

标普信评

S&P Global

China Ratings

主体评级报告：

# 青岛华通国有资本投资运营集团有限公司

主体信用等级\*：AAA<sub>spc</sub>；展望：稳定

评定日期：2024年10月23日

到期日期：2025年10月22日

项目负责人：

龚艺：010-65166058；yi.gong@spgchinaratings.cn

项目组成员：

曹艺馨：010-65166048；yixin.cao@spgchinaratings.cn

## 目录

报告摘要	2
声明	3
信用等级概况	4
宏观经济与行业环境	7
公司概况	8
业务状况	9
财务风险	11
同业比较	13
流动性状况	14
过往债务履约情况	15
分项评估	15
附录	16

\*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。

报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
青岛华通国有资本投资运营集团有限公司	主体信用等级	AAA <sub>spc</sub>	2024 年 10 月 23 日	稳定

行业划分：投资控股公司

**主体概况：**青岛华通国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“青岛华通”或“公司”）为青岛市国有企业，由青岛市国资委全资直接持有。作为青岛市重要的国有资本运营平台，青岛华通持有青岛市众多产业类国企股权，投资领域涵盖家电制造、食品加工、机械工业、设备制造、金融等行业，并承担了市内部分基础设施项目的建设和运营。截至 2023 年末，公司投资组合价值超过 300 亿元。

**宏观经济与行业环境：**我们预计，政府将以保持每年 5% 的 GDP 增速目标来制定政策。今明两年中国的进出口将持续恢复。国内商品价格和企​​业利润率由于低迷的消费和强劲的制造业投资的共同作用而下降，但不太可能出现消费性的通缩。我们认为，青岛市经济实力极强，财政平衡能力极佳，但近年来债务增长较快，城投数量较多，部分区县的债务负担较重。我们认为，国有资本投资运营平台作为国有企业改革的重要载体，在构建以管资本为主的国资监管体制，优化调整国有资本布局结构方面发挥了积极的作用。

信用要点：

**业务状况：**标普信评认为，青岛华通的业务状况“良好”。公司所管理资产的构成较为稳定，主要资产的潜在信用质量较好，能够为公司贡献充足的投资收益以及稳定的分红收入。公司所持资产的行业分布和运营区域相对广泛，但主要资产占比较为集中，同时公司对部分上市公司资产的处置自主权相对较弱，资产流动性一般。但我们认为，公司的投资组合构成很大程度上反映了青岛市政府的国有资产布局安排，资产流动性和集中度对业务状况的影响相对中性。

**财务风险：**标普信评认为，青岛华通的财务风险“可控”。公司债务对投资价值比率偏高，但考虑到公司能够对集团内资金进行调度，其能动用的偿债现金流较为充足，同时公司债务融资结构稳健，再融资能力强，故认为公司财务风险可控。我们预计，随着基金和股权投资的持续推进，青岛华通的债务对投资价值比率将呈小幅上升趋势，但公司财务政策审慎，投资风格稳健，每年因投资而新增的债务与投资组合规模相比较为可控。

**外部影响：**标普信评认为，青岛市政府对青岛华通的支持程度“高”。公司由青岛市国资委全资直接持有，在股权结构和管理机制方面与青岛市政府具有很强的紧密度。青岛市国资委在管理层任命、战略规划制定和重大投融资决策等方面能够对公司施加重大影响。公司的经营状况和债务管理持续受到青岛市国资委的监督考核。公司是青岛市级主要的国资运营平台之一，持有较多当地产业类国企股权，承担促进青岛市产业发展和国有企业改革转型的职能，在区域内具有较强的战略重要性。公司自成立以来持续收到来自政府的资产划拨、资金注入和财政补贴，反映了政府对其稳定有力的支持。

分项评估：

主体信用等级：	AAA <sub>spc</sub> /稳定
业务状况：	3/良好
— 行业风险：	3/一般
— 投资状况：	3/良好
财务风险：	4/可控
评级基准：	a-
调整项	
— 流动性：	适中（无影响）
— 管理与治理：	中性（无影响）
— 补充调整：	中性（无影响）
个体信用状况	a <sub>spc</sub> -
外部影响	+6

重点信用指标：

	2023A	2024E	2025F
债务对投资价值比率（%）	62.1	60-65	63-68
现金流充足性（倍）	1.8	1.0-2.0	1.0-2.0

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。

同业比较：（截至 2023 年末）

	青岛华通	合肥产投	无锡产发	杭州实业
投资价值（亿元）	290-330	430-480	290-330	290-330
上市资产占比（%）	20-30	0-10	20-30	20-30
前三大资产占比（%）	35-45	45-55	30-40	35-45
债务对投资价值比率（%）	60-65	90-95	75-80	45-50

注：合肥市产业投资控股（集团）有限公司简称“合肥产投”，无锡产业发展集团有限公司简称“无锡产发”，杭州市实业投资集团有限公司简称“杭州实业”。以上数据为标普信评调整后数据。资料来源：公司年报，标普信评调整。

