

# 青岛少海发展集团有限公司

## 2020 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：王 飞 fwang@ccxi.com.cn

何 川 chhe@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 7 月 29 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 3183号

## 青島少海发展集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“17 少海专项债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十九日

**评级观点：**中诚信国际维持青岛少海发展集团有限公司（以下简称“少海集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 少海专项债”的信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了胶州市经济实力的持续增强为公司发展所营造的良好外部环境和有力的政府支持等因素对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到公司自营项目收益情况存在一定不确定性、代建业务以及其他应收款规模较大，后续回款情况需关注、公司债务规模较大，面临较大的短期偿债压力以及对外担保金额较大，存在一定代偿风险等因素对公司未来整体信用状况的影响。

### 概况数据

少海集团（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	141.11	118.38	167.20
所有者权益合计（亿元）	62.91	63.99	95.95
总负债（亿元）	78.20	54.39	71.25
总债务（亿元）	48.57	53.03	56.40
营业总收入（亿元）	5.80	7.10	7.09
经营性业务利润（亿元）	1.13	1.41	1.18
净利润（亿元）	1.06	1.09	1.18
EBITDA（亿元）	2.72	2.22	3.96
经营活动净现金流（亿元）	-7.76	-0.92	10.14
收现比(X)	1.23	0.02	0.13
营业毛利率(%)	13.22	13.50	6.84
应收类款项/总资产(%)	19.80	34.19	21.33
资产负债率(%)	55.42	45.94	42.61
总资本化比率(%)	43.57	45.31	37.02
总债务/EBITDA(X)	17.89	23.90	14.25
EBITDA 利息倍数(X)	1.42	2.14	1.22

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理；2、“其他应收款”数据为剔除“应收利息”及“应收股利”后的数据。

### 正面

■ **胶州市区域经济增长持续。**胶州市作为青岛县级市，近年来发展迅速。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，较上年增长 7.9%，稳步发展的区域经济为公司提供了良好的外部环境。

■ **外部支持力度较大。**公司作为胶州市大沽河度假区内最重要的基础设施建设、物业管理、水利开发、房屋租赁等业务运作主体，近年来持续获得政府在资产注入和财政补贴上的大力支持，资本实力逐步增强。2017 年~2019 年，公司收到政府补助分别为 1.35 亿元、1.72 亿元和 1.50 亿元。

### 同行业比较

2019 年同区域同类型企业主要指标对比表						
公司名称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
青岛少海发展集团有限公司	167.20	95.95	42.61	7.09	1.18	10.14
青岛胶州城市发展投资有限公司	367.04	138.23	62.34	14.08	1.64	-16.88
青岛胶州湾发展集团有限公司	329.95	134.57	59.22	8.46	0.91	-40.08

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
17 少海专项债	AA	AA	17.00	17.00	2017/10/31~2024/10/31

### 关注

■ **自营项目收益情况存在一定不确定性。**公司目前在建的自营项目较多，建成后将通过出租、出售等多种经营方式来覆盖前期的投资成本，资金回笼情况对外部市场环境和当地经济发展水平依赖较大，项目盈利能力需关注。

■ **关注公司代建业务以及其他应收款回款情况。**截至 2019 年末，公司主要在建项目总投资 37.85 亿元，已完成投资 26.00 亿元，收到项目回款 3.00 亿元；此外，公司其他应收款账面余额 27.29 亿元，主要系应收青岛大沽河省级生态旅游度假区管委会（以下简称“度假区管委会”）等单位往来款，账龄以 3 年以内为主，公司代建业务及其他应收款回收情况需关注。

■ **公司债务规模较大，且备用流动性趋紧，面临较大的短期偿债压力。**截至 2019 年末，公司债务总额 56.40 亿元，其中短期债务 20.36 亿元，同期末公司货币资金余额为 16.13 亿元，其中 6.95 亿元受限，且无可用银行授信额度，公司短期偿债压力较大。

■ **对外担保金额较大，存在一定代偿风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额为 54.52 亿元，占净资产的 56.82%，担保对象均为当地国有企业，但公司担保规模较大，仍存在一定代偿风险。

### 评级展望

中诚信国际认为，青岛少海发展集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**胶州市经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充；盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“17 少海专项债”募集资金 17.00 亿元，截至 2019 年末，已全部使用完毕，募集资金与募集说明书约定用途一致，未发生用途变更。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

**宏观风险：**当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所

难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向向下移，结构性问题的存在使得后续。

经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

**宏观政策：**“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

**宏观展望：**考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全年GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 近期关注

**青岛市位于中日韩自贸区前沿，是山东省经济中心、国家重要的现代海洋产业发展先行区、一带一路新亚欧大陆桥经济走廊主要节点城市，2019年区域经济和财政实力进一步增强**

青岛市地理位置优越，交通便利，海区港湾众多，是我国5个计划单列市之一，15个副省级城市之一。青岛市总面积11,282平方公里，目前辖7个区（市南区、市北区、黄岛区、崂山区、李沧区、城阳区、即墨区），代管三个县级市（胶州市、平度市、莱西市）。截至2019年末，青岛市常住人口为949.98万人。

交通优势和政策优势给青岛市经济发展提供了广阔的空间，近年来青岛市各项经济指标均排在山东省首位。2019年，青岛市实现地区生产总值11,741.31亿元，按可比价格计算，较上年增长6.5%。其中，第一产业增加值409.98亿元，增长1.6%；第二产业增加值4,182.76亿元，增长4.7%；第三产业增加值7,148.57亿元，增长8.0%。三次产业结构调整调整为3.5:35.6:60.9。

