12.31 |
| 合计 | 25,763.21 | - |

资料来源：公司提供

2019年公司新增商品房销售及贸易收入，丰富了公司的收入来源

公司以商品房开发模式自建的观澜文苑小区（原专家人才公寓项目）一期自2018年10月开始预售，2019年开始确认收入，截至2020年3月末，一期项目总可售房源196套，已售114套，销售均价9,600元/平方米，二期项目总可售房源352套，已售115套，销售均价9,800元/平方米。

表5 截至2020年3月末公司商品房项目情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目名称 | 项目位置 | 总投资 | 已投资 | 建筑面积 | 可售面积 | 已销售额 |
|-----------|-----------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 观澜文苑一期 | 胶州经济技术开发区汇英街10号 | 6.50 | 5.41 | 5.16 | 3.32 | 1.19 |
| 观澜文苑二期 | | | | 6.52 | 4.52 | 1.38 |
| 合计 | - | 6.50 | 5.41 | 11.68 | 7.84 | 2.57 |

资料来源：公司提供

公司贸易业务由子公司青岛胶发国际贸易有限公司负责，主要负责钢材、冻鲜海产品等批发零售及进出口，2019年实现钢材销售收入1.21亿元，冻鲜海产品收入0.25亿元，丰富了公司的收入来源。

公司2018年与开发区管委会签订《政府购买服务合同》，由公司作为开发区管委会的物业、食堂及项目引进、扶持企业发展及临时性项目等服务，服务期限自2018年4月1日至2019年3月31日，双方对合同的履行无异议则合同履行期限自动顺延。2019年，公司获得政府购买服务收入1,522.36万元，但由于运营成本较高，2019年该业务亏损，毛利率为负。

公司主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力

公司在建项目除已签订回购协议的胶州开发区基础设施建设项目，还有部分在建工程，包括观澜文苑小区项目、开发区初中项目、黄河路小学项目、博爱街幼儿园项目等。截至2019年末，公司主要在建工程项目已投资7.21亿元，尚需投资18.20亿元。

表6 截至2019年末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 计划总投资 | 已投资 |
|----------|-------|------|
| 观澜文苑小区项目 | 6.50 | 4.72 |
| 开发区初中项目 | 3.17 | 0.86 |

| | | |
|---------------|--------------|--------------|
| 黄河路小学项目 | 2.44 | 1.04 |
| 博爱街幼儿园项目 | 0.59 | 0.29 |
| 社区服务中心项目 | 0.56 | 0.24 |
| 上合组织国际培训中心 | 6.80 | 0.05 |
| 中央商务区地下停车场综合体 | 4.72 | 0.003 |
| 特勤消防站 | 0.63 | 0.006 |
| 合计 | 25.41 | 7.209 |

注：观澜文苑小区项目为原专家人才公寓项目，胶州经济技术开发区湿地修复及湿地周边产业规划项目项目已暂停

资料来源：公司提供

整体而言，截至 2019 年末，包括胶州开发区基础设施建设项目及在建工程在内的主要在建项目计划总投资 124.99 亿元，后续尚需投资 52.62 亿元，公司面临较大的资金支出压力。

截至2019年末，本期债券募投项目补偿资金收入并未按预期实现

公司作为本期债券募投项目的建设主体，承担着筹资建设和建成以后的管理任务。为平衡公司在项目建设过程中的成本收益，同时保障本期债券到期足额偿还，根据胶政发【2014】19号文件，胶州市人民政府决定在胶州开发区范围内划定2,600亩土地（该地块东至和谐大道、西至交大大道、南至淮河路、北至黑龙江路），将该地块开发净收益的38.5亿元分5年补偿给公司，即2017-2021年分别补偿6亿元、7亿元、7亿元、8亿元和10.5亿元。但截至2019年末，该收入并未按预期实现。

公司继续得到地方政府的大力支持

公司作为胶州开发区基础设施建设的投资建设及运营主体，持续获得当地政府的大力支持。2019 年根据胶财资字[2019]8 号文件，胶州市财政局、胶州市国有资产服务中心将 10.00 亿元政府置换债券作为权益性资本，由胶州市国有资产服务中心作为出资人，对公司投资注入 10.00 亿元增加实收资本。根据胶财函字[2019]78 号文，为缓解公司压力，公司相应贷款产生的利息由胶州开发区财政局承担。此外，2019 年公司共获得补助收入 2.61 亿元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年度审计报告，报告按新会计准则编制。2019年公司合并范围增

加3家子公司，减少2家子公司，具体情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但以开发成本和工程施工为主，预付款项及其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用，且部分资产已用于抵押，整体资产流动性较弱