## 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。

### 高级管理人员

钟晓玲

北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

### 项目负责人

龚 艺

北京

Yi.gong@spgchinaratings.cn

### 项目组成员

曹艺馨

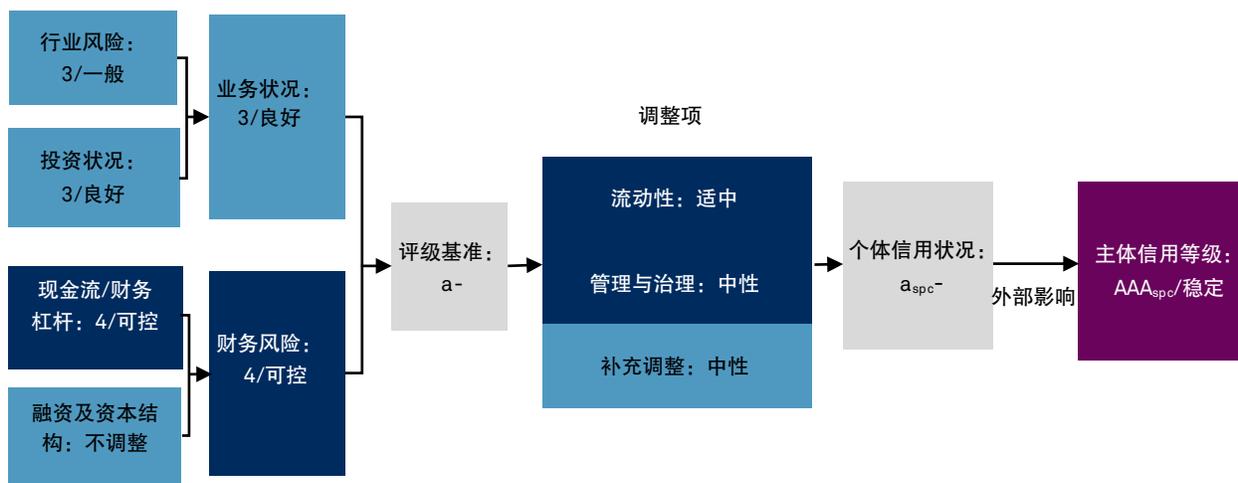
北京

Yixin.cao@spgchinaratings.cn

标普信用评级（中国）有限公司

## 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
青岛华通国有资本投资运营集团有限公司	主体信用等级	AAA <sub>spc</sub>	2024 年 10 月 23 日	稳定



## 主要优势与风险

优势	风险
作为青岛市重要的国有资本运营平台，公司在区域内具有较强的战略重要性，能够获得青岛市政府持续有力的支持。	公司投资组合对单一资产的依赖度较高，存在一定集中度风险。
公司所持有核心资产质量较好，能够为其贡献充足的投资收益以及稳定的分红收入。	
公司融资渠道通畅、融资成本较低，具有很强的再融资能力。	

## 评级展望

青岛华通的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了公司将继续在青岛市产业类国有资产的投资运营和保值增值方面发挥重要作用，青岛市政府对其支持程度高。我们预计，作为青岛市级重要的国有资本运营平台，短期内公司的职能定位不会改变，在区域内能够维持较强的战略重要性；公司的资产管理规模和主要资产构成将保持稳定，所持资产的潜在信用质量维持相对较好水平，优质股权资产能够持续为公司提供较为稳定的现金分红。我们预计，公司将保持审慎的财务政策以及良好的再融资能力，财务风险将保持“可控”。

上调情形：不适用。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调青岛华通的主体信用等级：

- 1) 青岛市政府对公司的支持力度下降，这可能表现为公司股权结构发生改变，导致公司与政府的关联程度显著降低；公司持有的核心资产被划出，导致公司自身经营情况以及承担的国有资本投资运营职能明显弱化；或青岛市政府的潜在支持能力出现明显弱化。
- 2) 公司持有的核心资产经营和财务情况出现显著恶化，导致公司个体信用状况大幅下降。

## 假设与预测

### 假设

- 2024-2025 年，青岛华通本部收到的现金股息收入每年约 10-13 亿元。
- 2024-2025 年，青岛华通本部每年向股东派息 3-5 亿元。
- 2024-2025 年，青岛华通本部每年退出投资收到的现金为 5-10 亿元，投资资金流出每年为 5-10 亿元。
- 2024-2025 年，青岛华通本部每年新增净债务 5-10 亿元。

表1

重点信用指标预测			
	2023A	2024E	2025F
债务对投资价值比率（%）	62.1	60-65	63-68
现金流充足性（倍）	1.8	1.0-2.0	1.0-2.0

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。

## 调整后财务数据及指标

表2

调整后财务数据及指标（单位：百万元）				
	2021	2022	2023	2024.1-6
长期股权投资	17,366	20,479	21,582	21,805
债权投资	0	0	0	0
其他权益工具投资	2,653	2,316	2,074	2,279
其他非流动金融资产	485	487	537	547
持有至到期投资	0	0	0	0
交易性金融资产	11	103	90	119
其他金融资产	6,426	7,032	4,290	2,046
投资价值-账面价值	26,940	30,416	28,573	26,797
投资价值-市场价值	28,573	31,720	31,654	29,729
经调整总债务	16,145	19,055	19,662	20,067
经调整股利收入	1,466	1,136	1,177	--
营业收入	258	231	286	88
利息收入	212	182	240	--
营运支出	331	248	295	76
税费	318	133	91	46

注：1、调整后财务数据基于 2021-2023 年审计年报以及未经审计的 2024 年半年报，数据基于华通本部报表口径，并调整投资控股子公司海信集团有限公司、青岛华通创业投资有限责任公司和青岛市企业发展投资有限公司的本部数据；2、其他金融资产、经调整总债务将青岛华通的海外债等比例计入；3、部分数据无法获取，采用“--”表示。

## 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 - 通用评级方法，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。

## 宏观经济与行业环境

我们预计，政府将以保持每年 5% 的 GDP 增速目标来制定政策。今明两年中国的进出口将持续恢复，出境旅游支出也于近期呈现快速增长的态势。国内商品价格和企利利润率由于低迷的消费和强劲的制造业投资的共同作用而下降，但不太可能出现消费性的通缩。

