



青岛少海发展集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 1697 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员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。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	青岛少海发展集团有限公司	AA/稳定
--------------	--------------	-------

本次跟踪债项及评级结果	“17 少海专项债/17 少海债”	AA
-------------	-------------------	----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为青岛胶州市区域经济和财政实力较好，潜在的支持能力强；青岛少海发展集团有限公司（以下简称“少海集团”或“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，区域重要性较强，与胶州市政府关联度高。中诚信国际预计，公司职能定位保持稳定，能获得政府较大的支持，同时需关注公司资本支出压力较大、资产流动性较弱、以及短期偿债压力较大对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强；公司获得优质资产注入，资本实力显著扩充，资产质量明显提升，盈利大幅增长且具有可持续性。

可能触发评级下调因素：区域环境大幅恶化；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，导致流动性紧张等。

正面

- **区域经济和财政实力较好。**近年来胶州市经济发展较好，地区生产总值和财政规模不断增长，且胶东机场的投运将对当地经济产生一定的拉动作用，为区域内企业发展提供良好的外部环境。
- **公司地位重要，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，可获得政府的持续支持。

关注

- **面临一定资本支出压力，且自营项目未来收益情况存在一定不确定性。**公司在建、拟建项目较多，资金需求较大，未来面临一定的资本支出压力。此外，公司在建及拟建的自营项目较多，建成后将通过出租、出售等经营方式来覆盖前期的投资成本，已完工部分实现收益规模较小，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，需关注项目盈利能力。
- **资产流动性较弱。**截至2022年末，公司资产中应收类款项、存货和无形资产合计244.52亿元，占比74.23%。其中应收账款和其他应收款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”）等单位的工程款和往来款；存货主要系拟开发土地和工程项目成本；无形资产主要系政府注入的少海新城南湖、善湖、北湖水域使用权，公司资产流动性较弱。
- **债务负担较重，面临较大即期偿债压力。**截至2022年末，公司总债务规模为116.96亿元，整体债务负担较重，其中短期债务62.21亿元，公司面临较大即期偿债压力。
- **对外担保规模较大。**截至2022年末，公司对外担保金额为104.12亿元，占同期末净资产的比例为55.49%，被担保单位主要系胶州市国有企业，担保规模较大且担保对象区域集中，存在一定代偿风险。

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：郑昊 hzheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021) 60330988

传真：(021) 60330991

财务概况

少海集团（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	230.39	289.87	329.40
经调整的所有者权益合计（亿元）	112.02	160.09	187.65
负债合计（亿元）	118.36	129.79	141.75
总债务（亿元）	94.37	100.37	116.96
营业总收入（亿元）	9.85	7.10	8.38
经营性业务利润（亿元）	1.10	1.39	2.09
净利润（亿元）	1.07	1.03	1.61
EBITDA（亿元）	2.23	2.93	4.72
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-19.95	-19.52	-21.98
总资本化比率（%）	45.72	38.54	38.40
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.54	0.72	0.93

注：1、中诚信国际根据少海集团提供的其经北京兴华会计师事务所（普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

评级历史关键信息

青岛少海发展集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	17 少海专项债/17 少海债（AA）	2022/06/07	刘艳美、王飞	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000 2019_02	阅读全文
AA/稳定	17 少海专项债/17 少海债（AA）	2017/09/26	孙向男、何川	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法（CCXI_140200_2014_01）	阅读全文

同行业比较（2022 年数据）

项目	少海集团	一诺城建	章丘国运
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	山东省-青岛市-胶州市	江苏省-南通市-通州区	山东省-济南市-章丘区
GDP（亿元）	1,541.09	1,639.20	1,120.70
一般公共预算收入（亿元）	112.98	67.54	54.20
经调整的所有者权益合计（亿元）	187.65	57.88	147.20
总资本化比率（%）	38.40	37.66	27.87
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.93	1.04	0.87