公司总资产规模持续增长，截至2019年末，公司总资产为329.95亿元。公司资产以流动资产为主，截至2019年末，公司流动资产占比90.61%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | | 2018年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 162,025.17 | 4.91% | 118,325.42 | 3.92% |
| 预付款项 | 195,786.64 | 5.93% | 304,414.02 | 10.08% |
| 其他应收款 | 750,728.36 | 22.75% | 374,782.56 | 12.41% |
| 存货 | 1,857,831.13 | 56.31% | 1,941,294.28 | 64.31% |
| 流动资产合计 | 2,989,666.69 | 90.61% | 2,751,320.81 | 91.14% |
| 投资性房地产 | 162,182.43 | 4.92% | 158,528.68 | 5.25% |
| 在建工程 | 101,335.51 | 3.07% | 60,080.03 | 1.99% |
| 非流动资产合计 | 309,861.40 | 9.39% | 267,535.68 | 8.86% |
| 资产总计 | 3,299,528.09 | 100.00% | 3,018,856.48 | 100.00% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司货币资金 16.20 亿元，主要为银行存款，货币资金无受限情况。公司预付款项账面价值 19.58 亿元，主要为尚未结算的工程款，账龄基本在一年以内。公司其他应收款账面价值 75.07 亿元，主要为应收政府、关联方的往来款，前五名单位分别为开发区管委会、胶州市经济技术开发区财政局、胶州市财政局、青岛胶州湾科投置业有限公司和青岛市胶州新城建设发展有限公司，金额合计 71.08 亿元；其中应收开发区管委会 36.63 亿元，占其他应收款的 48.79%，应收胶州市经济技术开发区财政局 21.23 亿元，占其他应收款的 28.28%；公司应收对象集中，规模大，对公司资金形成较大占用，未来回款时间存在不确定性。截至 2019 年末，公司存货账面价值 185.78 亿元，其中开发成本 129.34 亿元，工程施工 53.88 亿元。开发成本为开发土地，其中账面价值 43.75 亿元抵押受限，占开发成本的 33.82%，工程施工为胶州湾产业基地工业园区基础设施建设项目。

截至 2019 年末，公司投资性房地产账面价值 16.22 亿元，主要为西安交大青岛研究院项目、西安交大附中项目、高新技术企业孵化器项目和高端装备制造产业园先导区项目、智慧胶州信息大厦项目、胶州湾产业新区管理楼等项目。公司在建工程账面价值 10.13 亿

元，主要系在建青岛幼儿师范项目及黄河路小学项目等。

总体来看，2019 年公司资产规模稳定增长，但公司资产以开发成本和工程施工为主，其他应收款及预付款项规模较大，对公司资金形成一定占用，且部分资产已用于抵押，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入有所增加，盈利仍主要来自政府补助

2019 年公司营业收入主要来自胶州开发区基础设施建设工程项目的回购收入、房屋租赁业务收入和贸易收入。胶州开发区基础设施建设工程项目根据当年项目完工进度确认收入，2019 年该项目确认的回购收入有所增加。公司贸易业务毛利率较低，销售商品房收入、政府购买服务收入、物业收入亏损，综合导致 2019 年综合毛利率下降。公司 2019 年其他收益 2.61 亿元为政府补助收入，占公司利润总额的 167.89%。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 |
|-------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 84,648.18 | 50,631.41 |
| 其他收益 | 26,103.30 | 43,000.00 |
| 营业利润 | 15,779.74 | 23,859.70 |
| 利润总额 | 15,547.55 | 23,700.24 |
| 综合毛利率 | 16.74% | 20.84% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流持续大规模净流出，在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力

2019 年公司收现比为 1.31，收现能力仍较好。公司经营活动现金流入主要为收到的胶州开发区基础设施建设工程项目、租赁收入、政府补助及与其他单位的往来款，经营活动现金流出主要为与公司基础设施建设相关的支出和与其他单位的往来支出。2019 年公司经营活动现金仍表现为大规模净流出。