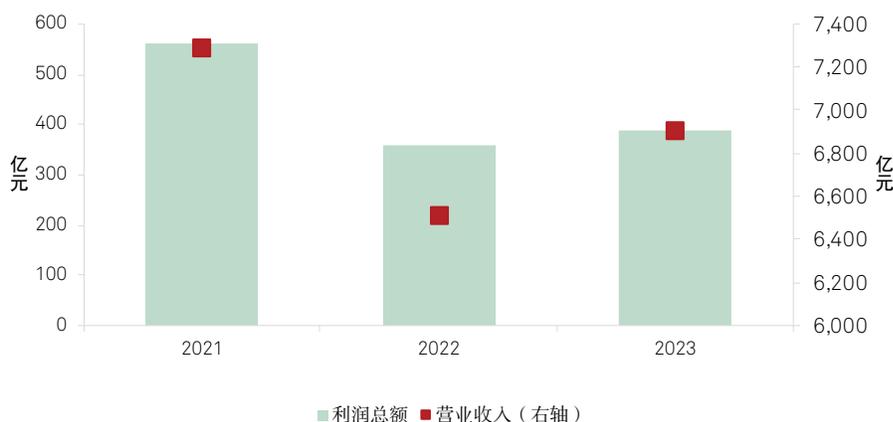
我们认为，青岛市经济实力极强，财政平衡能力极佳，但近年来债务增长较快，城投数量较多，部分区县的债务负担较重。青岛市为国家计划单列市之一，经济总量和财政规模居于山东省内第一。2023 年青岛市实现地区生产总值 15,760 亿元，同比增长 5.9%，人均 GDP 约 15.2 万元，GDP 和人均 GDP 排名均在全国靠前。产业结构方面，2023 年青岛市三产占比为 3.1:33.4:63.5，区域内优势产业包括家电电子、石油化工、食品饮料、机械制造、汽车、海洋船舶等，较为完善的工业体系以及活跃的对外贸易为区域经济增长奠定了坚实基础。财政方面，2023 年青岛市实现一般公共预算收入 1,338 亿元，同比增长 5.1%，其中税收收入占比达 75.2%，财政自给能力佳；全年实现政府性基金收入 531 亿元，较 2022 年下降 40.8%，降幅高于全国平均水平。2024 年上半年，青岛市政府性基金收入仍出现了较大降幅。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将有所收敛。截至 2023 年末，青岛市地方政府债务余额为 3,620 亿元，区域内城投数量超过 50 家，数量较多，地区债务增速较快，部分区县债务率高，需关注区域债务管控情况。

**青岛市经济实力极强，财政平衡能力极佳，但近年来债务增长较快，城投数量较多，部分区县的债务负担较重。**

我们认为，青岛市属国企整体具有相对较强的规模优势和盈利能力，近年来经营情况受经济环境影响而有所波动。2022 年，受到外部环境影响，青岛市属国企收入和盈利出现较为明显的下滑，但随着经济稳步复苏，2023 年市属国企盈利有所恢复。截至 2023 年末，青岛市属国企资产总额为 3.06 万亿元，同比增长 10.2%；2023 年全年实现营业收入 6,900.3 亿元，同比增长 6.5%，利润总额 387.6 亿元，同比增长 13.2%。2024 年 7 月末，市属企业资产总额同比增长 9.9%，1-7 月营业总收入同比下降 10.1%，利润总额同比下降 6.6%，存在一定经营压力。

图1

青岛市市属企业经济运行情况



资料来源：青岛市国资委官网，标普信评整理。  
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，国有资本投资、运营平台作为国有企业改革的重要载体，在构建以管资本为主的国资监管体制，优化调整国有资本布局结构方面发挥了积极的作用。现阶段，中央及各地方政府积极推进国资体系整合，各类经营性国有资产逐步向改组或新设的国有资本投资、运营平台集聚，国有资本投资、运营平台在国企改革和国有资产监管中的地位日益凸显。从区域分布来看，东部沿海发达省份和部分直辖市投资控股公司数量较多。我们认为，投资控股公司区域分布不均衡的主要原因与当地经济发达和开放程度、财政与金融的活力、地方政府的管理与治理能力及人才聚集能力等因素相关。拥有较高信用质量的投资控股公司的共同特征是：持有当地大部分竞争类优质企业的股权；主要持股企业在所属行业内大都具备较强的竞争实力，且信用质量较高；投资组合价值对债务具有较好的覆盖；投资控股公司对于当地政府具有唯一性或战略重要性。

**国有资本投资、运营平台作为国有企业改革的重要载体，在构建以管资本为主的国资监管体制，优化调整国有资本布局结构方面发挥了积极的作用。**

## 一、评级基准

### 公司概况

青岛华通国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“青岛华通”或“公司”）成立于2008年，由青岛市企业发展投资有限公司、青岛弘信公司、青岛市经济开发投资公司3家公司股权出资组建而成，初始注册资本为20亿元。2022年2月，公司名称由“青岛华通国有资本运营（集团）有限责任公司”变更为现名，注册资本增加至50亿元。截至2024年6月末，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”）持有青岛华通100%股权，为公司实际控制人。青岛华通定位为青岛市产业投资主体，以创新模式投资建设运营新型工业园区，培育产业生态，打造资本结构合理、商业模式清晰、优势产业突出的智能化先进制造业投资运营集团。

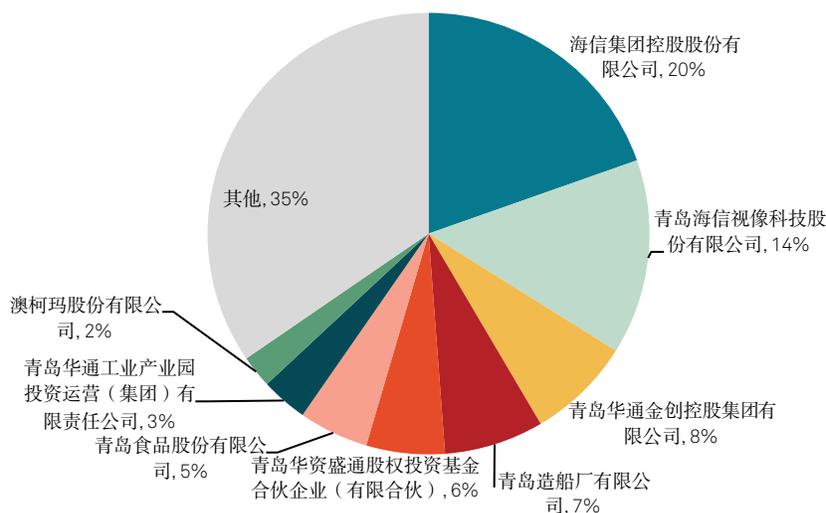
重大资产重组方面，2020年5月，青岛市国资委将海信集团有限公司（以下简称“海信集团”）100%国有股权无偿划转给青岛华通持有，同时对海信集团深化混合所有制改革。海信集团原以海信集团控股股份有限公司（以下简称“海信控股”）为核心运营载体，海信控股拥有海信视像（600060.SH）和海信家电（000921.SZ）两家上市公司，为青岛市知名的家电制造类集团企业，持有海信（Hisense）、科龙（Kelon）和容声（Ronshen）等多个中国驰名商标。混合所有制改革实施后，海信集团对海信控股的持股比例由32.36%降至26.79%，并不再将海信控股纳入合并范围，以长期股权投资列示，海信控股实际控制人由青岛市国资委变更为无实际控制人。2020年12月30日，海信集团股权划转相关手续完成，海信集团不再列市直企业管理，由青岛华通按照国资监管有关规定进行管理。

作为青岛市重要的国有资本运营平台，青岛华通持有青岛市众多产业类国企股权，投资领域涵盖家电制造、食品加工、机械工业、设备制造、金融等行业，并承担了市内部分基础设施项目的建设和运营。截至2023年末，公司投资组合价值超过300亿元<sup>1</sup>，管理的主要资产价值分布如下图所示。

<sup>1</sup> 数据口径基于青岛华通本部及旗下3家标普信评认定为持股平台的子公司本部（海信集团有限公司、青岛华通创业投资有限责任公司以及青岛市企业发展投资有限公司）所持有的投资资产价值，其中持有的上市公司股权价值按照当期期末市值计算，其他资产按照账面价值计算。下文中相关资产、债务口径如无特殊说明，均按此口径为准。

图2

青岛华通投资价值分布（截至2023年末）



注：上市公司股权按照当期末市值计算。  
资料来源：公司提供资料及审计报告，标普信评整理。  
版权©2024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，青岛华通的业务状况“良好”。公司所管理资产的构成较为稳定，主要资产的潜在信用质量较好，能够为公司贡献充足的投资收益以及稳定的分红收入。公司所持资产的行业分布和运营区域相对广泛，但主要资产占比较为集中，同时公司对部分上市公司资产的处置自主权相对较弱，资产流动性一般。但我们认为，公司的投资组合构成很大程度上反映了青岛市政府的国有资产布局安排，资产流动性和集中度对业务状况的影响相对中性。

我们认为，青岛华通所管理资产的潜在信用质量较好，处于全国平均偏上水平，海信控股等优质股权资产能为公司贡献充足的投资收益以及稳定的分红收入。公司是青岛市重要的产业投资主体，职能定位较为清晰，投资资产以青岛市本地实体产业或金融服务业企业股权为主。其中，资产价值占比较大的海信控股和青岛海信视像科技股份有限公司（以下简称“海信视像”）作为全国知名的家电企业，在行业内具有很强的竞争实力，同时充裕的现金流使得其债务负担很轻，我们认为其潜在信用质量很强。海信控股为公司贡献了丰富的投资收益及现金分红，2021-2023 年海信控股及相关公司对公司的现金分红分别为 10.1 亿元、4.2 亿元和 6.6 亿元。公司参控股的青岛本地国企中，部分企业如青岛食品股份有限公司（以下简称“青岛食品”）、澳柯玛股份有限公司（以下简称“澳柯玛”）等在当地具有一定的知名度和竞争力，潜在信用质量尚可；但我们也注意到，公司持有如青岛造船厂有限公司等亏损企业，以及部分规模小、盈利能力较弱的青岛市老国有企业股权，对公司整体投资资产的信用质量形成一定拖累，未来公司将持续推进此类企业的减亏治亏和资产整合工作。另外，公司也通过自有资金投资了如中国平安（601318.SH）、青岛银行（002948.SZ）、交通银行（601328.SH）、海尔智家（600690.SH）等优质上市公司股权，能够提供较为稳定的股息分红。

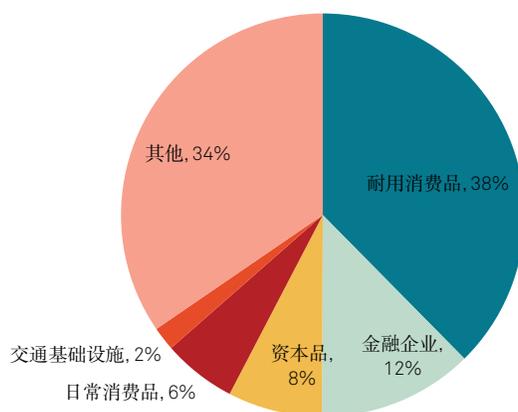
**青岛华通所管理资产的潜在信用质量较好，处于全国平均偏上水平，海信控股等优质股权资产能为公司贡献充足的投资收益以及稳定的分红收入。**

我们认为，青岛华通管理资产的行业分布和运营区域相对广泛，虽存在单一资产集中度较高的问题，但符合青岛市优势产业集群的布局，且行业周期性相对不强。青岛华通所管理的资产涉及耐用消费品、日常消费品、金融、资本品、交通基础设施等多个行业，行业分布相对多元。公司管理及投资的企业所在地主要集中于青岛市，但占比较高的海信控股及其子公司展业范围遍及全国，部分业务涉及海外，区域多样化尚可。公司存在单一行业及单一资产集中度较高的问题，所持资产中耐用消费品行业（家电行业）资产价值占比接近 40%，其中以海信控股和海信视像股权为主，在总体资产组合中占比达 34%。我们认为，较高比例的家电产业资产体现了青岛市在智能家电领域的产业链优势，同时对海信集团的资产划拨也体现了市国资委对公司的支持，较高的行业及资产集中度对于公司资产多样化的影响相对中性。青岛市拥有全国唯一的家电领域国家级制造业创新中心，主要家电产品市场占有率全国领先，在智能家电领域的优势明显。公司所持的家电产业类资产主要为海信控股、海信视像、澳柯玛和海尔智家股权，均为青岛市知名家电企业，与区域优势产业契合度高。同时，由于家电产业周期性相对不强，现金流充沛，能够一定程度上弱化经济周期波动带来的负面影响。

**青岛华通管理资产的行业分布和运营区域相对广泛，虽存在单一资产集中度较高的问题，但符合青岛市优势产业集群布局，且行业周期性相对不强。**

图3

**青岛华通所持资产行业分布（截至2023年末）**



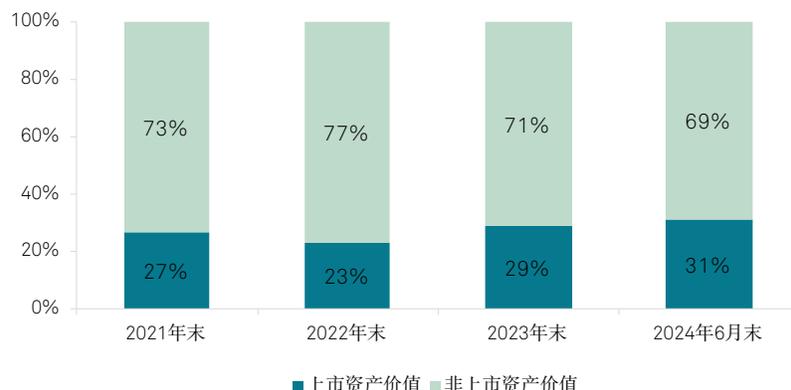
资料来源：公司提供，标普信评整理。  
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，青岛华通所持资产组合中上市公司股权价值占比尚可，但持股比例普遍较高，同时对部分资产的处置自主权相对较弱，资产流动性一般。青岛华通本部及 3 个投资控股子公司均持有一定的上市公司股权，近年来上市资产价值占投资组合价值的比重在 30%左右，但对海信视像、青岛食品、泰德股份、澳柯玛的持股比例均超过 10%，处置难度相对较大。我们认为，公司对于海信视像及青岛食品等核心企业的持股主要出于政府意志及战略投资考虑，资产处置存在一定职能限制，另外对青岛食品的持股仍在限售期，资产流动性相对一般。考虑到青岛华通本部充足的授信以及良好的现金流，预计短期内公司通过处置上市公司股权以获取流动性的可能性较低。从上市资产构成来看，公司持有的上市公司股权近年来变动不大，构成相对稳定。其中，海信集团持有的海信视像资产价值较大，2024 年 6 月末市值为 53.5 亿元，约占公司所持上市资产价值的 57%，需关注海信视像的二级市场股价波动对公司上市资产价值的影响。

**青岛华通所持资产组合中上市公司股权价值占比尚可，但持股比例普遍较高，同时对部分资产的处置自主权相对较弱，资产流动性一般。**

图4

### 公司所持上市资产价值占比情况



资料来源：公司提供，标普信评整理。  
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除国有股权管理外，公司还开展产业基金投资以及基础设施投资建设等业务，后续存在一定的投资支出需求。公司制订了较为严谨的投资决策流程，且投资风格相对稳健，超过一定金额的投资需向市国资委报备审批，投资方向以公司现有主业以及青岛市内先进制造业为主。公司产业基金投资主要由子公司青岛华通创业投资有限责任公司负责，基金主要投向青岛市城市功能定位和产业项目所在的工业和信息技术方向以及高端装备、新材料、新能源等，资金来源主要为自有资金。截至2024年6月末，公司投资产业基金认缴总额63.9亿元，实缴总额35.0亿元，已退出4个项目，收回本金1.5亿元，实现投资收益1.2亿元。目前基金退出项目较为有限，后续投资收益存在不确定性，同时未来仍有一定的投资支出需求。基础设施投资建设方面，近年来公司参与了青岛市停车泊位及海尔路和银川路区域交通基础设施建设工程、中山路及周边区域停车场建设工程、安顺产业园区等政府主导的项目或对口帮扶项目，体现了公司一定的公益性和政策性职能。截至目前，多数基础设施项目已投入运营或建设接近尾声，未来投资规模可控。

## 财务风险

标普信评认为，青岛华通的财务风险“可控”。公司债务对投资价值比率偏高，但公司能够对集团内资金进行调度，其能动用的偿债现金流较为充足，同时公司债务融资结构稳健，再融资能力强。我们预计，随着基金和股权投资的持续推进，公司仍有一定的对外融资需求，其债务对投资价值比率将小幅上升，但仍处于可控范围内。

我们预计，公司本部每年新增的债务主要用于满足投资需求和集团内的运营需求，规模大致在10亿元以内，其余资金来源包括退出投资变现、收到投资企业现金分红、收到政府资金注入等。公司的投资风格稳健，每年新增的债务较资产组合规模而言相对可控，债务对投资价值比率将延续小幅上升的态势，短期内出现大幅攀升的可能性较低。我们预计，2024年青岛华通及其投资控股子公司本部对外投资规模约10-20亿元，2025年对外投资规模维持平稳；2024年债务对投资价值比率将较2023年末的62.1%小幅上升，维持在65%以内。

我们预计，青岛华通及其投资控股子公司本部收到的经调整现金股利和利息收入能够持续覆盖利息和日常营运支出，现金流充足性保持良好。我们预计，2024-2025年，公司及其投资控股子公司本部每年收到经调整股利和利息收入等可控现金流入约13-

**青岛华通投资风格稳健，现金流充足性良好，预计其债务对投资价值比率将在可控范围内增长。**

20亿元，支付利息和营运费用等必要支出约10-13亿元。同时，华通集团本部对子公司账面资金进行归集，能够对集团内资金进行调度，有助于其保持现金流的充足性。

我们认为，青岛华通具备良好的债务融资结构、多元化的融资渠道，再融资能力强。青岛华通每年根据新增投资需求及债务到期情况安排融资计划，兼顾融资成本和期限的考量，同时，公司注重保持银行贷款与债券融资的均衡比例，确保不依赖于单一融资方式，这反映了其审慎的财务政策。作为青岛市属国企，公司与金融机构保持了良好的合作关系。截至2024年6月末，公司并表口径共获得银行授信额度482亿元，其中尚未使用额度为295亿元；公司本部共获得银行授信额度115亿元，其中尚未使用额度为58亿元。

**青岛华通具备良好的债务融资结构、多元化的融资渠道，再融资能力强。**

表3

重点信用指标预测			
	2023A	2024E	2025F
债务对投资价值比率(%)	62.1	60-65	63-68
现金流充足性(倍)	1.8	1.0-2.0	1.0-2.0

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。

表4

调整后财务数据(百万元)				
	2021	2022	2023	2024.1-6
长期股权投资	17,366	20,479	21,582	21,805
债权投资	0	0	0	0
其他权益工具投资	2,653	2,316	2,074	2,279
其他非流动金融资产	485	487	537	547
持有至到期投资	0	0	0	0
交易性金融资产	11	103	90	119
其他金融资产	6,426	7,032	4,290	2,046
投资价值-账面价值	26,940	30,416	28,573	26,797
投资价值-市场价值	28,573	31,720	31,654	29,729
经调整总债务	16,145	19,055	19,662	20,067
经调整股利收入	1,466	1,136	1,177	--
营业收入	258	231	286	88
利息收入	212	182	240	--
营运支出	331	248	295	76
税费	318	133	91	46
利息支出	378	340	353	--

注：1、调整后财务数据基于2021-2023年审计年报以及未经审计的2024年半年报，数据基于青岛华通本部报表口径，调整了投资控股子公司海信集团有限公司、青岛华通创业投资有限责任公司和青岛市企业发展投资有限公司的本部数据；2、其他金融资产、经调整总债务将青岛华通的海外债等比例计入；3、部分数据无法获取，采用“--”表示。

## 同业比较

我们选取了合肥市产业投资控股（集团）有限公司（简称“合肥产投”）、无锡产业发展集团有限公司（简称“无锡产发”）、杭州市实业投资集团有限公司（简称“杭州实业”）作为青岛华通的可比公司。上述三家公司均为市国资委控股的国有资本运营公司，所承担的职能相近，在业务和财务方面与青岛华通具有可比性。

我们认为，青岛华通所持资产的整体潜在信用质量与无锡产发和杭州实业相近，处于业内平均水平。这三家企业均持有区域内的优质上市股权，如青岛华通持有海信视像、青岛食品，无锡产发持有威孚高科、太极实业，杭州实业持有杭叉集团、杭华股份，这些上市标的业务竞争力强，潜在信用质量较优；同时，这三家企业也持有较高比例的非上市股权，这些非上市标的或分布在体量较小的细分行业，或为经营状况一般的当地国企，潜在信用质量相对一般。

我们认为，与同业相比，青岛华通的投资资产价值和资产行业分散度适中。投资控股公司所持有资产的行业和地域分布越广泛，其分散风险的能力就越强。截至 2023 年末，青岛华通的投资资产价值超过 300 亿元，与无锡产发、杭州实业接近，低于合肥产发。多样性方面，青岛华通与可比企业所投资资产均涉及多个行业，具有一定的行业分散度。

我们认为，青岛华通的资产集中度和流动性与可比企业差距不大。国有资本运营平台的大部分资产并非以市场化方式取得，其集中度和流动性与地方政府对企业的定位和国有资产管理风格相关。可比公司中，除了合肥产投所持有资产的流动性较弱，其他公司的上市资产占比均在 20%-30%，具有一定的流动性，同时，青岛华通的前三大资产占比在 35%-45%，在可比企业中也属中等水平。

我们认为，青岛华通的财务风险在同业中处于中等水平。不同于产业类企业，投资控股公司的主要偿债现金流来自于再融资，债务对投资价值比率越低，代表企业的再融资空间越大，再融资能力越强，其财务风险也就越低。在可比企业中，青岛华通的债务对投资价值比率优于合肥产投和无锡产发，但弱于杭州实业。

表5

同业比较表（截至 2023 年末）				
	青岛华通	合肥产投	无锡产发	杭州实业
主要职能	青岛市重要的产业类国有资本运营平台	合肥市重要的产业投融资和创新推进平台	无锡市重要的优势产业发展投资和创业投资主体	杭州市重要的国有资产运营平台
行业分布是否多于 3 个	是	是	是	是
主要行业	耐用消费品、日常消费品、金融、资本品、交通基础设施等	交通基础设施、化工、技术硬件及半导体、金融等	汽车零部件、建筑施工、技术硬件及半导体等	资本品、汽车配件、化工、耐用消费品、贸易等
主要资产	海信集团控股股份有限公司、海信视像科技股份有限公司、青岛食品股份有限公司、澳柯玛股份有限公司	合肥市工业投资控股有限公司、合肥市国有资产控股有限公司、合肥市创业投资引导基金有限公司、安徽国风新材料股份有限公司	无锡市太极实业股份有限公司、无锡威孚高科技集团股份有限公司、无锡产发金服集团有限公司	杭叉集团股份有限公司、中策橡胶集团股份有限公司、杭华油墨股份有限公司、西子清洁能源装备制造股份有限公司

投资价值 (亿元)	290-330	430-480	290-330	290-330
上市资产占比 (%)	20-30	0-10	20-30	20-30
前三大资产占 比 (%)	35-45	45-55	30-40	35-45
债务对投资价 值比率 (%)	60-65	90-95	75-80	45-50

注：以上数据为标普信评调整后数据。  
资料来源：公司年报，标普信评调整。

## 二、个体信用状况

### 流动性状况

我们认为，青岛华通的流动性适中，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖倍数超过 1.2 倍。

青岛华通本部及其投资控股子公司本部层面主要的流动性来源是债务再融资、经调整现金股利和利息收入。我们预计，未来 12 个月公司本部及其投资控股子公司本部经调整现金股利和利息收入等可控现金流入约 13-20 亿元；公司将偿还到期债务约 35-45 亿元，利息和营运支出合计等必要支出约 10-13 亿元。

我们认为，青岛华通的再融资能力强。除债券渠道以外，公司与银行为主的金融机构保持长期良好的合作关系，被银行机构授予较高的授信额度。截至 2024 年 6 月末，公司本部在各银行授信额度为 115 亿元，其中未使用授信 58 亿元。

表6

流动性来源	流动性用途
现金及现金等价物 10.5 亿元	债务到期 35-45 亿元
经调整现金股利和利息收入等可控现金流入 13-20 亿元	利息和营运支出等必要支出 10-13 亿元
青岛华通本部未使用银行授信 58 亿元	

注：基于青岛华通本部和投资控股子公司本部经调整财务数据，截至 2024 年 6 月末。  
资料来源：公司提供，标普信评整理

表7

债务本息到期分布 (单位: 百万元)	
年份	金额
2024	2,131
2025	3,345
2026	999
2027	1,503
2028 年及以后	1,703
合计	9,681

注：基于青岛华通本部及其投资控股子公司本部经调整财务数据，截至 2024 年 6 月末。  
资料来源：公司提供，标普信评整理。

## 过往债务履约情况

根据青岛华通提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2024 年 7 月 25 日，青岛华通本部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，青岛华通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，青岛市政府对青岛华通的支持程度“高”。主要体现在：

- 公司由青岛市国资委全资直接持有，在股权结构和管理机制方面与青岛市政府具有很强的紧密度。青岛市国资委在管理层任命、战略规划制定和重大投融资决策等方面能够对公司施加重大影响。公司的经营状况和债务管理持续受到青岛市国资委的监督考核。
- 公司是青岛市级主要的国资运营平台之一，承担促进青岛市产业发展和国有企业改革转型的职能，在区域内具有较强的战略重要性。公司持有较多青岛市产业类国企股权，涉及家电制造、食品加工、机械工业、装备制造、金融等行业，其中包括海信控股、青岛食品、澳柯玛等当地重点企业，在当地经济发展中具有一定重要性。
- 青岛华通自成立以来持续收到来自政府的资产划拨、资金注入和财政补贴，反映了政府对其稳定有力的支持。

综合以上，标普信评评定青岛华通主体信用等级为 AAA<sub>spc</sub>。

## 分项评估

主体信用等级：AAA<sub>spc</sub>/稳定

业务状况：3/良好

行业风险：3/一般

竞争地位：3/良好

财务风险：4/可控

评级基准：a-

调整项

流动性：适中（无影响）

管理与治理：中性（无影响）

补充调整：中性（无影响）

个体信用状况：a<sub>spc</sub>-

外部影响：+6

附录

附录1： 青岛华通持有的主要资产明细（截至2023年末）

资产名称	青岛华通持股比例	是否上市
海信集团控股股份有限公司	26.79%	否
青岛海信视像科技股份有限公司	16.57%	是
青岛华通金创控股集团集团有限公司	100.00%	否
青岛造船厂有限公司	100.00%	否
青岛华资盛通股权投资基金合伙企业（有限合伙）	99.50%	否
青岛食品股份有限公司	46.74%	是
青岛华通工业产业园投资运营（集团）有限责任公司	100.00%	否
澳柯玛股份有限公司	15.61%	是
青岛华通资产管理有限责任公司	100.00%	否
青岛华通静态交通产业运营集团有限责任公司	100.00%	否
中国平安保险（集团）股份有限公司	<1%	是
海尔智家股份有限公司	<1%	是
青岛银行股份有限公司	2.19%	是

注：以上为资产价值超过青岛华通持有资产组合价值1%的资产明细。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

附录2： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（合并报表，单位：百万元）				
	2021	2022	2023	2024.1-6
货币现金	3,191	2,322	2,401	2,871
交易性金融资产	6,077	5,646	4,412	4,457
债权投资	488	1,697	1,643	2,474
其他权益工具投资	2,752	2,436	2,181	2,387
其他非流动金融资产	822	1,625	1,916	1,944
长期股权投资	9,474	10,515	11,579	11,547
固定资产	4,026	3,753	3,286	2,893
资产总计	46,595	51,966	50,539	51,732
短期借款	4,824	5,414	5,609	5,980
应付票据及应付账款	2,234	2,918	2,327	2,728
一年内到期的非流动负债	1,094	3,426	6,844	2,996
长期借款	1,037	3,756	4,090	4,895
应付债券	9,550	7,002	1,959	4,704
租赁负债	117	77	114	127
所有者权益合计	20,918	21,260	22,255	22,799
营业总收入	5,140	6,686	9,539	4,902
营业成本	3,699	5,218	7,866	4,168

销售费用	294	280	285	98
管理费用	739	722	700	286
财务费用	687	763	742	358
投资收益	1,722	1,805	1,768	788
利润总额	937	1,356	1,489	679
净利润	604	1,004	1,324	589
经营活动产生的现金流量净额	1,118	52	299	26
投资活动产生的现金流量净额	-1,117	-3,123	880	261
筹资活动产生的现金流量净额	153	2,185	-1,248	-61

**评级对象主要财务数据及指标（母公司报表，单位：百万元）**

	2021	2022	2023	2024.1-6
货币现金	123	431	464	1,042
交易性金融资产	4	100	89	98
债权投资	0	0	0	0
其他权益工具投资	151	151	172	172
其他非流动金融资产	193	273	325	325
长期股权投资	23,153	23,994	24,254	24,439
固定资产	508	494	479	471
资产总计	33,690	35,732	35,408	36,511
短期借款	2,683	3,271	1,001	761
应付票据及应付账款	450	251	0	5
一年内到期的非流动负债	1,002	318	2,502	2,861
长期借款	129	2,714	2,723	2,641
应付债券	3,177	2,788	1,959	2,659
租赁负债	0	0	0	0
所有者权益合计	21,815	23,406	24,008	23,903
营业总收入	27	8	57	14
营业成本	1	1	44	0
销售费用	0	0	0	0
管理费用	107	88	92	33
财务费用	54	64	27	18
投资收益	2,646	2,243	865	71
利润总额	2,472	2,237	789	41
净利润	2,432	2,237	789	41
经营活动产生的现金流量净额	754	-1,346	758	277
投资活动产生的现金流量净额	740	844	905	-140
筹资活动产生的现金流量净额	-1,655	809	-1,630	442

**调整后财务数据及指标（单位：百万元）**

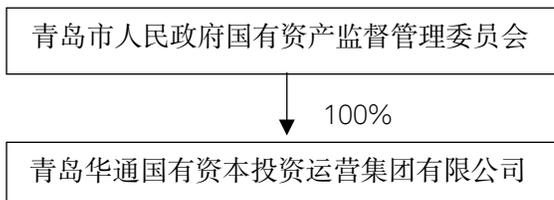
	2021	2022	2023	2024.1-6
长期股权投资	17,366	20,479	21,582	21,805
债权投资	0	0	0	0
其他权益工具投资	2,653	2,316	2,074	2,279
其他非流动金融资产	485	487	537	547

持有至到期投资	0	0	0	0
交易性金融资产	11	103	90	119
其他金融资产	6,426	7,032	4,290	2,046
投资价值-账面价值	26,940	30,416	28,573	26,797
投资价值-市场价值	28,573	31,720	31,654	29,729
经调整总债务	16,145	19,055	19,662	20,067
经调整股利收入	1,466	1,136	1,177	--
营业收入	258	231	286	88
利息收入	212	182	240	--
营运支出	331	248	295	76
税费	318	133	91	46
利息支出	378	340	353	--

注：1、上表中财务数据基于青岛华通披露的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 2021-2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年半年报；2、调整后财务数据基于青岛华通本部报表口径，调整投资控股子公司海信集团有限公司、青岛华通创业投资有限责任公司和青岛市企业发展投资有限公司的本部数据；3、其他金融资产、经调整总债务将青岛华通的海外债等比例计入；4、部分数据无法获取，采用“--”表示。

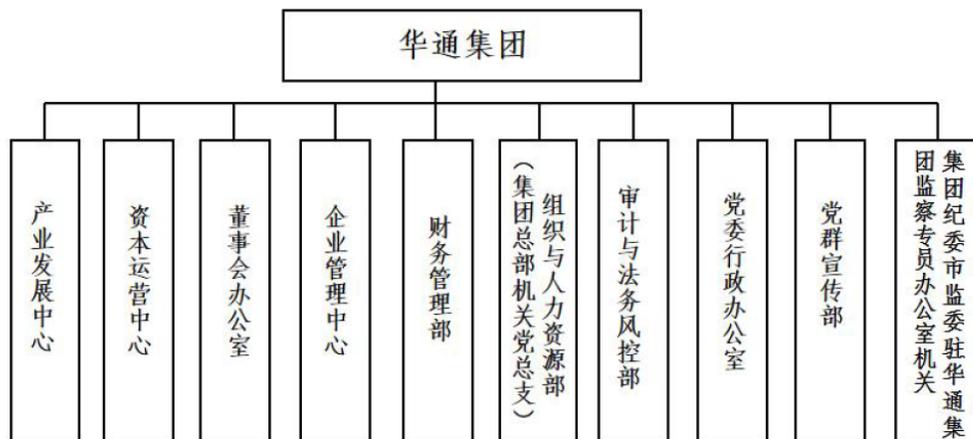
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

### 附录3： 评级对象股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

### 附录4： 评级对象组织结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供。

## 附录5： 主要财务指标计算公式

### 主要财务指标计算公式

债务对投资价值比率=经调整总债务/投资价值

投资价值=长期股权投资+其它权益工具投资+债权投资+其他非流动金融资产+其他

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

现金流充足性=可控现金流入/刚性现金支出

注：对于投资价值，非上市资产采用账面价值，上市资产采用市场价值。

## 附录6： 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。

## 附录7： 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。

©版权所有 2024 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）的联属企业。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。