近年来，青岛市固定资产投资增速明显，由2014年的固定资产投资增速16.1%，上升至2019年的21.6%。从产业投资结构来看，2019年青岛市第一产业投资增长3.5%，第二产业投资增长18.2%，第三产业投资增长22.7%。

稳定的经济增长和合理的产业结构为青岛市财政实力形成了有力的支撑。2019年，青岛市完成一般公共预算收入1,241.74亿元，同比增加0.80%；其中税收收入为901.70亿元，税收收入占比为

72.62%。同期，青岛市政府性基金收入为1,205.14亿元，同比大幅增加36.09%。

财政支出方面，2019年，青岛市一般公共预算支出为1,576.63亿元，同比增加0.99%；同期，财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为78.76%，一般公共预算收入对一般公共预算支出的覆盖程度较高。

表1：2017年~2019年青岛市地方财政收支情况（亿元、%）

项目	2017	2018	2019
一般公共预算收入	1,157.24	1,231.90	1,241.74
其中：税收收入	824.07	905.86	901.70
政府性基金收入	534.35	885.52	1,205.14
一般公共预算支出	1,403.03	1,561.23	1,576.63
政府性基金支出	637.08	925.58	1,309.73
公共财政预算平衡率	82.48	78.91	78.76

资料来源：青岛市财政局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，青岛市交通便利，且作为计划单列市享有良好的政策支持，经济实力和财政实力持续快速增强，一般公共预算收入稳步提升，但财政平衡率整体略有下降。

**胶州市区位和交通优势显著，近年来经济及财政水平保持快速增长，且胶东机场的建设和落地或对当地经济产生一定的拉动作用**

胶州市隶属于山东省青岛市，陆地面积1,324平方公里，海岸线25公里，辖6个镇、6个街道办事处、811个行政村、65个居委会，2019年末全市常住人口为90.75万人，人均GDP为126,946元。据中国社会科学院发布的《中国县域经济发展报告（2019）》，2019年中国百强县综合排名中，胶州市名列14位。

凭借着优越的区位和交通优势，近年来胶州市经济保持较快发展。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，较上年增长7.9%。其中，第一产业增加值56.49亿元，增长2.3%；第二产业增加值534.29亿元，增长10.2%；第三产业增加值556.81亿元，增长6.1%。三次产业比例为4.9:46.6:48.5。

固定资产投资方面，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%，工业

投资增长 15.8%，技改投资增长 34.9%。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。三次产业投资比例调整为 1.0:37.7:61.3。

随着经济的发展，胶州市财政实力也持续增强。2019 年，胶州市完成一般公共预算收入 101.39 亿元，同比增加 1.00%，总量首次跃居全省县级市第一位；其中，税收收入完成 76.17 亿元，增长 14.6%。同期，胶州市政府性基金收入为 132.39 亿元，同比大幅增加 33.80%；其中，土地出让价款收入 119.06 亿元。

财政支出方面，2019 年，胶州市一般公共预算支出为 117.03 亿元，同比增加 0.99%；政府性基金支出 158.42 亿元，同比增长；同期，财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 86.67%，一般公共预算收入对一般公共预算支出的覆盖程度较高。截至 2019 年末，胶州市政府债务余额为 103.27 亿元，政府债务压力尚可。

**表 2：2017~2019 年胶州市财政收支情况（亿元）**

	2017	2018	2019
一般公共预算收入	96.52	100.38	101.39
其中：税收收入	50.27	66.47	76.17
非税收入	46.25	33.92	25.22
政府性基金收入	29.30	98.96	132.39
一般公共预算支出	108.91	116.96	117.03
政府性基金支出	34.96	108.57	158.42
财政平衡率（%）	88.62	85.82	86.67

资料来源：胶州市财政局，中诚信国际整理

### 作为国家 4A 级旅游景区，大沽河度假区区位优势显著，近年来随着相关配套设施的不断完善及相关产业的培育，带动区域经济的不断发展

大沽河度假区位于胶州市东南部，距青岛胶州国际机场 8 公里，南接胶州国家级经济技术开发区，东部紧邻红岛经济区，地处青岛“三城联动”北部城区中心位置，青岛“生态主轴”大沽河入海口处，自 2004 年滞洪区开挖，历经 10 余年发展，已形成总面积 31.8 平方公里、水域面积 6.28 平方公里规划版图。

2016 年 1 月，根据《山东省人民政府关于将少海国际省级旅游度假区更名为大沽河省级生态旅游度假区的批复》（鲁政字【2016】17 号），大沽河度假区正式更名为大沽河省级生态旅游度假区，标志着度假区正式迈入生态旅游度假一体化发展时代。作为国家 4A 级旅游景区，胶州市政府以度假区为基础，初步构建起一条沿大沽河的集体闲旅游、康体保健、文化创意、养老服务、特色商业等功能于一体的高端服务业产业链，旨在实现“5+3”的产业格局和战略规划。“5”即医疗养老板块、文化交流板块、商务餐饮板块、乐居休闲板块、娱乐体验板块等五大功能板块，“3”即以宜居为主题的高端项目集群、以香港路为轴心的项目集群、以大沽河游客服务中心为核心的项目集群等三大产业集群。