投资活动方面，投资活动现金流出主要为在建工程投资支付的现金，规模较上年有所增长，公司投资活动现金依然为净流出状态。

筹资活动方面，2019 年公司筹资活动现金流入为取得银行借款及发行债券收到的现金，筹资活动现金流出为偿还债务。2019 年公司筹资活动现金流入规模较大，筹资活动

现金表现为净流入状态，公司经营活动和投资活动对筹资活动现金流依赖较大。截至 2019 年末，公司主要在建项目后续尚需投资 52.62 亿元，面临较大的资金支出压力。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 |
|----------------------|--------------------|--------------------|
| 收现比 | 1.31 | 1.53 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 111,278.62 | 77,512.85 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 129,538.08 | 140,448.74 |
| 经营活动现金流入小计 | 240,816.78 | 217,961.59 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 265,152.73 | 186,370.84 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 357,118.67 | 214,701.90 |
| 经营活动现金流出小计 | 641,578.09 | 424,081.89 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -400,761.31 | -206,120.30 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -40,257.06 | -35,685.10 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 482,929.41 | 270,202.88 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 43,699.75 | 27,877.47 |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模进一步增长，面临较大的偿债压力

2019年公司负债规模进一步增加，年末公司负债总额为195.39亿元，所有者权益为134.57亿元，产权比率为145.20%，较2018年末上升5.28个百分点，所有者权益对负债的覆盖程度进一步降低。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2019 年 | 2018 年 |
|-------|--------------|--------------|
| 负债总额 | 1,953,855.83 | 1,760,587.99 |
| 所有者权益 | 1,345,672.27 | 1,258,268.49 |
| 产权比率 | 145.20% | 139.92% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2019 年公司非流动负债占比提升较大，年末占比 74.27%。

截至 2019 年末，公司短期借款 10.62 亿元，较上年增长 61.50%，为公司及子公司青岛胶州湾科技投资有限公司的保证借款。公司应付账款账面价值 11.32 亿元，主要为应付开发区管委会的工程款，公司承建的城市基础设施建设项目工程成本暂由开发区管委会统一支付，待相关工程完工决算后再与相关往来单位进行结算，因债权债务关系转移，2019 年降幅较大。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 17.76 亿元，包括一年内到

期的长期借款、应付债券和长期应付款。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | | 2018年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 106,189.80 | 5.43% | 65,753.00 | 3.73% |
| 应付账款 | 113,242.52 | 5.80% | 409,650.71 | 23.27% |
| 一年内到期的非流动负债 | 177,580.19 | 9.09% | 243,003.52 | 13.80% |
| 流动负债合计 | 502,800.43 | 25.73% | 769,540.67 | 43.71% |
| 长期借款 | 473,675.00 | 24.24% | 542,325.00 | 30.80% |
| 应付债券 | 872,609.97 | 44.66% | 335,550.76 | 19.06% |
| 长期应付款 | 104,661.00 | 5.36% | 112,825.62 | 6.41% |
| 非流动负债合计 | 1,451,055.40 | 74.27% | 991,047.33 | 56.29% |
| 负债合计 | 1,953,855.83 | 100.00% | 1,760,587.99 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 1,687,733.96 | 86.38% | 1,272,457.90 | 72.27% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司长期借款余额为 47.37 亿元，由质押借款、保证借款及抵押借款构成。公司应付债券为 87.26 亿元，同比增加 160.05%，应付债券明细情况详见下表，公司 2019 年新发行债券较多，债券期限以 3 年为主，还款时间较为集中。公司长期应付款为应付融资租赁款及应付青岛幼儿师范项目、中央商务区地下停车场综合体工程的项目款。

表12 截至 2019 年末公司应付债券明细情况（单位：万元）

| 债券名称 | 发行日期 | 债券期限 | 余额 |
|---------------|------------|------|-------------------|
| 14 胶州发展债 | 2014-9-22 | 7 年 | 45,889.84 |
| 18 胶州湾 PPN001 | 2018-5-25 | 3 年 | 49,457.43 |
| 18 胶州湾 MTN001 | 2018-4-25 | 5 年 | 79,164.80 |
| 18 胶州湾 MTN002 | 2018-11-23 | 5 年 | 79,167.59 |
| JZBDB2106-1 | 2018-6-14 | 3 年 | 82,430.54 |
| 19 胶州湾 PPN001 | 2019-1-14 | 3 年 | 49,728.57 |
| JZBDB2106-2 | 2018-12-14 | 3 年 | 54,603.91 |
| 19 鲁胶发 ZR001 | 2019-2-22 | 3 年 | 49,653.23 |
| 19 鲁胶发 ZR002 | 2019-3-20 | 3 年 | 49,653.47 |
| 19 鲁胶发 ZR003 | 2019-3-26 | 3 年 | 49,653.23 |
| 19 胶州湾 MTN001 | 2019-4-3 | 5 年 | 69,212.18 |
| JZBDB2206 | 2019-6-28 | 3 年 | 207,263.08 |
| 19 鲁胶发 ZR004 | 2019-12-23 | 3 年 | 29,732.08 |
| 小计 | - | - | 895,609.97 |

| | | | |
|---------------|----------|----------|-------------------|
| 减：一年内到期部分期末余额 | - | - | 23,000.00 |
| 合计 | - | - | 872,609.97 |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中的有息部分在内的有息债务总额为 168.77 亿元，较 2018 年末增长 32.64%，占负债总额的 86.38%，公司有息债务规模较大，增长较快。从偿还期限来看，公司 2020 年及 2021 年分别需要偿还有息债务 37.27 亿元及 23.48 亿元。整体来看，公司短期及长期需偿还的有息债务规模均较大，面临较大的偿债压力。