注：一诺城建系“南通一诺城镇建设开发有限公司”的简称，章丘国运系“章丘市国有资产运营有限公司”的简称。

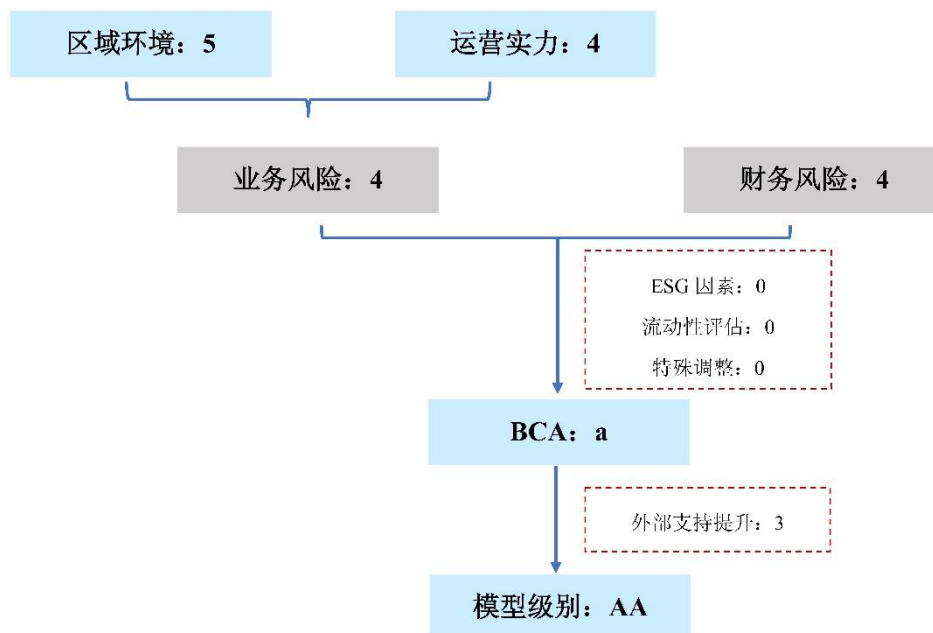
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
17 少海专项债/17 少海债	AA	AA	2022/6/07	17.00	6.80	2017/10/31~2024/10/31	提前偿还

评级模型

青岛少海发展集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，少海集团作为胶州市大沽河度假区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，项目储备充足，业务稳定性和可持续性较强。但是，公司资产大规模沉淀于应收类款项和存货，对公司资金形成较大占用，公司资产流动性较弱且收益性不足，整体资产质量较弱。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，公司债务规模增长较快，但受益于所有者权益规模持续增长，公司财务杠杆仍然处于较低水平，但短期债务占比较大，面临较大即期偿债压力。同时，盈利水平提升和无形资产摊销的增加带动 EBITDA 规模增长，EBITDA 对利息支出的覆盖水平有所提升。但是，公司经营获现能力较弱，经营活动净现金流持续大规模流出，无法覆盖利息支出。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对少海集团个体基础信用等级无影响，少海集团具有 a 的个体基础信用评估等级，反映了其中等的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，胶州市政府有强的支持能力，对公司有较强的支持意愿，主要体现在胶州市较强的经济财政实力和增长能力；少海集团作为胶州市大沽河度假区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，持续获得政府在项目建设专项资金拨付、资产注入、运营补贴等方面的大力支持，区域重要性较强，且与政府的关联性高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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/17 少海债”发行期限为 7 年，募集资金 17.00 亿元，其中，13 亿元用于少海停车场建设经营工程项目，4 亿元用于补充公司营运资金。截至 2022 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。同时，本次跟踪债券附有提前偿还条款，即在债券发行完毕后第 3 年即 2020 年起至 2024 年，逐年分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付，2022 年公司按时偿还了当年到期的 3.40 亿元本金。募投项目少海停车场已于 2020 年 1 月正式投入运营，收入规模整体较小，需关注后续实际运营效益情况。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

胶州市隶属于山东省青岛市，地处山东半岛西南部、胶州湾北岸，于 1987 年 2 月经国务院批准，在青岛地区第一个撤县设市。胶州市是山东半岛联结海内外的重要交通咽喉，距黄岛前湾港 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。胶州市总面积 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，截至 2022 年末，胶州市常住人口为 103.36 万人。

地理优势和交通优势给胶州市经济发展提供了广阔的空间，近年来胶州市各项经济指标均排在青岛市各区县前列。2022 年，胶州市实现地区生产总值 1,541.09 亿元，按可比价格计算较上年增长 5.0%，仅次于黄岛区（4,691.85 亿元），领先于其他区县。胶州市人均 GDP14.99 万元，居全市各区县第四位，略高于青岛市人均水平（14.43 万元）；同年，胶州市固定资产投资增长 9.1%。

表 1：2022 年青岛市下属区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
青岛市	14,920.75	-	14.43	-	1,273.25	-
黄岛区	4,691.85	1	23.54	2	223.71	1
胶州市	1,541.09	2	14.99	4	112.98	4
即墨区	1,513.33	3	11.05	6	99.55	5
市南区	1,496.36	4	30.56	1	92.35	6
城阳区	1,348.33	5	11.53	5	114.62	3
市北区	1,124.45	6	10.17	7	74.26	7
崂山区	1,081.17	7	21.03	3	203.67	2
平度市	845.61	8	7.14	10	61.29	8
莱西市	662.37	9	9.20	8	57.7	9
李沧区	612.61	10	8.05	9	51.11	10