目前，大沽河度假区正加快实施建设，同时也进一步推动了周边区域的开发建设，土地的增值也带动了区内房地产产业的快速发展；此外，大沽河度假区还连接着青岛市高新区和西海岸经济新区，对接青岛市大沽河治理和蓝色经济区发展规划，远期目标是再现“千年古埠、北国江南”的城市风采，预计大沽河度假区全面完工后将成为大青岛区域内集生活、购物、休闲、娱乐于一体人口规模可达 10 万的现代化幸福宜居新区和大青岛西海岸黄金旅游点，极大提升整个胶州市东部片区的整体城市化配套层次和水平。

近年来，度假区借势距 4F 级胶东国际机场 10 分钟车程、胶州湾大桥胶州连接线启用、周边“三高五铁”等海陆空铁四通八达的良好交通区位优势，全面发力“一厅三区五小镇”建设，精塑板桥“海丝”核心区、升级体验式旅游模式、集成健康产业新业态、拓展融资租赁生态圈、启建总部经济示范区。此外，度假区持续强化项目建设和“双招双引”两大支撑，以重大项目为突破点，完成了百亿级中国康养艺术园区项目落地协议的签订，还签约了中瑞鼎峰冰球基地项目、大家居工业互联网产业创新园等过亿级项目 5 个，洽谈推进青岛国际音乐之城等项目 20 个。

**公司工程代建业务拟建项目储备较多，未来业务持续性较好；但拟建项目总投资规模较大，公司面临较大的项目投资压力，同时公司代建项目回款相对滞后，需关注公司代建业务后续回款情况**

根据胶州市政府相关授权，公司目前主要承担着大沽河度假区范围内的基础设施建设工作，业务具有较强的区域垄断性。作为大沽河度假区范围内的基础设施建设主体，2016年及以前，公司主要与胶州市政府签订政府购买协议，同时授权度假区管委会负责项目的验收、款项的划拨；2017年以来，政府授权度假区管委会与公司签订具体项目的委托代建（管）协议，由度假区管委会负责项目的验收、款项的划拨，业务保障程度较高，但该业务自主性较弱，受当地政府规划和项目建设进度等因素影响，收入规模呈一定波动性。2017年~2019年，公司基础设施建设业务分别确认收入 5.67 亿元、6.99 亿元和 6.84 亿元；收入回款方面，2017年~2019年，公司分别收到代建项目回款 0.28 亿元、0.09 亿元和 0.70 亿元，公司代建项目回款相对滞后。

运营模式方面，公司从胶州市政府或政府相关部门获得项目建设许可后，对建设项目进行前期的规划和设计，并报请批准后，通过自有资金和银行借款等方式进行基础设施的建设和管理，作为项目建设主体再通过招标的方式将工程外包给具有专业资质的施工企业。项目工程竣工验收合格后，由公司根据工程进度提交工程决算文件，委托方收到后自行或委托其他机构审计并出具结算通知，项目的建设管理服务购买价格为项目实际发生的成本

加上项目管理费，建设管理的项目购买价格为工程造价溢价 15%~18%后的价格，溢价部分作为项目管理费。此外，在项目建成后，胶州市政府会将相关资产物业管理业务交由公司进行运营管理，形成公司新的盈利增长点。

截至 2019 年末，公司主要已完工的工程施工项目包括南湖景观市政工程项目、北湖公园市政工程项目和洞庭湖路市政工程项目等，以上项目总投资 16.27 亿元，已确认收入 18.83 亿元，已实现回款 7.21 亿元，回款进度较慢。

**表 3：截至 2019 年末公司主要已完工基础设施建设项目情况（亿元）**

项目名称	委托方	总投资	已确认收入	回款金额
南湖景观市政工程项目	度假区管委会	5.05	5.85	1.94
南湖景观二期市政工程项目	度假区管委会	2.94	3.39	2.00
北湖公园市政工程项目	度假区管委会	4.55	5.26	1.50
洞庭湖路市政工程项目	度假区管委会	3.73	4.33	1.77
<b>总计</b>	-	<b>16.27</b>	<b>18.83</b>	<b>7.21</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着旅游度假区建设步伐的加快，公司承担的基础设施建设项目不断增加。截至 2019 年末，公司主要在建项目包括板桥镇建设工程项目及改造工程、欧洲镇建设工程项目及改造工程、大沽河博物馆工程、北扩区拆迁改造项目等，上述项目概算总投资 37.85 亿元，公司已累计完成投资 26.00 亿元，累计确认收入 15.84 亿元，已回款 3.00 亿元，回款进度较慢。

**表 4：截至 2019 年末公司主要在建的基础设施建设项目情况（亿元）**

项目名称	建设期	总投资	已投资	已确认收入	回款金额
板桥镇建设工程项目及改造工程	2012.12-2021.07	9.81	9.76	4.47	1.00
欧洲镇建设工程项目及改造工程	2012.12-2021.03	8.54	7.83	4.32	1.00
大沽河博物馆工程	2015.6-2020.7	4.50	4.11	2.42	1.00
北扩区拆迁改造项目	2019.05-2022.12	15.00	4.30	4.63	-
<b>总计</b>	-	<b>37.85</b>	<b>26.00</b>	<b>15.84</b>	<b>3.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2019 年末，公司拟建项目主要系青岛少海空港商务科技园区项目、胶州

市东渠水利综合整治项目等，拟建项目总投资 63.40 亿元，未来随着项目的陆续开工建设，公司

面临较大的项目投资压力。

**表 5：截至 2019 年末公司主要拟建项目情况（亿元）**

项目名称	预计投资额
大沽河旅游度假区金月湾工程	3.72
青岛少海空港商务科技园区	40.32
胶州市东渠水利综合整治项目	19.36
<b>合计</b>	<b>63.40</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司自营项目建成后计划通过项目出租及周围商业配套出租、出售实现收益，可为公司带来较多收益，但目前仍处于建设阶段，后期面临较大的投资压力

自营项目方面，截至 2019 年末，公司在建的自营项目为少海停车场建设经营工程、东方医院项目和青岛少海产业园改造升级项目。公司暂无拟建的自营项目。

东方医院项目系 2019 年公司以 2.87 亿元对价收购青岛海韵名邦建设发展有限公司而来，该项目规划总投资为 13.02 亿元，已完成投资 5.91 亿元，建设期为 2017 年至 2021 年，待建成后出租给医院收取租金。

少海停车场建设经营工程计划总投资 20.23 亿元，规划新建 5 座城市商业休闲一体化停车场、1 座大沽河博物馆停车场及南湖风景区旅游停车场，合计 215 个大型机动停车位和 16,389 个小型机动车停车位，已于 2016 年 5 月正式启动，预计 2021 年完工，建成后将通过停车场收费和商业配套出租、出售来覆盖前期的投资成本。截至 2019 年末，少海停车场建设经营工程已累计投资 19.89 亿元，包括停车场项目投资 11.35 亿元，停车场商业配套 8.54 亿元，已基本完成南湖停车场、二至五号集散停车场、大沽河博物馆停车场及配套设施建设工作，目前南湖停车场及大沽河博物馆停车场已投入运营，由于停车场运营处于发展培育阶段，收入规模整体较小。

青岛少海产业园改造升级项目位于胶州少海新城北侧，项目建设范围为青岛胶州市站前大道以东、兰州东路以南、市东渠以北、港城大道以

西的围和区域内，项目的实施主体为青岛少海智能科技有限公司产业园有限公司。建设内容方面，项目规划总用地面积 372,402 平方米（折合 558.6 亩），总建筑面积 867,304 平方米，其中地上建筑面积 744,804 平方米，地下建筑面积 122,500 平方米，主要建设标准厂房、办公楼、商业配套、人才公寓等。项目总投资估算 27.61 亿元，截至 2019 年末，该项目已投入项目建设成本 0.30 亿元。项目预计建设周期为 2019 年 12 月至 2021 年 12 月，建成后将采取租售并举的方式实现资金回流。

中诚信国际认为，公司自营项目尚处于建设阶段，暂未实现收入，后续仍然一定的投资压力，需关注项目建成后实际运营效益情况。

### 受物业管理范围扩大影响，2019 年公司物业管理收入规模大幅增长，但业务规模整体偏小，对公司收入补充力度有限

物业管理业务由公司子公司青岛少海物业管理有限公司（以下简称“少海物业”）进行运营。具体流程方面，少海物业与度假区管委会按照市场情况公允定价，并最终签订《物业服务合同》，签订后旅游度假区内的公有资产及相关配套设施均交由少海物业管理和维护。度假区管委会于每年 2 月之前向少海物业支付当期物业管理费，若逾期则按照 5% 的比例每日增收违约金，物业管理费价格由少海物业和度假区管委会按照市场价格商定。2017 年~2019 年，少海物业分别实现营业收入 979.58 万元、951.46 万元和 1,301.42 万元，2019 年大幅增长主要系公司管理的物业面积增加所致。

此外，2019 年，公司新增人力资源业务收入 1,006.43 万元。该业务由子公司青岛少海人力资源管理有限公司负责运营，主要服务于区域内各大公司线上线下人员招聘，内容主要包括国内劳务派遣、人力资源信息咨询服务、职业中介服务等。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告、经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年及2019年审计报告，各期数据均采用期末数据，公司各期财务报表均按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

**跟踪期内，公司主营业务收入规模较上年有所下降，且受工程代建及物业管理业务毛利下降的影响，公司整体盈利能力大幅下降，利润总额对政府补助的依赖程度仍较高**

公司以围绕度假区基础设施建设项目为主的经营格局较为突出。2019年，公司营业总收入为7.09亿元，较上年同期略有下降。具体来看，工程代建业务是公司主要的收入来源，每年均按照工程进度确认收入，2019年，公司确认工程代建业务收入6.84亿元，较上年下降0.15亿元；此外，

度假区管委会将项目建成后相关物业管理业务交由公司进行运营管理，2019年，公司实现物业管理收入1,301.42万元，较上年增长26.89%；2019年，公司新增人力资源业务收入1,006.43万元，另实现其他收入179.22万元。

毛利率方面，2019年，公司营业毛利率为6.84%，较上年下降6.66个百分点。主要系当年工程代建业务毛利率大幅下降所致。2019年，公司工程代建业务板块毛利率为8.24%，较上年下降4.47个百分点，主要系2019年确认收入的北扩区拆迁改造项目管理费率较低所致；物业管理业务的支出受设备维护、人员管理等因素影响，毛利率波动较大，同期，该业务板块毛利率为-3.85%，较上年下降67.45个百分点，主要系公司新增物业设备、旧设备维修费用增加且人员较去年增长所致。新增的人力资源业务毛利率较低，2019年为0.64%。由于物业管理及人力资源业务收入规模较小，对公司盈利能力影响有限。

表 6：近年来公司主要板块营业收入及毛利率构成(亿元、%)

分类	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程代建	54,990.29	12.71	69,883.50	12.71	68,415.01	8.24
物业管理费	979.58	74.55	951.46	63.60	1,301.42	-3.85
人力资源	-	-	-	-	1,006.43	0.64
其他业务	1,998.06	-3.00	186.39	51.60	179.22	-416.71
<b>合计</b>	<b>57,967.93</b>	<b>13.22</b>	<b>71,021.34</b>	<b>13.50</b>	<b>70,902.07</b>	<b>6.84</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，2019年，公司期间费用为0.73亿元，较上年下降37.30%，主要由财务费用和管理费用构成。同期，公司财务费用及管理费用分别为0.58亿元和0.15亿元。受益于当期利息收入的增加，财务费用较上年下降43.22%；管理费用与上年持平。此外，公司期间费用收入占比有所下降，费用管控能力增强。2019年，公司期间费用收入占比为10.32%，较上年下降6.11个点。

利润总额方面，公司承接的项目以代建为主，自身经营能力偏弱，利润总额对政府补助的依赖

度较高。2019年，公司利润总额为1.18亿元，较上年略有增长，主要由经营性业务利润构成。同期，公司经营性业务利润为1.18亿元，其中，政府补助1.50亿元，对公司税前利润形成重要支撑。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

项目	2017	2018	2019
销售费用	-	-	-
管理费用	0.17	0.15	0.15
研发费用	-	-	-
财务费用	0.71	1.02	0.58
期间费用合计	0.88	1.17	0.73
期间费用收入占比	15.18	16.43	10.32

利润总额	1.14	1.15	1.18
经营性业务利润	1.13	1.41	1.18
其中：其他收益	1.35	1.72	1.50

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

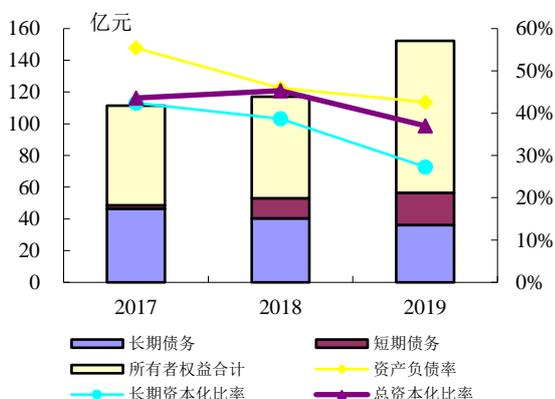
### 跟踪期内公司总资产及所有者权益规模有所增长，财务杠杆有所下降，但货币资金受限占比仍较大，且短期内公司仍存在较大的资金需求，未来的债务负担值得关注

2019年以来，随着公司在建项目的持续推进，公司负债规模及资产规模增长较快。截至2019年末，公司总资产为167.20亿元，较上年末增长41.24%；总负债为71.25亿元，较上年末增长31.01%；所有者权益为95.95亿元，较上年末增长49.94%，主要系资本公积增长所致。同期末，公司资本公积为88.08亿元，较上年增长53.72%，主要系当期收到政府投资注入的少海新城南湖、善湖水域使用权，合计面积为5,723.25亩，评估价值51.50亿元，增加资本公积30.79亿元，其余部分主要冲减应收账款。公司计划利用以上水域使用权建设沿湖及水上商务圈，以租售并举的方式实现盈利。

从杠杆水平来看，2019年末，公司资产负债率为42.61%，较上年末下降3.33个百分点；总资本化比率为37.02%，较上年末下降8.30个百分点。2019年，随着公司净资产规模的增长，财务杠杆比率有所下降。

从资产结构来看，公司资产主要由流动资产构成，截至2019年末，公司流动资产为107.08亿元，较上年末下降8.04%，主要系受应收账款及存货减少影响。公司流动资产占期末资产总额的比重为64.04%，主要由存货、其他应收款、货币资金和应收账款构成。截至2019年末，公司存货为51.85亿元，较上年末下降15.24%，主要系公司部分项目完工结算所致。公司存货主要由工程项目12.43亿元及待开发土地39.42亿元构成，其中，工程项目主要系板桥镇建设工程项目6.60亿元、欧洲镇建设工程项目4.40亿元及慈云寺修缮建设工程项目1.42亿元等；土地使用权合计面积146.13万平方米，均系政府注入的出让地，公司已取得土地权证，但尚未足额缴纳土地出让金，土地性质以商住用地为主。同期末，公司其他应收款为27.29亿元，较上年增长3.91亿元，主要系与度假区管委会往来款增加所致。2019年末公司其他应收款主要系与度假区管委会往来款24.01亿元，占全部其他应收款的88.72%。截至2019年末，公司货币资金为16.13亿元，较上年末增长24.73%，主要系银行存款，其中，受限金额为6.95亿元，占全部货币资金的43.09%，受限规模较大。同期末，公司应收账款为8.38亿元，较上年末减少41.02%，系当期收到度假区管委会项目回款所致，公司应收账款全部为应收度假区管委会工程项目款。

图1：2017年~2019年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**表 8：截至 2019 年末公司存货中土地资产明细情况(万平方米、亿元、元/平方米)**

土地名称	面积	使用权类型	土地坐落	土地类型	账面价值	评估单价
胶国用 2009 第 15-511	6.68	出让	少海南路东, 营旧路西	商住	1.84	2,753.90
胶国用 2009 第 15-512	6.67	出让	少海南路东, 营旧路西	商住	1.84	2,753.90
胶国用 2009 第 15-514	3.33	出让	少海南路东, 营旧路西	商住	0.92	2,753.90
胶国用 2009 第 15-515	3.33	出让	少海南路东, 营旧路西	商住	0.92	2,753.90
胶国用 2009 第 15-520	6.68	出让	少海南路东, 营旧路西	商住	1.84	2,753.90
胶国用 2009 第 15-519	6.68	出让	少海南路东, 营旧路西	商住	1.84	2,753.90
胶国用 2009 第 15-513	6.67	出让	少海南路东, 营旧路西	商住	1.84	2,753.90
胶国用 2009 第 15-517	6.65	出让	少海南路东, 营旧路西	商住	1.83	2,753.90
胶国用 2009 第 15-516	3.33	出让	少海南路东, 营旧路西	商住	0.92	2,753.90
胶国用 2009 第 15-518	6.67	出让	少海南路东, 营旧路西	商住	1.84	2,753.90
胶国用 2009 第 15-34	7.00	出让	胶马路以南, 环胶州湾高速公路以北	商住	1.93	2,753.90
胶国用 2011 第 4-48	7.00	出让	正阳路以北少海北路以东, 营旧路以西	商住	1.93	2,753.93
胶国用 2010 第 4-89	6.99	出让	正阳路以北少海北路以东, 营旧路以西	商住	1.93	2,753.93
胶国用 2009 第 15-35	6.87	出让	胶马路以南, 环胶州湾高速公路以北	商住	1.89	2,753.91
胶国用 2010 第 4-72	6.62	出让	正阳路以北少海北路以东, 营旧路以西	商住	1.82	2,753.90
胶国用 2010 第 4-85	6.74	出让	正阳路以北, 少海北路以东, 营旧路以西	商住	1.86	2,753.91
胶国用 2010 第 4-73	6.80	出让	正阳路以北, 少海北路以东, 营旧路以西	商住	1.87	2,753.90
胶国用 2010 第 4-74	6.68	出让	正阳路以北, 少海北路以东, 营旧路以西	商住	1.84	2,753.90
胶国用 2010 第 4-83	6.81	出让	正阳路以北少海北路以东, 营旧路以西	商住	1.88	2,753.90
胶国用 2011 第 4-49	6.79	出让	正阳路以北少海北路以东, 营旧路以西	商住	1.87	2,753.90
胶国用 2010 第 4-84	6.99	出让	正阳路以北少海北路以东, 营旧路以西	商住	1.92	2,753.92
胶国用 2011 第 4-47	6.74	出让	正阳路以北少海北路以东, 营旧路以西	商住	1.86	2,753.91
鲁 2017 胶州市不动产权第 0008281 号	7.41	出让	胶州市香港东路以南, 正阳路以西, 洞庭湖路以东	文体娱乐	1.21	1,637.75
	146.13				39.42	2,697.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

非流动资产方面，截至 2019 年末，公司非流动资产为 60.12 亿元，较上年末大幅增长，主要由无形资产和在建工程构成。同期末，公司无形资产为 52.37 亿元，较上年末增加部分主要系政府投资注入的少海新城南湖、善湖水域使用权 51.50 亿元。截至 2019 年末，公司在建工程为 5.91 亿元，全部系东方医院项目已投入成本。

**表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2017	2018	2019
货币资金	14.54	12.93	16.13
应收账款	7.20	14.21	8.38
其他应收款	20.74	26.26	27.29
存货	67.25	61.17	51.85
在建工程	0.00	0.00	5.91
无形资产	0.00	0.62	52.37
总资产	141.11	118.38	167.20

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

负债结构方面，公司流动负债和非流动负债规模相近。截至 2019 年末，公司流动负债和非流动负债分别为 35.22 亿元和 36.04 亿元，分别占期末总负债的比重为 49.42%和 50.58%。2019 年，公司非流动负债较上年下降 10.74%，主要系长期借款和应付债券下降所致。具体来看，截至 2019 年末，公司长期借款为 22.54 亿元，同比下降 4.08%，年末主要系向农业发展银行、农业银行、交通银行等银行的借款，利率在 5.15%~5.88%之间，期限为 10~15 年。同期末，公司应付债券为 13.49 亿元，全部为“17 少海专项债”，2019 年末较上年末同比减少 20.01%，主要系部分“17 少海专项债”重分类为一年内到期的非流动负债所致。

公司流动负债主要由其他应付款、应付票据、一年内到期的非流动负债和短期借款构成。同期末，公司其他应付款为 14.04 亿元，较上年末大幅增长 13.49 亿元，主要系新增与青岛少海智能科技产业园有限公司的往来款 10.20 亿元及与青建集团股份有限公司的往来款 1.30 亿元等。公司应付票据全部为银行承兑汇票，截至 2019 年末，公司应付票据为 9.90 亿元，较上年末增长 23.75%，主要系新增对山东农村商业银行银行承兑汇票所致。同期，公司一年内到期的非流动负债为 9.36 亿元，较上年末增长 5.64 亿元，主要系新增一年内到期的长期借款和应付债券所致。截至 2019 年末，公司短期借款为 1.10 亿元，与上年末基本持平，主要系向光大银行的借款 1.00 亿元，利率为 5.22%。

有息债务方面，截至 2019 年末，公司总债务为 56.40 亿元，较上年末增长 3.37 亿元。其中，短期债务为 20.36 亿元，长期债务为 36.04 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.56 倍。公司短期债务增长较快，面临较大的短期偿债压力。

**受益于当期收到政府工程回款较多，公司经营性净现金流大幅增长，经营性净现金流及 EBITDA 对债务利息的保障能力较好，但公司短期债务规模增加较快，且备用流动性趋紧，同时对外担保规模较大，偿债资金安排及代偿风险需关注**

经营活动现金流方面，2019 年，公司经营活动净现金流由负转正为 10.14 亿元，较上年增长 11.06 亿元，主要系当年收到政府的工程项目回款较多所致。同期，经营活动净现金/总债务及经营活动净现金流利息覆盖倍数分别为 0.18 倍和 3.14 倍，较上年分别增长 0.20 倍和 4.02 倍。经营活动净现金流无法覆盖债务本金，但可保障当期利息支出，且对债务本息的覆盖能力均有所增强。

获现能力方面，受利息支出大幅增加的影响，公司 EBITDA 亦较上年有所增长。2019 年，公司 EBITDA 为 3.96 亿元，较上年增长 78.38%；其中，

利息支出为 2.66 亿元，较上年末增长 157.20%。同期，公司总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 14.25 倍和 1.22 倍，较上年分别下降 9.65 倍和 0.92 倍。EBITDA 可保障当期利息支出，但无法覆盖债务本金，且 EBITDA 对利息支出的覆盖能力有所下降。

**表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

指标	2017	2018	2019
短期债务	2.26	12.66	20.36
长期债务	46.31	40.37	36.04
总债务	48.57	53.03	56.40
货币资金/短期债务	6.44	1.02	0.79
EBITDA/短期债务	1.20	0.18	0.19
经营活动净现金流	-7.76	-0.92	10.14
经营活动净现金/总债务	-0.16	-0.02	0.18
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-4.06	-0.88	3.14
EBITDA	2.72	2.22	3.96
总债务/EBITDA	17.89	23.90	14.25
EBITDA 利息倍数	1.42	2.14	1.22

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从到期债务分布来看，截至 2019 年末，公司 2020 年~2023 年及 2024 年及以后到期债务分别为 20.36 亿元、5.91 亿元、1.93 亿元、1.93 亿元和 26.67 亿元，公司 2020 年需偿还的债务规模较大，面临较大的短期偿债压力。

**表 11：截至 2019 年末公司债务到期分布（亿元）**

到期年份	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后
到期金额	20.36	5.91	1.93	1.93	26.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产总额为 19.47 亿元，占当期末公司资产总额的 11.65%。其中，受限的存货及货币资金分别为 12.52 亿元和 6.95 亿元。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司对外担保余额为 54.52 亿元，占净资产的 56.82%，对外担保比例较高，被担保单位均为胶州市国有企业，存在一定的担保代偿风险。

**表 12: 截至 2019 年末公司对外担保情况 (亿元)**

担保对象	担保金额
青岛胶州湾科技投资有限公司	11.00
青岛金胶州资产经营有限公司	10.00
青岛翔宇投资发展有限公司	6.00
青岛宝弘成投资发展有限公司	3.00
青岛胶州渠成水务工程有限公司	10.00
青岛少海智能科技产业园有限公司	14.52
<b>合计</b>	<b>54.52</b>

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

银行授信方面, 截至 2019 年末, 公司获得授信总额 32.98 亿元, 暂无尚未使用银行授信, 备用流动性趋紧。

**过往债务履约情况:** 根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料, 2017~2020 年 3 月 17 日, 公司所有借款均到期还本、按期付息, 未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示, 截至报告出具日, 公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**公司作为胶州市大沽河度假区内最重要的基础设施建设、物业管理、水利开发、房屋租赁等业务运作主体, 近年来持续获得政府在资产注入和财政补贴上的大力支持**

近年来, 胶州市政府以及大沽河度假区在资产注入和财政补贴方面给予公司较大支持。

资产划转方面, 2012 年, 根据《关于支持青岛少海投资发展有限公司发展的通知》(胶政发〔2012〕45 号) 文件, 胶州市政府将 22 宗土地划拨给公司, 导致同期末公司资本公积增加 38.20 亿元。同年, 根据《关于支持青岛少海投资发展有限公司发展的通知》(胶政发〔2012〕45 号) 文件, 胶州市政府划拨在建代建项目给公司, 导致同期末公司资本公积增加 16.00 亿元; 根据《青岛大沽河省级生态旅游度假区管理委员会关于明确向青岛少海投资发展有限公司追加投资的通知》, 大沽河度假区将“鲁 2017 胶州市不动产权第 0008281 号”土地注入公司, 增加资本公积 1.21

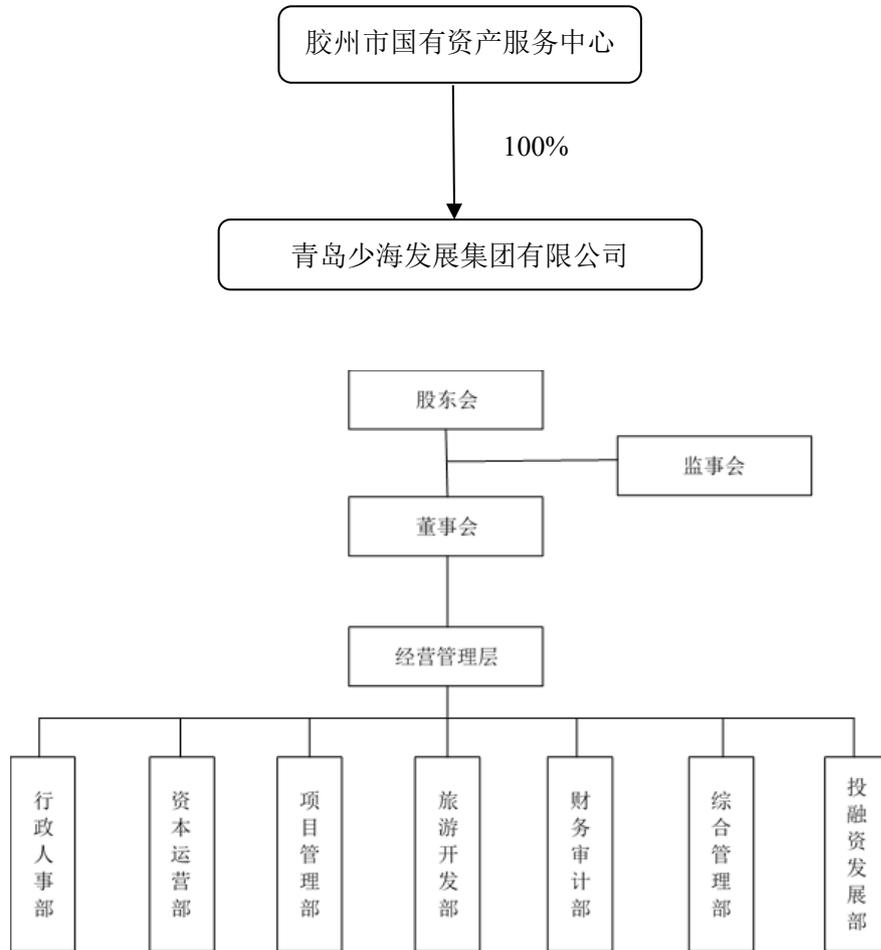
亿元; 2019 年, 根据青岛大沽河省级生态旅游度假区管理委员会文件, 政府向公司注入少海新城南湖、善湖水域使用权, 合计面积为 5,723.25 亩, 评估价值 51.50 亿元 (和汛评报字(2020)第 015 号), 增加公司资本公积 30.79 亿元。

政府补助方面, 2017 年~2019 年, 公司收到政府补助分别为 1.35 亿元、1.72 亿元和 1.50 亿元。

## 评级结论

综上所述, 中诚信国际维持青岛少海发展集团有限公司的主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定; 维持“17 少海专项债”的信用等级为 **AA**。

### 附一：青岛少海发展集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：青岛少海发展集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	145,439.81	129,327.29	161,305.95
应收账款	71,977.30	142,127.30	83,828.14
其他应收款	207,354.63	262,627.25	272,886.63
存货	672,533.43	611,740.11	518,506.32
长期投资	0.00	0.00	5,020.00
在建工程	0.00	0.00	59,075.41
无形资产	0.00	6,156.56	523,667.91
总资产	1,411,111.71	1,183,791.34	1,672,038.10
其他应付款	291,599.67	5,532.48	142,654.83
短期债务	22,600.00	126,550.00	203,590.00
长期债务	463,130.24	403,724.11	360,374.53
总债务	485,730.24	530,274.11	563,964.53
总负债	782,038.01	543,861.44	712,530.83
费用化利息支出	15,345.40	10,351.32	26,624.06
资本化利息支出	3,754.40	0.00	5,712.23
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	629,073.70	639,929.89	959,507.28
营业总收入	57,967.93	71,021.34	70,902.07
经营性业务利润	11,348.77	14,100.20	11,819.85
投资收益	2.68	0.00	0.00
净利润	10,570.99	10,856.19	11,776.97
EBIT	26,778.45	21,933.20	38,401.03
EBITDA	27,152.29	22,183.50	39,571.54
销售商品、提供劳务收到的现金	71,014.52	1,141.32	9,447.56
收到其他与经营活动有关的现金	185,617.03	48,514.92	423,483.00
购买商品、接受劳务支付的现金	332,650.82	1,587.98	5,252.59
支付其他与经营活动有关的现金	1,072.76	56,117.85	325,497.91
吸收投资收到的现金	168,017.00	0.00	0.00
资本支出	30.74	18,126.42	46,502.78
经营活动产生现金净流量	-77,611.53	-9,159.78	101,434.75
投资活动产生现金净流量	369.26	-18,126.42	-51,522.45
筹资活动产生现金净流量	177,672.46	-44,326.32	-11,933.63
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	13.22	13.50	6.84
期间费用率(%)	15.18	16.43	10.32
应收类款项/总资产(%)	19.80	34.19	21.33
收现比(X)	1.23	0.02	0.13
总资产收益率(%)	2.31	1.69	2.69
资产负债率(%)	55.42	45.94	42.61
总资本化比率(%)	43.57	45.31	37.02
短期债务/总债务(%)	4.65	23.87	36.10
FFO/总债务(X)	0.04	0.04	0.07
FFO 利息倍数(X)	0.99	2.23	1.22
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-4.06	-0.88	3.14
总债务/EBITDA(X)	17.89	23.90	14.25
EBITDA/短期债务(X)	1.20	0.18	0.19
货币资金/短期债务(X)	6.44	1.02	0.79
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.42	2.14	1.22

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理；2、“其他应收款”数据为剔除“应收利息”及“应收股利”后的数据。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

担保公司等级符号	含义
AAA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他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	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评担保公司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	受评担保公司不能履行代偿义务及偿还其他债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。