从各项偿债指标来看，随着负债规模增加，公司资产负债率有所上升，截至2019年末，公司资产负债率为59.22%。2019年公司短期有息债务规模略有下降，现金短期债务比有所上升，但仍处于较低水平。由于公司贷款产生的利息由胶州开发区财政局承担，公司 EBITDA 利息保障倍数处于较高水平。2019年公司盈利能力有所下降，有息债务规模有所增加，EBITDA 对有息债务的保障程度进一步减弱。

表13 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2019 年 | 2018 年 |
|---------------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 59.22% | 58.32% |
| 现金短期债务比 | 0.57 | 0.38 |
| EBITDA（万元） | 26,218.62 | 34,283.38 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 6.40 | 6.15 |
| 有息债务/EBITDA | 64.37 | 37.12 |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司提供的土地使用权抵押有效保障了本期债券的本息偿付，跟踪期内公司未对抵押资产进行重新评估

本期债券发行时公司以其合法拥有的20宗、115.45万平方米商服、住宅以及城镇住宅兼商服用地为本期债券提供抵押担保。根据发行时的约定，当抵押比率超过2.0时，公司可以要求对部分抵押资产解押，公司已对5宗土地进行解押。

根据2015年3月25日青岛青房不动产评估事务所有限公司出具的《土地估价报告》{（青岛）青房【2015】（估）字第QT03018}，估价基准日为2015年03月25日，剩余15宗抵押土地评估价值合计259,900.20万元，截至2020年6月23日，抵押比率约为5.31，满足《抵押资产监管协议》所设定的最低抵押比率（1.5倍）的要求。公司提供的土地使用权抵押有效保

障了本期债券的本息偿付，但用于抵押的土地资产规模较大，极端情况下能否集中变现及变现金额存在一定的不确定性。

根据本期债券发行时募集说明书的约定，在本期债券存续期间，公司将聘请经债权人认可的具备相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，年度资产评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息日，出具时间不超过本期债券当年付息日后的三十个工作日。2015年3月25日至2020年6月23日，公司未按约定对抵押资产进行跟踪评估。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月25日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额为67.13亿元，占公司所有者权益的比重为49.89%，对外担保规模较大。公司对外担保对象主要为国有企业，均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表14 截至2019年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方 | 担保金额 | 担保方式 | 是否有反担保 |
|-----------------|-------------------|----------|--------|
| 青岛金胶州资产经营有限公司 | 150,000.00 | 连带责任保证担保 | 否 |
| 青岛胶州城市发展投资有限公司 | 341,800.00 | 连带责任保证担保 | 否 |
| 青岛胶州湾渠成水务工程有限公司 | 10,000.00 | 连带责任保证担保 | 否 |
| 青岛少海水利开发有限公司 | 108,875.00 | 连带责任保证担保 | 否 |
| 青岛胶州湾新城建设发展有限公司 | 60,000.00 | 连带责任保证担保 | 否 |
| 胶州市第二中学 | 670.00 | 连带责任保证担保 | 否 |
| 合计 | 671,345.00 | - | - |

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019年胶州市经济继续保持较快增长；上合示范区总体方案落地，核心区位于胶州，

包括 36.7 平方公里的胶州经济技术开发区和 24.4 平方公里的概念性规划新区，2019 年上合示范区内多个项目开工、加速建设，随着上合示范区建设的不断推进，公司作为胶州开发区重要的基础设施建设主体，将迎来较好的发展机遇。2019 年公司基础设施建设项目、租赁业务规模有所增长，均签有相关协议，未来收入来源较有保障，公司增加贸易业务及房产销售业务，业务多元化程度得到提升；胶州市财政局、胶州市国有资产服务中心将 10.00 亿元政府置换债券作为权益性资本，由胶州市国有资产服务中心作为出资人为公司增加实收资本，公司资本实力得到有效提升。此外，国有土地使用权抵押担保继续有效提升了本期债券的信用水平。