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为胶州市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算呈波动上升趋势，自给度较高，但税收收入及占比持续波动下降，财政平衡率变动趋势与税收收入一致；政府性基金收入是青岛市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，近年来持续下降。再融资环境方面，胶州市广义债务率处于青岛市各区县较高水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差普遍低于全国平均水平，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境一般。

表 2：近年来胶州市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022	2023.1-3
GDP（亿元）	1,225.86	1,456.27	1,541.09	359.67
GDP 增速（%）	5.5	11.2	5.0	5.7
人均 GDP（万元）	12.35	14.46	14.99	-
固定资产投资增速（%）	4.5	8.0	9.1	8.5
一般公共预算收入（亿元）	103.16	115.46	112.98	35.6
政府性基金收入（亿元）	135.29	100.49	66.16	-
税收收入占比（%）	75.33	75.55	62.76	-
公共财政平衡率（%）	83.80	89.17	80.97	-

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：胶州市财政局，中诚信国际整理

大沽河度假区系省级生态旅游度假区，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。

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作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，打造“富有活力、时尚美丽、独具魅力”的青岛新城市客厅，全力争创国家级旅游度假区。

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍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，主要承担着大沽河度假区范围内的开发建设工作，且在建及拟建项目规模较大，业务稳定性和可持续性较强。同时，受益于物业资产投入运营，新增租赁收入为公司收入和盈利形成一定补充。

值得注意的是，公司代建项目回款滞后，且在建及拟建代建和自营项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力；自营项目主要通过项目出租及周围商业配套出租、出售实现收益，需关注后续运营情况。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（万元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建	8,733.63	3.67	3.67	23,666.81	33.34	6.61	17,912.92	24.20	16.15
征地拆迁	69,117.61	70.16	3.44	21,215.54	29.89	6.61	12,230.19	17.14	13.04
房租收入	--	--	--	--	--	--	14,826.12	17.70	64.71
其他业务	20,678.40	20.98	33.65	26,107.56	36.78	20.48	38,820.21	46.32	19.66
合计	98,529.63	100.00	9.81	70,989.91	100.00	11.71	83,771.43	100.00	25.91

注：公司其他业务包含人力资源、物业管理、商品销售等，其中 2021~2022 年水面承租费收入分别为 1.82 亿元和 2.95 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程代建板块

跟踪期内，公司职能定位保持稳定，仍承担大沽河度假区范围内的开发建设工作，项目储备充足，业务稳定性和可持续性较强。但在建及拟建项目尚需较大投入，且代建项目回款滞后，公司面临较大的资本支出压力。

跟踪期内，公司仍主要承担着大沽河度假区范围内的开发建设工作，包括土地开发、整理、建设、项目建设管理运营职能，业务具有较强的区域垄断性。

跟踪期内，业务模式未发生变化，仍为政府授权青岛大沽河省级生态旅游度假区管理委员会（以下简称“度假区管委会”）或其下属公司青岛少海板桥高科技投资有限公司（以下简称“少海板桥”）与公司签订具体项目的委托代建（管）协议和开发建设协议，公司负责项目的规划、设计、招投标及投融资工作，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。为理清双方责任义务、落实项目资金到位，自 2020 年起公司与度假区管委会进一步约定度假区内开发项目的回款周期一般为两年，两年内公司按照年化 7.5% 确认溢价部分管理费，超期未付部分同样按照年化 7.5% 收取资金占用费。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。

从业务开展情况来看，2022 年公司实现工程代建和征地拆迁收入合计 3.01 亿元，同比下降 32.96%。截至 2022 年末，公司在建及已完工项目累计确认收入 44.82 亿元，回款约 12.25 亿元，回款较为滞后。整体来看，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，业务可持续性较强，但在建及拟建项目仍需要较大规模投资，公司面临的资本支出压力较大。

表 4：截至 2022 年末公司已完工代建项目情况（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	2.42
南湖景观二期市政工程项目	度假区管委会	2.94	3.39	2.70
北湖公园市政工程项目	度假区管委会	4.55	5.26	1.65
洞庭湖路市政工程项目	度假区管委会	3.73	4.33	1.62
大沽河博物馆工程	度假区管委会	4.50	2.92	1.00

欧洲镇建设工程项目及改造工程	度假区管委会	8.54	5.02	1.56
板桥镇建设工程项目及改造工程	度假区管委会	9.81	6.86	1.30
总计		-	39.12	33.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 年末公司在建及拟建代建项目情况（亿元）

在建项目名称	委托方	建设期	计划总投资	已投资	已确认收入	已回款
北扩区拆迁改造项目	度假区管委会/少海板桥	2019.05~2022.12	60.00	24.46	7.54	--
大沽河旅游度假区金月湾工程	度假区管委会	2020.05~2023.03	5.30	1.50	0.17	--
慈云寺修缮建设工程项目	度假区委员会	2018~2025	5.00	4.90	3.48	--
太湖路（少海北路-兰州东路）	度假区委员会	2020.09~2024.06	3.69	0.03	--	--
扬州路	度假区委员会	2020.10~2024.06	3.24	0.05	--	--
总计		--	78.40	30.94	11.19	--

拟建项目名称	预计投资额
少海人才创新创业园配套基础设施工程	11.00
少海西部片区城市更新	30.00
合计	41.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自营板块

跟踪期内，受益于物业资产投入运营，新增租赁收入对公司收入和盈利形成一定补充。但多数完工项目尚在培育期，收入规模较小；在建和拟建项目仍面临较大的投资压力，后续投资、建设和运营情况需持续关注。

公司自营项目主要是自建的少海停车场、东方医院一期、自购的西王大厦以及政府无偿注入的板桥镇项目和南湖善湖水域使用权，其中东方医院一期项目于 2021 年 12 月底交付使用，已与同济大学附属东方医院胶州医院签订为期 3 年的租赁协议，年租金收入约 1.46 亿元；少海停车场投资规模较大，于 2020 年 1 月正式投入运营，收入规模整体较小，需关注后续实际运营效益情况；板桥镇项目的租赁协议尚在陆续变更中，公司可获得的租金收入较低，需关注后期租赁协议变更及实际经营情况；南湖善湖和北湖水面使用权分别自 2020 年和 2022 年起租赁给少海板桥，租期均为 20 年，协议约定南湖善湖第一年租金为 3.30 亿元，北湖第一年租金为 3.00 亿元，以后年度在此基础上会有浮动。2022 年实现水面承租费收入 2.95 亿元，计入其他业务收入。

此外，截至 2022 年末，公司在建的自营项目剩余待投资金额为 12.88 亿元。同时，公司计划于 2023 年启动 4 个自营项目的建设，建设周期 1~3 年，计划总投资 68.15 亿元，建成后主要以租售模式实现收益，公司面临一定的投资压力。

表 6：截至 2022 年末公司在运营的自营项目情况（亿元）

项目名称	总投资	出租率	2022 年收入	经营方式
西王大厦	1.29	49%	0.07	租赁
少海停车场	20.23	70%	0.02	停车费、商业配套租售
板桥镇项目	4.79	97%	0.03	租售
南湖善湖	--	100%	1.82	租赁
北湖	--	100%	1.13	租赁
东方医院一期	19.64	100%	1.43	租赁
合计	45.95	-	3.37	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2022 年末公司在建及拟建的自营项目情况（亿元）

在建项目名称	建设周期	总投资	已投资	经营方式
少海实验学校（沿湖路小学）	2021.12~2023.12	4.50	1.90	租赁
板桥镇地下停车场	2017-2024	9.00	7.96	租赁
少海人才创新创业园	2021.09-2023.09	10.00	0.76	租赁
合计	--	23.50	10.62	--
拟建项目名称	建设周期	计划总投资	建设内容	经营方式
总部经济产业园项目	2022-2024	32.00	建设经济中心、写字楼、酒店	租售
东方医院二期	2022-2023	7.00	建设院士工作站、医学产业基地、科技综合楼等	医院回购或出租
少海医疗中心	2023-2025	14.27	建筑装饰工程、安装工程、室外工程、设备购置	--
上合海洋科技创新中心	2023-2026	14.88	包括地下工程、地上工程、室外配套工程	--
合计	-	68.15	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

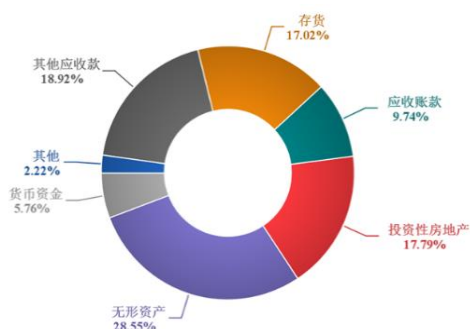
中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平，主要系受益于政府的大力支持，跟踪期内公司所有者权益持续增长，自有资本实力充实；但目前短期债务规模较大，公司面临一定即期偿债压力，同时经营获现能力表现较弱，EBITDA 对利息的保障能力仍有待提升。

资本实力与结构

跟踪期内，持续获得的政府支持提升了公司的资本实力，资产规模保持增长趋势；但公司资产中应收类款项、存货和无形资产规模较大，资产流动性和收益性较差，整体资产质量较弱。

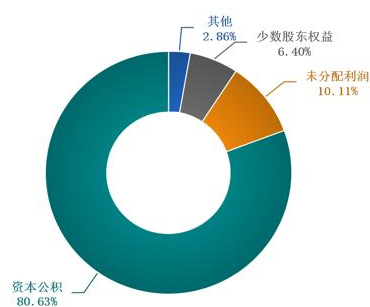
公司业务主要围绕度假区基础设施建设和自营项目进行，资产主要由上述业务形成的应收类款项、存货、无形资产和投资性房地产等构成。资产结构仍以流动资产为主，但受投资性房地产评估增值影响，流动资产占总资产的比重有所下降。公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。如前所述，应收账款和其他应收款主要系应收度假区管委会、少海板桥的工程款和往来款，账龄在 0~4 年之间，且呈持续增加趋势，对公司资金占用较大。存货主要为工程项目建设成本 16.64 亿元及待开发土地 39.42 亿元，其中，土地使用权合计面积约 138 万平方米，土地性质以商住用地为主，均系政府注入的出让地，公司已取得土地权证，但尚未足额缴纳土地出让金。2022 年，东方医院一期项目由固定资产转入投资性房地产，且投资性房地产由成本法计量改为以公允价值法计量，当年末公司投资性房地产规模大幅增长。公司无形资产主要为 2019~2021 年间政府注入的少海新城南湖、善湖和北湖水域使用权，合计面积 10,024.66 亩，已出租给少海板桥，每年可获得一定水面承租费收入。同时，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，受限比例较高，约为 60.28%，主要为用于担保的定期存单或结构性存款 6.93 亿元和保证金 4.50 亿元。总体来看，公司资产流动性和收益性较差，整体资产质量较弱。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年末，公司经调整的所有者权益¹规模较上年末增长 17.22%至 187.65 亿元。其中，公司根据政府文件，将 12.00 亿元政府专项债转入资本公积。此外，因投资性房地产计量方式改变，当年公司确认其他综合收益 13.86 亿元。预计未来公司可持续获得政府支持，所有者权益规模将进一步增厚，自有资本实力得到充实。

跟踪期内，公司债务规模增速较快，但受益于所有者权益增加，公司财务杠杆率仍处于较低水平。但随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司债务规模和财务杠杆率预计将有所增长。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	230.39	289.87	329.40
经调整的所有者权益合计	112.02	160.09	187.65
流动资产占比	67.02	56.50	51.91
资产负债率	51.38	44.77	43.03
总资本化比率	45.72	38.54	38.40

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司收入质量很差，经营活动的获现能力依然很弱，经营发展对外部融资有较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

跟踪期内，公司收入规模略有下降且回款很少，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金规模未能与营业收入相匹配，收现比指标仅为 0.05 倍，公司收入质量很差。

跟踪期内，受政府回款滞后及在建项目投入增多的影响，公司经营活动现金流仍呈现大幅净流出状态，经营活动获现能力很弱。

公司投资活动现金流出主要为自营项目建设支出，受自营项目投入减少影响，2022 年投资性活动现金流缺口有所缩窄。

如前所述，跟踪期内公司经营活动和投资活动存在较大资金缺口，加之债务偿还压力较大，主要通过外部融资满足生产经营和债务还本付息的资金需求。总体来看，公司主要依赖银行借款来弥补资金缺口，需持续关注公司与金融机构间的合作情况，以及监管政策变化对公司的影响。

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整

表 9：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-19.95	-19.52	-21.98
投资活动产生的现金流量净额	-1.70	-5.18	-1.86
筹资活动产生的现金流量净额	24.25	26.45	17.85
现金及现金等价物净增加额	2.60	1.75	-6.00
收现比	0.21	0.03	0.05

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务负担依然较重；短期债务占比大幅上升，公司面临较大的即期偿债压力；受益于盈利水平提升及无形资产摊销的增加，EBITDA 对利息的覆盖水平有所提高，但经营活动净现金流持续呈现大幅净流出，无法覆盖利息支出。

跟踪期内公司债务规模增长速度较快，主要以银行借款和直接融资为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，非标融资规模较小，债务类型及渠道较为多元；但公司短期债务占比大幅上升，公司面临的即期偿债压力较大，需关注债务接续和偿付情况。

表 10：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元、%）

	金额	占比	1 年以内到期	1 年以上到期
银行借款	92.57	82.82	50.20	42.37
直接融资	13.08	11.70	3.78	9.30
非标融资	6.12	5.48	3.05	3.07
合计	111.77	100.00	57.03	54.74

注：上表统计口径不含其他应付款中的有息债务和应付票据。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于新增的租赁收入盈利水平较高，公司盈利能力提升，加之无形资产摊销规模增长，带动以经营性业务利润为主的 EBITDA 规模大幅增长，公司 EBITDA 对利息的保障能力有所提升。此外，公司经营活动净现金流持续呈现大幅净流出状态，无法覆盖利息支出。

表 11：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

项目	2020	2021	2022
总债务	94.37	100.37	116.96
短期债务占比	32.77	25.12	53.19
EBITDA	2.23	2.93	4.72
EBITDA 利息保障倍数	0.54	0.72	0.93
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-4.87	-4.83	-4.31

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2022 年末，公司受限资产占当期末总资产的 7.27%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保金额为 104.12 亿元，占同期末净资产的比例为 55.49%，被担保单位主要系胶州市国有企业，担保规模较大且担保对象区域集中，存在一定代偿风险。此外，截至 2022 年末，公司不存在对其持续经营产生重大不利影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

表 12：截至 2022 年末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	山东胶东航空城投资有限公司	国有	227,400.00
2	青岛市胶州新城建设发展有限公司	国有	183,776.00
3	青岛胶州渠成水务工程有限公司	国有	145,919.00
4	青岛胶州湾科技投资有限公司	国有	89,000.00
5	青岛市胶州城市建设发展集团有限公司	国有	75,000.00
6	青岛翔宇投资发展有限公司	国有	57,900.00
7	青岛胶州城市投资发展有限公司	国有	54,450.00
8	青岛瀚海金岸投资发展有限公司	国有	39,600.00
9	青岛临空经济区水利开发有限公司	国有	31,000.00
10	青岛瀚海金岸投资发展有限公司	国有	29,800.00
11	青岛宝弘成投资发展有限公司	国有	29,400.00
12	青岛胶州湾科技投资有限公司	国有	28,000.00
13	青岛金胶州资产经营有限公司	国有	27,000.00
14	青岛创赢隆达实业发展有限公司	国有	18,000.00
15	青岛新城环湾贸易有限公司	国有	5,000.00
合计		--	1,041,245.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

——2023 年，公司仍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，无显著规模的资产划入和划出，合并范围未发生明显变化。

——2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司代建项目和在建工程仍需较大规模投资，无股权类投资计划。

——2023 年，公司债务规模将呈增长态势，2023 年债务类融资 5~15 亿元。

预测

表 13：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	38.54	38.40	36.09~44.11
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.72	0.93	0.73~1.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较弱，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

2022 年末公司可动用账面资金 7.53 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 79.52 亿元，尚未使用授信额度为 14.03 亿元，备用流动性较少。此外，胶州市经济基础好，区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；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，可持续获得政府的支持。

公司流动性需求主要来自于代建项目和自营项目投资及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于代建工程和自营项目投资，资金需求规模较小。同时，公司债务到期较为集中，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 62.21 亿元，公司计划通过自有资金、借新还旧和申报公司债券等方式进行偿还。此外，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而有所增加。综上所述，公司流动性较弱，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司制定了符合自身实际情况的战略规划，并积极履行作为地方国有企业的社会责任。内控及治理结构较健全，但整体环境、社会和治理方面仍有待提升。

环境方面，公司土地整理、基础设施建设等业务可能会面临一定环境风险，截至目前尚未受到监管出发，在环境管理、资源管理、可持续发展和排放物管理等方面仍需加强。

社会方面，公司积极履行社会责任，健全员工管理，加强安全生产，近年未发生安全生产事故和员工劳动纠纷，在产品责任、客户责任、供应商管理、社会贡献、社会争议事件管理等方面表现较好，但在员工责任方面仍需加强。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、经营行为、高管行为、治理争议事件管理、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司发展战略符合行业政策和公司经营目标，但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

外部支持

中诚信国际认为，胶州市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

胶州市作为青岛市下辖县级市，是中国经济综合实力百强(县)市，近年来，胶州市产业结构不断优化，总体经济实力不断增强，胶州市 GDP 居青岛市各县区前列，主要经济指标增速受宏观经济放缓的影响有所下降，但总体来看增速仍然较快。2022 年末，胶州市显性政府债务率（140.7%）高于国际 100%警戒标准，债务负担较重。同时，区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

同时，胶州市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：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，与其他平台职能定位不同，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度高：公司由胶州市国有资产服务中心 100% 持股，实际控制人为胶州市人民政府，根据政府规划承接大沽河度假区内的基础设施建设及土地开发任务，股权结构和业务开展均与政府具有高度关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付、资产注入等方面有良好记录。此外，政府通过支付资金使用费方式弥补公司代建项目的利息支出，对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。

表 14：胶州市平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
青岛上合控股发展集团有限公司	胶州市国有资产服务中心 /100%	服务上合示范区产业发展、产业投资和运营服务，开展基础设施建设、产业战略投资、特色空间运营、金融贸易服务、信息产业发展、海洋和科技合作等业务	1,403.48	565.27	59.72	84.71	8.50	5.00
青岛胶州湾发展集团有限公司	青岛上合控股发展集团有限公司 /100%	基础设施建设、物业租赁、贸易和房地产开发等	840.19	408.60	51.37	27.39	4.38	185.00
青岛胶州城市发展投资有限公司	胶州市国有资产服务中心 /100%	胶州市城区和临空经济区基础设施建设和土地整理等	623.79	251.05	59.75	20.57	1.87	177.00
少海集团	胶州市国有资产服务中心 /100%	大沽河度假区内的基础设施建设和物业租赁管理	289.87	160.09	44.77	7.10	1.03	13.10
山东胶东航空城投资有限公司	胶州市国有资产服务中心 /100%	临空经济区内的综合开发	--	--	--	--	--	--

注：上述财务数据均为 2022 年末数据，债券余额均为 2023 年 6 月 20 日数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，胶州市政府强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，少海集团在外部经营环境风险方面与一诺城建相当，略低于章丘国运；其业务风险、财务风险与可比企业无显著差异。考虑到当地政府对上述公司均具有强的潜在支持能力，并对上述公司均具有较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，胶州市与章丘区、通州区等行政地位相当，综合考虑到上述三地的经济及财政实力，最终对当地平台企业的支持能力均处于同一档次。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，与上述平台均为当地政府或国资委实际控制的国有企业，可获得当地政府对其较强的地方政府支持意愿。

其次，少海集团所面临的外部经营环境风险与一诺城建相当，略低于章丘国运，其业务风险与可比企业无显著差异。公司主要承担着大沽河度假区范围内的开发建设工作，包括土地开发、整理、建设、项目建设管理运营职能，在建及拟建项目规模较大，但也存在项目回款滞后情况。

最后，少海集团的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模均高于可比企业平均水平，财务杠杆和 EBITDA 对利息覆盖能力在可比企业中处于较高水平。此外公司在金融市场的认可度一般，可用银行授信相对较少，再融资能力一般。

表 15：2022 年同行业对比表

	少海集团	章丘国运	一诺城建
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	青岛市-胶州市	济南市-章丘区	南通市-通州区
GDP (亿元)	1,541.09	1,120.70	1,639.20
GDP 增速 (%)	5.0	0.1	2.1
人均 GDP (万元)	14.99	10.6	14.8
一般公共预算收入 (亿元)	112.98	54.20	67.54
公共财政平衡率 (%)	80.97	65.02	50.57
政府债务余额 (亿元)	307.03	160.92	198.27
控股股东及持股比例	胶州市国有资产服务中心 /100%	山东龙山产业发展投资集 团有限公司 77.71%	南通融通控股集团有限公 司 100.00%
职能及地位	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	章丘区重要的国有资产和 公用事业运营主体	通州区重要的工程建设和 安置房建设主体
核心业务及收入占比	工程代建 24.20%、征地拆 迁 17.14%、租赁 17.70%	工程建设 58.28%、公用事 业 29.09%、建材销售 9.66%	工程建设 98.08%
总资产 (亿元)	329.40	220.71	109.11
经调整的所有者权益合计 (亿元)	187.65	147.20	57.88
总债务 (亿元)	116.96	56.88	34.97
总资本化比率 (%)	38.40	27.87	37.66
营业总收入 (亿元)	8.38	12.93	6.74
净利润 (亿元)	1.61	2.73	1.79
EBITDA (亿元)	4.72	2.09	1.53
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	0.93	0.87	1.04
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-21.98	0.89	-11.60
可用银行授信余额 (亿元)	14.03	21.06	15.00
债券融资余额 (亿元)	13.10	17.20	4.00

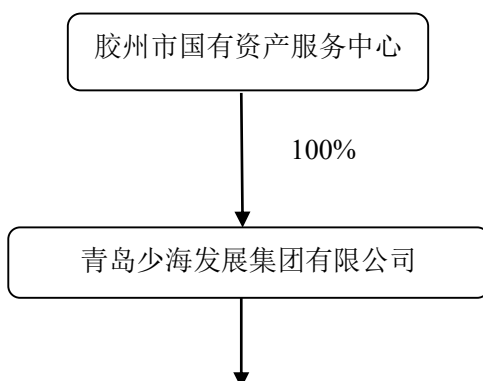
注：1、上述企业债券融资余额均为 2023 年 6 月 20 日数据；2、少海集团、章丘国运可用银行授信为 2022 年末数据；一诺城建可用银行授信为 2023 年 3 月末数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

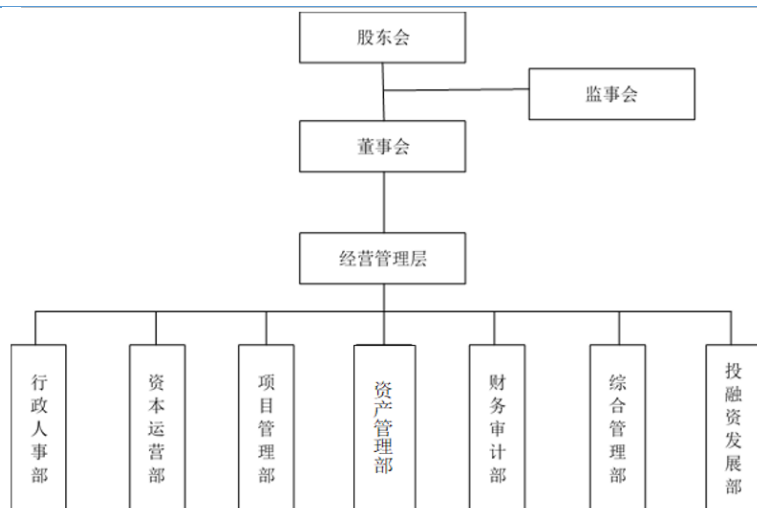
评级结论

综上所述，中诚信国际维持青岛少海发展集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 少海专项债/17 少海债”的债项信用等级为 **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 2022 年末)



子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	投资额 (万元)	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
青岛少海水利开发有限公司	建筑工程	30,000.00	30,000.00	100		投资设立
青岛少海物业管理有限公司	物业管理	50.00	50.00	100		投资设立
青岛信息科技有限公司	酒店管理	100.00	0.00		100	
青岛海韵名邦建设发展有限公司	房地产业	3,000.00	3,000.00	100		收购
青岛少海人力资源管理有限公司	服务业	300	300	100		投资设立
青岛少海板桥旅游开发有限公司	服务业	100	0		100	投资设立
青岛少海板桥咨询管理有限公司	服务业	500	0		100	投资设立
青岛少海智能科技产业园有限公司	服务业	21,000.00	50,000.00		100	投资设立
青岛少海国际贸易有限公司	批发业	10,000.00	0	100		投资设立
青岛少海资产管理有限公司	服务业	10,000.00	-	100		投资设立
青岛少海教育发展有限公司	服务业	10,000.00	0.00		100	投资设立



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)	2020	2021	2022
货币资金	295,805.90	292,075.34	189,587.29
非受限货币资金	117,804.40	135,275.34	75,287.29
应收账款	163,390.04	234,554.76	320,707.72
其他应收款	544,622.63	571,751.78	623,344.44
存货	535,783.44	532,647.32	560,776.95
长期投资	8,820.00	16,960.00	34,290.00
在建工程	72,923.15	120,386.63	14,758.43
无形资产	510,903.46	960,053.72	940,389.45
资产总计	2,303,871.56	2,898,709.02	3,293,991.62
其他应付款	225,044.12	173,760.08	188,265.18
短期债务	309,273.50	252,173.00	622,123.95
长期债务	634,381.46	751,574.18	547,432.98
总债务	943,654.96	1,003,747.18	1,169,556.93
负债合计	1,183,628.89	1,297,856.29	1,417,528.15
利息支出	40,968.12	40,383.18	50,992.06
经调整的所有者权益合计	1,120,242.67	1,600,852.73	1,876,463.47
营业总收入	98,529.63	70,989.91	83,771.43
经营性业务利润	11,034.64	13,856.01	20,919.87
其他收益	--	29.76	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.36	20.02	1,069.48
净利润	10,733.52	10,264.11	16,057.59
EBIT	11,034.64	14,169.03	22,166.31
EBITDA	22,291.16	29,253.32	47,201.96
销售商品、提供劳务收到的现金	20,751.14	2,090.39	4,197.55
收到其他与经营活动有关的现金	580,343.70	247,093.67	221,326.25
购买商品、接受劳务支付的现金	63,314.34	215,631.41	211,091.03
支付其他与经营活动有关的现金	736,426.25	227,556.52	232,293.59
吸收投资收到的现金		10,000.00	0.00
资本支出	13,217.13	43,801.28	1,317.82
经营活动产生的现金流量净额	-199,464.80	-195,187.61	-219,836.32
投资活动产生的现金流量净额	-17,017.13	-51,841.28	-18,647.82
筹资活动产生的现金流量净额	242,480.38	264,499.83	178,496.09
现金及现金等价物净增加额	25,998.45	17,470.93	-59,988.05
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	9.81	11.71	25.91
期间费用率(%)	-1.57	-8.15	0.03
应收类款项占比(%)	30.73	27.82	28.66
收现比(X)	0.21	0.03	0.05
资产负债率(%)	51.38	44.77	43.03
总资本化比率(%)	45.72	38.54	38.40
短期债务/总债务(%)	32.77	25.12	53.19
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-4.87	-4.83	-4.31
总债务/EBITDA(X)	42.33	34.31	24.78
EBITDA/短期债务(X)	0.07	0.12	0.08
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.54	0.72	0.93

注：1、中诚信国际根据 2020 年~2022 年审计报告整理；2、其他应付款中的带息债务调入短期债务，长期应付款中的带息债务调入长期债务。

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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
现金流	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
	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
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn