

# 标普信评

S&P Global

China Ratings

主体评级报告：

## 青岛城市发展集团有限公司

主体信用等级\*：AA<sub>spc</sub>+；展望：稳定

评定日期：2025年1月26日

到期日期：2026年1月25日

项目负责人：

焦迪 010-65160039; di.jiao@spgchinaratings.cn

项目组成员：

邓灵 010-65166054; ling.deng@spgchinaratings.cn

### 目录

|               |    |
|---------------|----|
| 信用等级概况.....   | 2  |
| 声明.....       | 4  |
| 一、评级基准.....   | 5  |
| 二、个体信用状况..... | 11 |
| 三、主体信用等级..... | 12 |
| 附录.....       | 13 |

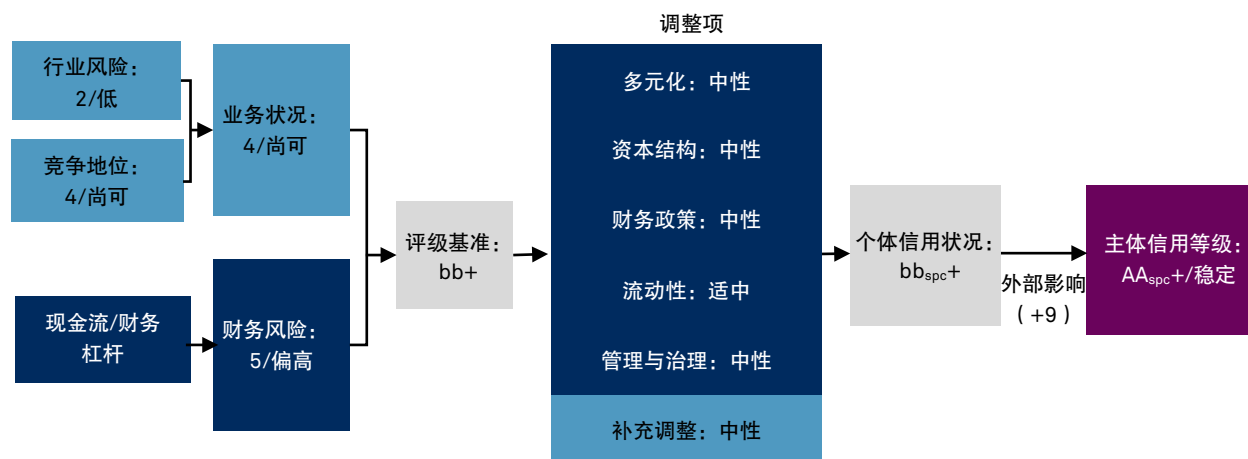
\*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

## 信用等级概况

| 公司名称         | 等级类型   | 当前等级                | 评定日期       | 展望/观察 |
|--------------|--------|---------------------|------------|-------|
| 青岛城市发展集团有限公司 | 主体信用等级 | AA <sub>spc</sub> + | 2025年1月26日 | 稳定    |



## 主要优势与风险

| 优势   | 风险                                      |
|--|---|
| 青岛市经济实力强，财政自给能力好，能够为公司业务发展提供良好的外部环境和有力支持。                | 随着大规模在建项目持续投入，公司带息债务规模或较快增长，财务杠杆面临显著上升。 |
| 公司是青岛市重要的基础设施、保障房建设和国有资产经营主体，在保障房建设和公租房经营管理业务方面具有较强的专营性。 | 公司规模仍相对较小，保障房建设业务尚处于起步阶段，未来发展情况仍需观察。    |
| 公司建设资金受到政府专项债、财政资金、政策性银行和大型商业银行等的支持，资金来源多元，融资压力较小。       |   |

## 评级展望

青岛城市发展集团有限公司（以下简称“青岛城发”或“公司”）的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了公司将继续在青岛市基础设施、保障房建设和国有资产管理领域发挥重要作用，青岛市政府对其支持程度“高”。公司能够保持在保障房建设和公租房经营管理方面较强的专营地位，并继续承担市内重大基础设施建设任务。然而，较大的投资需求料将较快推升公司带息债务规模，使其财务杠杆面临较大的波动，但我们预计公司将能够保持较为多元的资金来源，融资压力较小。

**上调情形：**若出现下列情形，标普信评有可能考虑上调公司的主体信用等级：1、青岛市政府对公司的支持程度上升，这可能表现为公司的职能定位明显上升，例如公司承担更多市内建设任务或职能等；2、公司的业务发展规模显著提升，例如业务承接数量和金额明显增加、资产规模明显扩大。

**下调情形：**若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：1、青岛市政府对公司的支持程度下降，这可能表现为：1) 公司的职能定位明显下降；2) 公司股权结构发生变化，导致与政府的关联程度显著降低；2、青岛市政府的支持能力下降。

## 相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2024年3月14日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-交通基础设施行业，2023年12月22日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。

相关研究：无。

相关模型：无。

## 声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、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，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评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。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非是某种决策的结论和建议。

## 跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

### 高级管理人员

钟晓玲



北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

### 项目负责人

焦迪

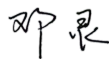


北京

di.jiao@spgchinaratings.cn

### 项目组成员

邓灵



北京

ling.deng@spgchinaratings.cn

## 宏观经济与行业环境

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

标普信评认为，“十万亿置换政策”接力“一揽子化债政策”，短期内对尾部城投企业的风险有一定的缓解。然而，土地市场持续低迷、地方政府付息增加，地方债务压力仍存。从 2023 年 7 月“一揽子化债方案”实施以来，特殊再融资债、“35 号文”等政策有效降低了城投企业的融资成本，缓解了地方债务风险。2024 年四季度，中央政府又推出了近年来力度最大的一次化债政策，这些措施将在未来 3-5 年内直接为地方增加 10 万亿化债资源。我们认为，该置换政策对于化解地方政府隐性债务、降低地方债务成本、提升财政透明度具有较明显的积极作用。

我们认为，中央化债政策有所转变，财政政策更加积极，不仅为了化债，更是为了发展，通过发展最终将债务规模控制在与自身经济财政实力相匹配的水平上。在此过程中，东部省份将做出更大的贡献。与此同时，中央对地方债务的监管将更加严格，城投企业融资环境仍难言宽松。在这样的背景下，我们预计 2025 年城投企业信用风险的演变将主要围绕化债与发展两条主线展开。地方政府发行的置换债券或特殊再融资债，有利于化解地方债务风险和缓解尾部城投企业的资金压力，整体上城投企业债券的风险依然可控，非标的风险或将下降。同时，专项债资源将更多地向东部地区倾斜，地方政府与城投企业也将腾挪出更多资源来发展地方经济，越来越多的城投企业将退出平台名单，面临转型的新挑战。

青岛市经济实力强，财政平衡能力好，但近年来债务增长较快，城投企业数量较多，部分区县的债务负担较重。青岛市为国家计划单列市之一，经济总量和财政规模居于山东省内第一。2023 年，青岛市实现地区生产总值 15,760 亿元（同比增长 5.9%），人均地区生产总值约 15.2 万元，排名均在全国靠前。2024 年前三季度，青岛市实现地区生产总值 12,399 亿元，经济实现平稳增长。产业结构方面，2023 年青岛市三产占比为 3.1:33.4:63.5，区域内优势产业包括智能家电、轨道交通装备、新能源汽车、高端化工、食品饮料、海洋船舶等。较为完善的工业体系以及活跃的对外贸易为区域经济增长奠定了坚实基础。

财政方面，2023 年青岛市实现一般公共预算收入 1,338 亿元，同比增长 5.1%，其中税收收入占比 75.2%，财政自给能力佳；全年实现政府性基金预算收入 531 亿元，较 2022 年下降 40.8%，降幅高于全国平均水平。2024 年前三季度，青岛市一般公共预算收入同比增长 0.2%，其中税收收入同比下降 8.5%；由于土地市场持续低迷，预计同期政府性基金预算收入增速将为负。我们认为，土地出让收入的大幅下降加大了青岛市财政收支压力，但考虑到青岛市经济发达且人口吸引力较强，预计未来土地市场下降趋势或能有所收敛。截至 2023 年末，青岛市地方政府债务余额为 3,620 亿元，区域内城投企业数量较多，债务增速较快，部分区县债务率较高，存在一定的债务压力。2023 年以来，青岛市在政策制定、债务置换、金融机构协调等方面做出较大努力，制定并实施了一系列债务防控方案，包括明确区市属地责任、健全监督制度和监测预警机制、成立融资担保机构、加强债务相关审计等。此外，青岛市 2025 年计划发行 39 亿再融资专项债用于隐债置换。我们认为，虽然青岛市仍面临一定的债务压力，但当地政府对债务问题重视程度不断提高，以及化债手段不断加强，对当地控制债务风险具有积极作用。

## 一、评级基准

### 公司概况

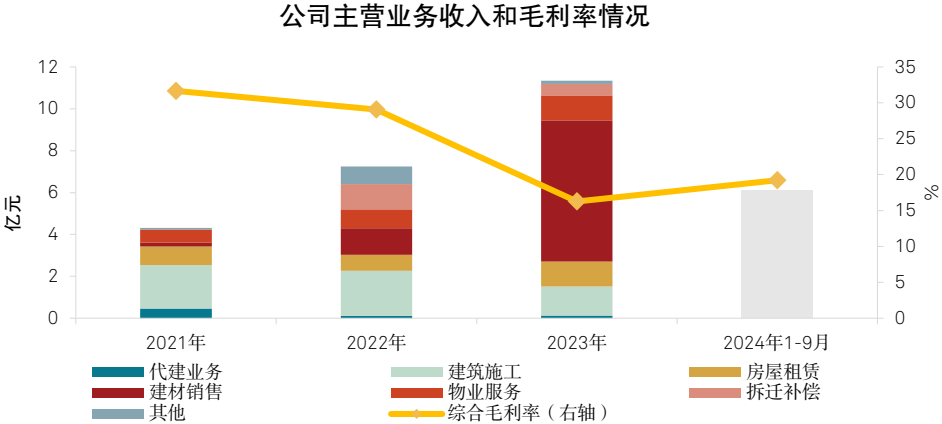
青岛城市发展集团有限公司（以下简称“青岛城发”或“公司”）成立于 2001 年，截至目前，公司的注册资本 30 亿元，控股股东是青岛市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“青岛市国资委”），持股比例 100%。公司建立了包括董事会和经营管理层在内的健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。

公司是青岛市重要的基础设施、保障房建设主体和国有资产经营主体，主要承担青岛市范围内基础设施和保障房的投资建设、市直管国有房产（以下简称“公管房”）的经营管理等任务，同时开展建筑施工、物业管理等业务。公司成立之初至“十四五”以前，经营范围主要聚焦公管房管护、项目建设开发和物业服务等。“十四五”以来，公司业务转型发展加速，尤其 2022 年起资产、收入规模增长迅速，业务结构变化较快，职能定位进一步清晰。目前，公司已明确将基础设施和保障房建设，以及公管房资源管理运营作为重要主业，同时开展建筑施工、物业管理、建材销售等经营性业务。

截至 2024 年 9 月末，公司总资产 146 亿元，1-9 月实现营业收入 6 亿元；2023 年末，公司总资产 120 亿元，全年实现营业收入 11 亿元。公司目前主要业务板块包括基础设施建设、保障房建设、房屋经营管理、物业服务、建筑施工和

建材销售等，收入构成中，建材销售、物业服务、建筑施工、房屋租赁的收入贡献较高。2021-2023 年，受毛利较低的建材销售业务占比持续提升影响，公司综合毛利率逐年下降，2023 年综合毛利率降至 16.3%。

图1



注：公司未披露2024年1-9月收入板块构成。  
资料来源：审计报告，财务报表，标普信评。  
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

### 业务状况

标普信评认为，青岛城发的业务状况“尚可”。公司所在的青岛市经济财政实力强，为公司的业务发展提供了良好的运营环境。公司作为青岛市重要的基础设施、保障房建设主体和国有资产经营主体，在青岛市保障房建设和公管房经营管理业务方面具有较强的专营性，但基建类业务定位与区域内其他城投企业存在一定的重叠，资产规模尚处于行业偏低水平。

青岛市的经济财政实力强，发展潜力较好，为公司业务发展提供了良好的运营环境。青岛市为国家计划单列市之一，经济总量和财政规模居于山东省内第一，税收基础较为优质，一般公共预算收支平衡情况好。2023 年青岛市实现地区生产总值 15,760 亿元，同比增长 5.9%，人均地区生产总值约 15 万元，区域内优势产业包括家电电子、石油化工、食品饮料、机械制造、汽车、海洋船舶等。2023 年青岛市实现一般公共预算收入 1,338 亿元，财政自给能力好，全年实现政府性基金预算收入 531 亿元。青岛市“十四五规划”在完善基础设施和公共服务设施、加快构建市政路网等方面提出了要求，并在《青岛市保障性租赁住房发展规划（2023-2025 年）》《青岛市规划建设保障性住房实施方案》等文件中提出加大保障性住房建设和供给，预计青岛市仍将维持一定规模的城市基础设施建设和保障性住房建设需求，为公司业务发展提供良好条件。

我们认为，公司保障房业务具有较强的专营性，政策环境和需求前景良好。根据市政府文件，2024 年青岛城发通过组建二级子公司——青岛安居投资有限公司（以下简称“安居投资”），负责青岛全市保障性住房建设运营实施，安居投资也被指定为青岛市收购已建成存量商品房用作保障性住房的实施主体之一。公司于 2024 年启动了青岛市首批配售型保障性住房项目建设，预计未来保障房业务将成为公司主要的业务板块和重要收入来源。截至 2024 年 9 月末，公司在建保障房项目总投 41 亿元，已投金额 10 亿元。我们认为，青岛市的保障房建设拥有较强的政策支持力度，当地每年稳定的城镇人口增长和新增青年人才落户也为保障房需求提供了较为良好的支撑。为促进房地产市场构建健康发展新模式，2023 年、2024 年召开的中央会议多次强调了保障性住房建设的重要性，并提出支持收购存量商品房用作保障性住房，青岛市也相继出台了一系列配套政策。近年来，青岛市保持了较为稳定的城镇人口增长和新增就业人员。截至 2023 年末，青岛市总人口 1,037 万人，比上年末增长 0.3%，其中城镇常住人口 812 万人，比上年末增加超 12 万人，全年城镇新增就业约 37 万人。然而，由于具有吸引力的保障房项目对区位要求较高等因素，我们认为公司保障房业务开展也面临合适土地供应、挤压商品房市场等挑战，大规模开展的难度或较大。

我们认为，公司在建基础设施项目规模较大，但该职能与区域内其他城投企业存在一定重叠。公司承担青岛市基础设施建设职能，项目类型可分为自建和代建管理类。其中，代建管理类项目系公司在整个工程项目建设过程提供从立项到竣工结算、审计的全过程代建服务，按照财政部费率标准收取代建管理费，资金来源主要包括财政资金、专项债和委托方

自筹等，部分项目需公司垫资。截至 2024 年 9 月末，公司主要在建基础设施项目总投资规模 128 亿元，已投金额 62 亿元。其中，东岸产业园区基础设施综合改造项目由子公司青岛城发城市更新有限公司建设，项目投资规模较大，涉及重庆高架路建设及相关路段改造工程等，有利于缓解青岛市南北向路网交通压力；青岛浮山全民健身中心项目包括地面建设足球场、跑道，利用地下空间建设羽毛球场、篮球场、停车场，建成后由公司运营维护。整体来看，公司基础设施建设业务仍有投资需求，但该职能与市内其他平台存在一定的重叠，未来业务开展规模存在一定的不确定性。此外，公司前期承建的即墨区部分代建管理类项目面临工程款欠付和项目回款问题，我们将持续关注相关项目资金回收和或有负债风险。

表1

**公司主要在建项目投资情况（截至 2024 年 9 月末，单位：亿元）**

| 项目                | 概算总投资        | 累计已投资       | 预期投资金额      |             |             |
|-------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                   |              |             | 2024 年      | 2025 年      | 2026 年      |
| 李沧北汽地块保障性住房项目     | 19.5         | 9.2         | 9.8         | 2.8         | 6.9         |
| 市北大健康 A 地块保障性住房项目 | 21.7         | 1.2         | 9.2         | 3.0         | 9.5         |
| <b>保障房业务合计</b>    | <b>41.2</b>  | <b>10.4</b> | <b>19.0</b> | <b>5.8</b>  | <b>16.4</b> |
| 青岛浮山全民健身中心项目      | 3.9          | 2.4         | 2.4         | 0.8         | -           |
| 东岸产业园区基础设施综合改造项目* | 123.7        | 60.0*       | 26.6        | 7.0         | -           |
| <b>基础设施建设合计</b>   | <b>127.6</b> | <b>62.4</b> | <b>29.0</b> | <b>7.8</b>  | <b>-</b>    |
| <b>总计</b>         | <b>168.8</b> | <b>72.8</b> | <b>48.0</b> | <b>13.7</b> | <b>16.4</b> |

注\*：东岸产业园区基础设施综合改造项目总投资规模含征迁费用约 35 亿元，该部分由财政直接支付，未计入累计已投资金额。

资料来源：公司提供，标普信评。

公司作为青岛市唯一的公管房经营管理主体，负责运营管理总面积合计约 72 万平方米的市属公管房，该业务具有较强的垄断性。根据《青岛市城市公有房产管理暂行办法实施细则》，青岛城发二级子公司青岛市房产经营公司（以下简称“房产经营公司”）负责经营青岛市公有房产。公管房租按照青岛市标准执行，价格由政府规定，目前大部分公管房的租金与市场价格仍有差距，具有一定的提升空间。公司管理的公管房数量较多，区位较优，分布于市南、市北、李沧、崂山等市区内，包括八大关旅游景区、德国啤酒风情街、中山路等商业街区。除公管房外，公司还经营法人房产，该部分资产系公司自主经营、定价。整体上，公司房产出租率高，租金回款情况良好，我们预计该业务将继续为其提供重要且较为稳定的经营性现金流。

表2

**公司房产出租情况（截至 2024 年 9 月末，单位：万平方米，元/平方米·月）**

| 项目        | 可租面积 | 平均租金 | 出租率  |
|-----------|------|------|------|
| 党政机关、事业单位 | 31.2 | 6.0  | 100% |
| 医疗卫生和公益事业 | 16.3 | 5.9  | 100% |
| 企业及经营房产   | 24.2 | 13.2 | 100% |
| 法人房产      | 6.7  | 23.2 | 92%  |

资料来源：公司提供。

除上述业务外，公司还开展物业服务、建筑施工、建材销售、房地产开发等业务，能够对收入形成较为良好的补充。公司通过青岛城发智慧城市服务运营管理有限公司、青岛市房产工程公司、青岛城发投控供应链有限公司等子公司开展物业服务、建筑施工、建材销售等业务。其中，物业服务业务主要客户为青岛市政府单位、地方国企和银行等，营业收入较稳定；建筑施工业务范围包含文保建筑修复、装修装饰、防水保温等，在青岛市文保建筑修复领域具备较强竞争力；建材销售系公司通过集中代采的模式，从上游供应商处采购钢材等货物并销售给下游客户。此外，公司还通过合作建厂

方式，生产并对外销售箱梁等建筑构件。经营类业务的开展提高了公司的资产运营效率，主要营运指标表现良好。我们认为，公司业务处于转型发展阶段，目前资产规模尚处于行业偏低水平，在建项目的持续投入或能使得规模较快增长，但这些项目建设周期较长，回款效率将受到经营情况、土地市场行情等因素的影响。

## 财务风险

标普信评认为，青岛城发的财务风险“偏高”，体现了公司项目建设支出需求较大，料将较快推升其带息债务规模，财务杠杆水平或将显著上升，同时面临较大的波动。但公司承担青岛市保障房和重大基础设施建设任务，建设资金受到政府专项债、财政资金、政策性银行和大型商业银行等的支持，资金来源多元，融资压力较小。

我们预计，受房地产、建材销售、建筑施工等板块波动因素的影响，公司收入和 EBITDA 稳定程度一般，2024 年或有所下降，2025 年将较明显上升。我们认为，房屋租赁和物业管理业务为公司提供了相对稳定的收入来源。然而，公司建筑施工业务收入或将随新签订单金额下降和内部项目承接增加而有所回落。建材销售业务收入受产品结构和外部需求等因素影响，也将较 2023 年有一定程度的下降。房地产开发方面，我们预计随着山大教职工公寓二期项目的交付，2025 年公司房地产业务收入或将有明显增长。此外，保障房项目也料将能在建设完毕并交付后为公司带来较为可观的收入规模。

我们预计，在保障房和基础设施建设项目较大的资金投资需求驱动下，公司带息债务规模将较快增长，财务杠杆水平在 2024-2025 年将显著上升。公司前期承担的项目建设以专项债和财政资金支持为主，2023 年及以前带息债务规模相对较小，但目前在建和拟建项目规模较大，未来面临一定的资金投入压力。基础设施建设方面，截至 2024 年 9 月末，公司主要在建项目总投资 128 亿元，已投资 62 亿元，主要为东岸产业园区基础设施综合改造项目和青岛浮山全民健身中心项目。公司 2024 年新增保障房建设职能，当年新开工两个配售型保障房项目，总投 41 亿元，未来规划每年仍将继续新增保障房建设项目。我们预计，公司 2024-2025 年投资支出规模分别为 45-55 亿元和 20-30 亿元。随着保障房等项目的持续投入，公司或将寻求更多的带息债务，财务杠杆料将在 2024-2025 年显著上升，但随着保障房项目的销售回款，财务杠杆或能够有所回落。

我们认为，公司承担的保障房和基础设施建设项目政策性较强，能够得到专项债、政策性银行和大型商业银行等金融机构的资金支持，资金来源较为多元，融资压力较小。公司目前主要在建基建项目建设资金由政府专项债和财政资金支持，保障房项目部分资本金由专项债承担。公司带息债务包括银行借款、债券和非标融资，截至 2024 年 9 月末，金融机构授信总额 119 亿元，其中中国开行对公司承担的保障房及重大基础设施投资建设项目提供 100 亿元的意向性授信，公司整体未使用授信额度 108 亿元。除存量非标外，公司新增融资成本较低，综合融资成本或能呈下降趋势。此外，公司带息债务中长期债务占比超过 60%，我们预计，虽然公司带息债务规模将较快增长，但以低成本、中期限的融资为主，整体将能够保持较为良好的债务结构。

表3

| 公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元） |       |       |       |  |         |
|------------------------|-------|-------|-------|--|---------|
|                        | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E  | 2025F   |
| 营业收入                   | 432   | 724   | 1,134 | 受房地产、建材销售、建筑施工等板块波动因素的影响，公司收入和 EBITDA 稳定程度一般，2024 年或有所下降，2025 年或能够较明显上升。<br>2024-2025 年，公司的投资支出规模分别为 45-55 亿元和 20-30 亿元。 |         |
| EBITDA                 | 72    | 88    | 58    |  |         |
| 资本支出                   | 3     | 1,151 | 3,573 |  |         |
| 经调整总债务                 | 161   | 197   | 78    |  |         |
| 调整后核心财务指标              |       |       |       |  |         |
| 经调整总债务/EBITDA（倍）       | 2.2   | 2.2   | 1.3   | 30-50  | 30-50   |
| EBITDA 利息覆盖倍数（倍）       | 2.6   | 4.3   | 1.6   | 0.5-1.5  | 0.5-1.5 |
| EBITDA 利润率（%）          | 16.7  | 12.2  | 5.1   | 3-8  | 3-8     |

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。



表4

### 财务数据调整-截至 2023 年 12 月 31 日（单位：百万元）

|             | 总债务           | EBITDA        | EBITDA       | 利息支出        |
|-------------|---------------|---------------|--------------|-------------|
| 报告值         | 561           | 57            | 57           | 37          |
|             |               |               |              | 标普信评调整      |
| 盈余现金        | -483          | -             | -            | -           |
| 其他权益工具      | -             | -             | -            | -           |
| 对外担保        | -             | -             | -            | -           |
| 收到的联营合营企业股利 | -             | -             | -            | -           |
| 利息及股利收入     | -             | -             | 7            | -           |
| 当期所得税       | -             | -             | -35          | -           |
| 利息支出        | -             | -             | -37          | 0           |
| 资本化利息       | -             | -             | -0           | -           |
| 其他调整        | -             | 2             | 2            | -           |
| 标普信评调整值     | -483          | 2             | -64          | 0           |
|             | <b>经调整总债务</b> | <b>EBITDA</b> | <b>营运现金流</b> | <b>利息支出</b> |
| 调整后         | 78            | 58            | -8           | 37          |

注：1. 总债务=短期债务+长期债务。2. 数据尾差主要系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评整理和调整。

## 同业比较

我们选择了青岛城市建设投资（集团）有限责任公司（简称“青岛城投”）、无锡市安居投资发展有限公司（简称“无锡安居”）和杭州市安居建设投资集团有限公司（简称“杭州安居建投”）作为青岛城发的可比企业。上述企业为青岛市或可比区域的城市基础设施建设类企业，公司与可比企业在区域实力、平台定位、业务范围等方面具有一定可比性。

青岛市、无锡市和杭州市的经济实力在全国范围内均很强，为公司和可比企业在当地的业务开展提供了较为良好的基础。上述城市 2023 年地区生产总值均突破 1.5 万亿元，三次和二次产业贡献显著，整体发展水平高。青岛市为国家计划单列市，经济总量居于山东省内第一，拥有丰富的海洋资源，形成了以现代服务业为主导、先进制造业为支撑、海洋经济为特色的产业结构，家电电子、石油化工、食品饮料、机械制造、汽车、海洋船舶等产业发展良好。无锡市作为长三角地区的制造业中心之一，形成了高档纺织及服装加工、精密机械及汽车配套工业、电子信息及高档家电、特色冶金及金属制品、精细化工及生物医药等支柱产业，人均地区生产总值水平表现出色。杭州市作为中国东部沿海的重要城市和浙江省的省会城市，第三产业发达，民营经济活跃，聚焦文化、旅游休闲、金融服务、生命健康、高端装备制造等支柱产业，和人工智能、云计算大数据、信息软件等先导产业，经济基础强劲。

青岛城发与可比企业在当地基础设施建设等领域承担重要职能。青岛城发聚焦于青岛市的保障房建设、基础设施建设和公管房经营，是青岛市级重要的保障性住房建设和公管房经营管理主体，职能定位较为清晰。青岛城投为青岛最大的市属城投企业，承担市内重点基础设施建设、土地整理、园区建设等多项职能，同时还覆盖实业、金融等业务，业务范围广泛，资产规模突出。无锡安居是无锡市唯一的保障房建设和棚改贷承接主体，保障房项目涉及经济适用房、公租房及廉租房等，区域专营性较强。杭州安居建投承担杭州市的保障性住房开发职能，开发类型包括经济适用房、安置房、公租房、廉租房等，并参与运营部分 PPP 项目。

财务状况方面，我们认为青岛城发的财务风险高于杭州安居建投，但低于青岛城投及无锡安居。青岛城投和无锡安居由于承担的建设任务较重，债务规模较高，财务杠杆处于很高水平，且 EBITDA 难以覆盖利息支出。青岛城发前期的带息

债务规模较小，但由于承担较多青岛市的重点项目建设，债务规模呈较快上升趋势，财务杠杆面临较大的波动，但债务结构良好。相较而言，杭州安居建投的债务负担可控，EBITDA 对利息覆盖能力较好。

青岛城发与可比企业均为市属国企，但股权层级存在一定的差异，其中公司和青岛城投为青岛市国资委直属企业，股权层级高，而杭州安居建投为杭州市城市建设投资集团有限公司的孙公司，股权层级一般。我们认为，青岛城发和可比企业能够获得较强的外部支持。公司与可比企业所开发区域的经济和财政实力在全国范围处于优秀水平，政府支持能力很强，各企业的职能定位较为清晰，业务公益属性较强。

表5

| 经营情况（2023年，单位：亿元） |                            |  |                     |                                     |
|-------------------|----------------------------|--|---------------------|-------------------------------------|
|                   | 青岛城发                       | 青岛城投                                   | 无锡安居                | 杭州安居建投                              |
| 运营区域              | 青岛市                        | 青岛市                                    | 无锡市                 | 杭州市                                 |
| 区域 GDP            | 15,760                     | 15,760                                 | 15,456              | 20,059                              |
| 一般公共预算收入          | 1,338                      | 1,338                                  | 1,195               | 2,617                               |
| 控股股东              | 青岛市国资委                     | 青岛市国资委                                 | 无锡城建                | 杭州安居集团                              |
| 主要业务              | 保障房、基础设施建设、房屋租赁、建筑施工、建材销售等 | 基础设施建设、土地整理、产业园开发运营、房地产开发、交通运输、实业、类金融等 | 保障房、住房担保、房屋租赁、代建工程等 | 保障房、经适房、PPP 项目建设运营、房屋租赁、工程作业及管理、贸易等 |
| 总资产               | 120                        | 4,287                                  | 224                 | 129                                 |
| 总收入               | 11.3                       | 442                                    | 4.9                 | 19.6                                |

注：无锡城建的全称为无锡城建发展集团有限公司，杭州安居集团的全称为杭州市安居集团有限公司。

资料来源：IFinD，公司提供，公开信息，标普信评。

表6

| 财务情况比较（2022-2023 两年平均，单位：百万元） |       |         |       |        |
|-------------------------------|-------|---------|-------|--------|
|                               | 青岛城发  | 青岛城投    | 无锡安居  | 杭州安居建投 |
| 营业收入                          | 929   | 42,243  | 594   | 2,773  |
| EBITDA                        | 73    | 7,376   | 86    | 1,033  |
| 资本支出                          | 2,362 | 9,709   | 12    | 383    |
| 经调整总债务                        | 138   | 250,635 | 5,710 | 7,253  |
| 财务比率                          |       |         |       |        |
| EBITDA 利润率（%）                 | 8.7   | 17.4    | 13.9  | 40.8   |
| 经调整总债务/EBITDA（倍）              | 1.8   | 34.1    | 78.8  | 7.0    |
| EBITDA 利息覆盖倍数（倍）              | 2.9   | 0.8     | 0.3   | 3.4    |

资料来源：IFinD，公司年报，标普信评。

## 二、个体信用状况

### 流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来 12 个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过 1.2 倍。

我们预计，公司流动性需求主要为投资支出和偿还债务等，流动性来源主要包括货币资金、金融机构借款、专项债、政府资金、公开市场融资和营运现金流等。公司在手货币资金能够覆盖未来一年内到期带息债务，但投资支出需依靠银行借款、专项债等资金支持。

表7

| 流动性来源                             | 流动性用途                      |
|-----------------------------------|----------------------------|
| 非受限货币资金 15 亿元；                    | 未来 12 个月，到期偿付的债务规模 3-4 亿元； |
| 可提取的金融机构授信、专项债、政府资金支持等约 15-25 亿元； | 未来 12 个月，投资支出 20-30 亿元。    |

注：数据截至 2024 年 9 月末；一年内到期债务规模包括短期借款、短期融资券和非标融资。

资料来源：公司财务报告，公司提供，标普信评。

表8

| 债务到期分布（单位：百万元） |       |
|----------------|-------|
| 年份             | 金额    |
| 1 年以内          | 625   |
| 1 至 3 年        | 145   |
| 3 年以上          | 1,022 |
| 合计             | 1,792 |

注：截至 2024 年 11 月末。

资料来源：公司提供，标普信评。

### 或有事项

截至 2024 年 9 月末，公司不存在对外担保。未决诉讼方面，公司及子公司作为被告的前五大涉诉事项金额合计 1.6 亿元，主要系合同纠纷，部分已经判决或撤诉。我们认为，公司的或有负债风险相对可控。

### 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，截至 2024 年 12 月 3 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，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

### 三、主体信用等级

标普信评认为，青岛市政府对青岛城发的支持程度“高”，主要体现在以下方面：

- 青岛市经济实力强，财政自给能力好，支持能力很强。
- 公司在股权结构和管理机制方面与青岛市国资委的紧密度高。青岛市国资委直接持有公司 100% 股权，在管理层任命、战略规划制定和日常运营管理监督等方面能够对公司施加重大影响。我们认为，在可预见的未来，青岛市国资委将保持其对公司的控股地位和控制力度。
- 公司是青岛市重要的基础设施、保障房建设主体和国有资产经营主体，在青岛市保障性住房建设运营和公租房经营管理方面具有较强的专营地位，职能定位较为清晰。
- 公司持续受到来自政府在资产划拨、资金拨付等方面的支持，并在项目承建中获得大规模专项债和财政资金支持。2024 年，为支持保障房建设运营工作，青岛市政府将青岛市住房公积金管理中心名下两处租赁型人才住房资产无偿划拨给公司，价值 5 亿元；2023 年和 2024 年，公司分别收到财政拨付项目资金 3.5 亿元、6.6 亿元。

综合以上，标普信评评定青岛城发主体信用等级为 AA<sub>spc+</sub>。

## 附录

### 附录1： 主要财务数据及指标

#### 评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）

|               | 2021  | 2022   | 2023   | 2024.1-9 |
|---------------|-------|--------|--------|----------|
| 货币现金和交易性金融资产  | 536   | 599    | 965    | 1,507    |
| 存货            | 82    | 256    | 397    | 1,307    |
| 其他应收款         | 124   | 212    | 174    | 156      |
| 投资性房地产        | 3,293 | 4,816  | 4,858  | 4,785    |
| 在建工程          | 23    | 1,051  | 4,024  | 5,305    |
| 其他非流动资产       | 2     | 2      | 260    | 341      |
| 资产总计          | 5,015 | 7,897  | 12,013 | 14,581   |
| 短期借款          | 2     | 3      | 5      | 5        |
| 应付票据及应付账款     | 240   | 228    | 374    | 376      |
| 其他应付款         | 346   | 521    | 310    | 285      |
| 一年内到期的非流动负债   | 355   | 1      | 55     | 189      |
| 长期借款          | 60    | -      | 72     | 996      |
| 应付债券          | -     | 312    | 312    | 310      |
| 长期应付款         | 54    | 1,213  | 4,528  | 5,880    |
| 负债合计          | 1,242 | 2,410  | 5,973  | 8,347    |
| 所有者权益合计       | 3,772 | 5,487  | 6,040  | 6,234    |
| 营业总收入         | 432   | 724    | 1,134  | 609      |
| 营业成本          | 295   | 514    | 950    | 492      |
| 销售费用          | 1     | 1      | 1      | 1        |
| 管理费用          | 98    | 96     | 121    | 78       |
| 财务费用          | 23    | 18     | 30     | 38       |
| 其他收益          | 29    | 1      | 2      | 0        |
| 公允价值变动收益      | 30    | 27     | 41     | 52       |
| 利润总额          | 81    | 64     | 124    | 37       |
| 净利润           | 55    | 7      | 84     | 31       |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 57    | 13     | 86     | 41       |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 68    | -1,157 | -3,573 | -1,828   |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -106  | 1,208  | 3,853  | 2,329    |

#### 调整后财务数据及指标

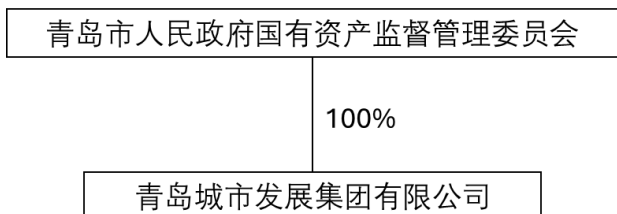
|        | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.1-9 |
|--------|------|------|------|----------|
| EBITDA | 72   | 88   | 58   | --       |
| 营运现金流  | 31   | 41   | -8   | --       |
| 经调整总债务 | 161  | 197  | 78   | --       |

|                   |      |       |       |       |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 资本支出              | 3    | 1,151 | 3,573 | 1,882 |
| EBITDA 利润率 (%)    | 16.7 | 12.2  | 5.1   | --    |
| 经调整总债务/EBITDA (倍) | 2.2  | 2.2   | 1.3   | --    |
| EBITDA 利息覆盖倍数 (倍) | 2.6  | 4.3   | 1.6   | --    |

注：1、上表中财务数据基于公司披露的中审华会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告、利安达会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-9 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。

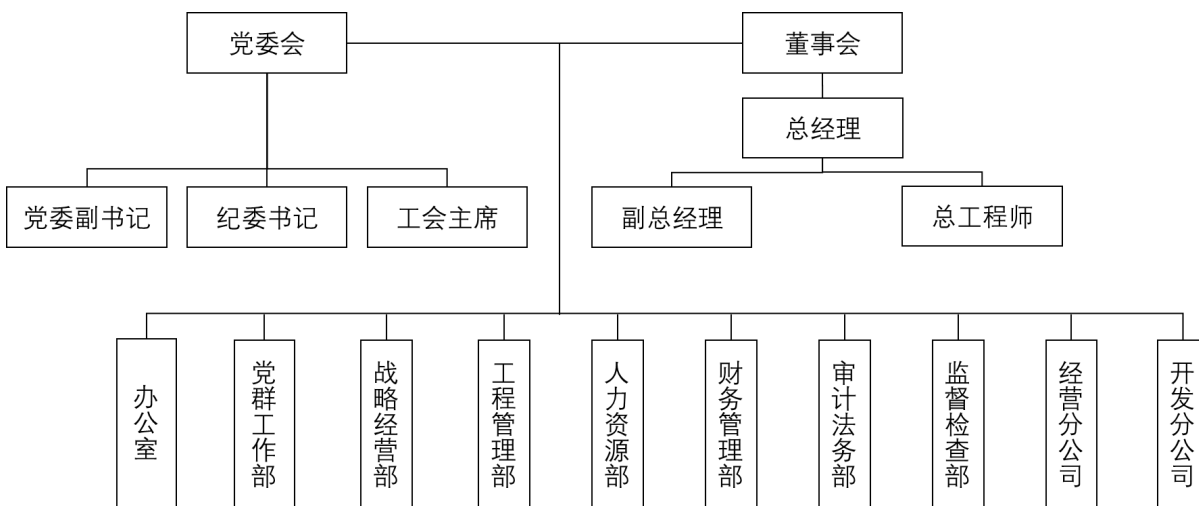
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

## 附录2： 评级对象股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

## 附录3： 评级对象组织结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供。

## 附录4： 主要财务指标计算公式

### 主要财务指标计算公式

EBITDA（调整前）= 营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）

EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联合营企业股利+其他调整

折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整

EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整

利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整

|  |
|--|
| 已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整                                       |
| 营运现金流 = EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整                         |
| 经营性现金流=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整 |
| 资本开支 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整                           |
| 自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支   |
| 股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息                                |
| 可支配现金流=自由经营性现金流-股利   |
| 短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务         |
| 长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务                     |
| 经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整            |
| 资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整                                  |
| EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出  |
| 营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) / 已付现金利息                                    |
| 资本回报率 = EBIT/两年平均资本  |
| EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入   |

## 附录5： 信用等级符号及定义

| 等级                 | 含义                              |
|--------------------|---------------------------------|
| AAA <sub>spc</sub> | 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 <sub>spc</sub>  | 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 <sub>spc</sub>   | 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 <sub>spc</sub> | 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 <sub>spc</sub>  | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。   |
| B <sub>spc</sub>   | 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 <sub>spc</sub> | 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 <sub>spc</sub>  | 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 <sub>spc</sub>   | 不能偿还债务。                         |

注：除 AAA<sub>spc</sub> 级，CCC<sub>spc</sub> 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的伤害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方经销商。