同时我们也关注到，本期债券抵押资产最新评估基准日为 2015 年 3 月 25 日，截至 2020 年 6 月 23 日，公司未按约定对抵押资产进行跟踪评估；截至 2019 年末，本期债券募投项目补偿资金收入未按预期实现；公司资产以开发成本和工程施工为主，预付账款及其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用，且部分资产已用于抵押，整体资产流动性较弱；公司经营活动现金表现为较大规模净流出，在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力；公司有息债务规模较大，EBITDA 对有息债务的保障程度弱，面临较大的偿债压力；公司对外担保规模较大，且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定，维持本期债券信用等级为 AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 162,025.17 | 118,325.42 | 90,447.95 |
| 其他应收款 | 750,728.36 | 374,782.56 | 408,027.31 |
| 存货 | 1,857,831.13 | 1,941,294.28 | 1,623,228.94 |
| 总资产 | 3,299,528.09 | 3,018,856.48 | 2,937,097.32 |
| 短期借款 | 106,189.80 | 65,753.00 | 40,000.00 |
| 一年内到期的非流动负债 | 177,580.19 | 243,003.52 | 157,982.87 |
| 流动负债合计 | 502,800.43 | 769,540.67 | 873,394.32 |
| 长期借款 | 473,675.00 | 542,325.00 | 631,675.00 |
| 应付债券 | 872,609.97 | 335,550.76 | 68,613.42 |
| 总负债 | 1,953,855.83 | 1,760,587.99 | 1,695,638.60 |
| 有息债务 | 1,687,733.96 | 1,272,457.90 | 992,873.60 |
| 所有者权益 | 1,345,672.27 | 1,258,268.49 | 1,241,458.72 |
| 营业收入 | 84,648.18 | 50,631.41 | 35,934.41 |
| 其他收益 | 26,103.30 | 43,000.00 | 38,048.30 |
| 营业利润 | 15,779.74 | 23,859.70 | 30,403.34 |
| 利润总额 | 15,547.55 | 23,700.24 | 29,155.85 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -400,761.31 | -206,120.30 | -148,595.31 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -40,257.06 | -35,685.10 | -25,400.59 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 482,929.41 | 270,202.88 | 246,949.03 |
| 财务指标 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
| 综合毛利率 | 16.74% | 20.84% | 32.16% |
| 收现比 | 1.31 | 1.53 | 0.46 |
| 产权比率 | 145.20% | 139.92% | 136.58% |
| 资产负债率 | 59.22% | 58.32% | 57.73% |
| 现金短期债务比 | 0.57 | 0.38 | 0.46 |
| EBITDA（万元） | 26,218.62 | 34,283.38 | 38,666.60 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 6.40 | 6.15 | 5.48 |
| 有息债务/EBITDA | 64.37 | 37.12 | 25.68 |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

| 公司名称 | 注册资本 (万元) | 持股比例 | 主营业务 |
|------------------|--------------|-------|------------------------------|
| 青岛胶州湾科技投资有限公司 | 150,000.00 | 100 | 基础设施建设,房屋建筑工程施工及租赁 |
| 青岛中机科技产业有限公司 | 11,000.00 | 81.82 | 孵化器投资、运营、管理;中小型企业投资与服务 |
| 青岛胶州湾城市物业经营有限公司 | 3,000.00 | 100 | 物业管理服务、房屋租赁、 |
| 青岛绿建园开发投资有限公司 | 20,000.00 | 100 | 产业园区运营管理、市政公用设施管理维护;城市基础设施建设 |
| 青岛胶发人力资源服务有限公司 | 10,000.00 | 100 | 劳务派遣、人力资源 |
| 青岛胶发文化旅游发展有限公司 | 10,000.00 | 100 | 会议及展览展示服务;旅游信息咨询服务 |
| 青岛胶发国际贸易有限公司 | 10,000.00 | 100 | 批发、零售 |
| 青岛胶州湾科创置业有限公司 | 10,000.00 | 100 | 房地产开发经营 |
| 青岛胶州湾科睿置业有限公司 | 10,000.00 | 100 | 房地产开发经营 |
| 青岛胶州湾科顺置业有限公司 | 10,000.00 | 100 | 房地产开发经营 |
| 青岛胶州湾宏科置业有限公司 | 10,000.00 | 100 | 房地产开发经营 |
| 青岛胶州湾上合示范区发展有限公司 | 100,000.00 | 100 | 产业园区运营管理、市政公共设施管理维护 |

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 收现比 | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 产权比率 | $\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$ |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 现金短期债务比 | $\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$ |
| EBITDA | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 现金类资产 | 货币资金 |
| 有息债务 | $\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息部分}$ |

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |