

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_{spc}；展望：稳定

评定日期：2025 年 10 月 24 日

到期日期：2026 年 10 月 23 日

项目负责人：

曹艺馨 010-6516048；yixin.cao@spgchinaratings.cn

项目组成员：

王可欣 010-6516033；kexin.wang@spgchinaratings.cn

目录

信用等级概况..... 2

声明 4

一、宏观经济与行业环境 5

二、评级基准..... 6

三、个体信用状况 11

四、主体信用等级 13

附录 14

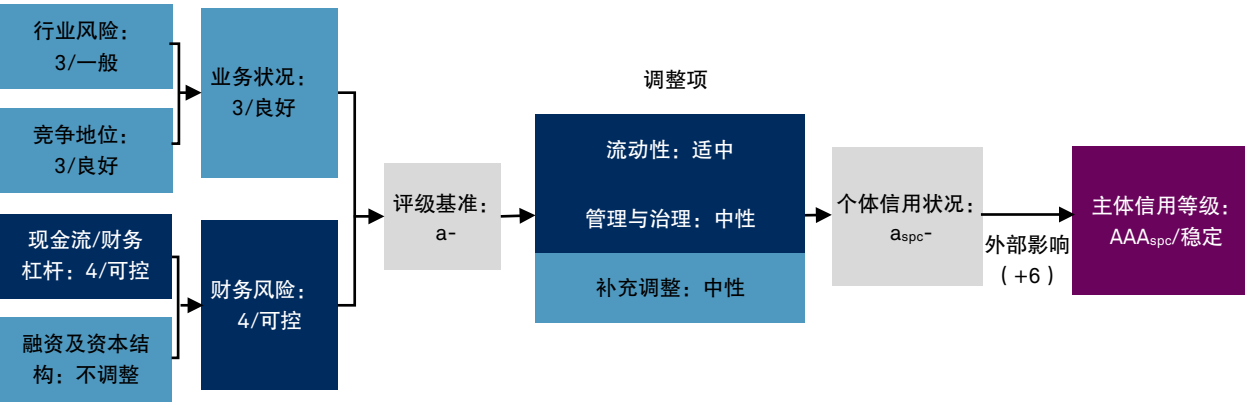
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

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	所属行业	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	投资控股公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2025 年 10 月 24 日	稳定



本次评级概况

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）评定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”）主体信用等级为 AAA_{spc}，评级展望为稳定。标普信评肯定了青岛市强劲的经济财政实力，这能够为公司的发展提供良好的外部环境。青岛华通作为当地重要的国有资本运营平台，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，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，业务状况良好。公司偿债现金流较为充足，债务融资结构稳健，再融资能力强劲，财务风险可控。尽管青岛市存在一定的债务压力，但我们认为，当地政府对债务的重视程度持续提高，多措并举化解压力，对防范区域债务风险具有积极意义。在本轮青岛市国企整合中，公司协同有关市属企业，整合数据产业资源，组建青岛数据集团，体现出公司在当地国资格局中的重要地位。我们认为，青岛市政府对公司的外部支持为“高”，公司在股权结构与管理机制方面与青岛市政府具有很强的紧密度，承担着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，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。

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，青岛市政府对其外部支持高。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强劲的再融资能力，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公司的主体信用等级：1）青岛市政府对公司的外部支持下降，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。

标普信评对青岛华通的最近一次评级结果

主体信用等级	展望/观察	评定日期	到期日期
AAAspc	稳定	2024 年 10 月 23 日	2025 年 10 月 22 日

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，2025 年 5 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。

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

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn

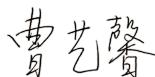


项目负责人

曹艺馨

北京

yixin.cao@spgchinaratings.cn



项目组成员

王可欣

北京

kexin.wang@spgchinaratings.cn



一、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。

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。

青岛市经济总量和人均水平位居全国前列，制造业基础雄厚，海洋经济特色和开放优势显著。青岛市为国家计划单列市之一，经济总量位居山东省内第一。2024 年，青岛市实现地区生产总值 16,719 亿元，同比增长 5.7%，经济实现平稳增长，人均地区生产总值约 16.0 万元，经济总量和人均排名均在全国靠前。2025 年上半年，青岛市实现地区生产总值 8,587 亿元，同比增长 5.3%。产业结构方面，2024 年青岛市三产占比为 3.0:34.2:62.8，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。青岛拥有海尔、海信、青岛啤酒等一批国际知名企业，同时依托青岛港等开放平台，外贸进出口规模长期居全国同类城市前列。此外，青岛充分发挥海洋特色优势，具有良好的船舶与海工装备制造能力。我们认为，较为完善的工业、制造业体系以及活跃的对外贸易为区域经济增长奠定了坚实的基础。

青岛市财政平衡能力好，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偏重。2024 年青岛市实现一般公共预算收入 1,339 亿元，同比微增 0.1%，其中税收收入占比 70.0%，较上年有所下降；同期一般公共预算支出 1,720 亿元，一般预算平衡能力仍然较强。政府性基金预算收入受土地市场调整影响显著，全年收入 299 亿元，同比下降 43.7%，降幅高于全国平均水平。2025 年 1-8 月，青岛市一般公共预算收入 898 亿元，同比下降 3.9%，一般公共预算支出 1,013 亿元，同比下降 4.0%。我们认为，土地出让收入的大幅下滑加大了青岛市财政的收支压力，但考虑到青岛作为沿海经济强市的人口集聚效应和产业升级潜力，土地市场调整幅度有望逐步收窄。截至 2024 年末，青岛市政府债务余额为 4,383 亿元，区域内城投企业数量较多，债务规模较大，部分区县债务率偏高，债务压力仍需关注。在地方政府化债的背景下，青岛市积极推进债务风险防控工作，通过多措并举以化解债务压力。一方面，当地政府加强顶层设计，完善政策体系，通过明确区市属地责任、健全监督制度和监测预警机制、成立融资担保机构、强化债务审计等举措，健全债务防控体系；另一方面，积极运用债务置换等手段，2024 年 11 月至 2025 年 9 月末，青岛市已累计发行六期共计 284 亿元再融资专项债用于置换隐性债务，同时加强与金融机构的协调合作，优化债务结构。我们认为，虽然青岛市仍面临一定的债务压力，部分区县级平台曾出现负面舆情，但当地政府对债务问题重视程度不断提高，以及化债措施不断丰富和完善，这对当地控制债务风险具有积极作用，市属国企面临的融资环境整体优于区县级平台。

青岛市属国企整体具有相对较强的规模优势和盈利能力，运行较为平稳。截至 2024 年末，青岛市属国企资产总额为 3.3 万亿元，同比增长 6.4%；2024 年全年实现营业收入 6,899 亿元，同比下降 0.6%，利润总额 465 亿元，同比增长 12.7%。

图1



资料来源：青岛政务网，标普信评整理。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

二、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 2025 年 9 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。

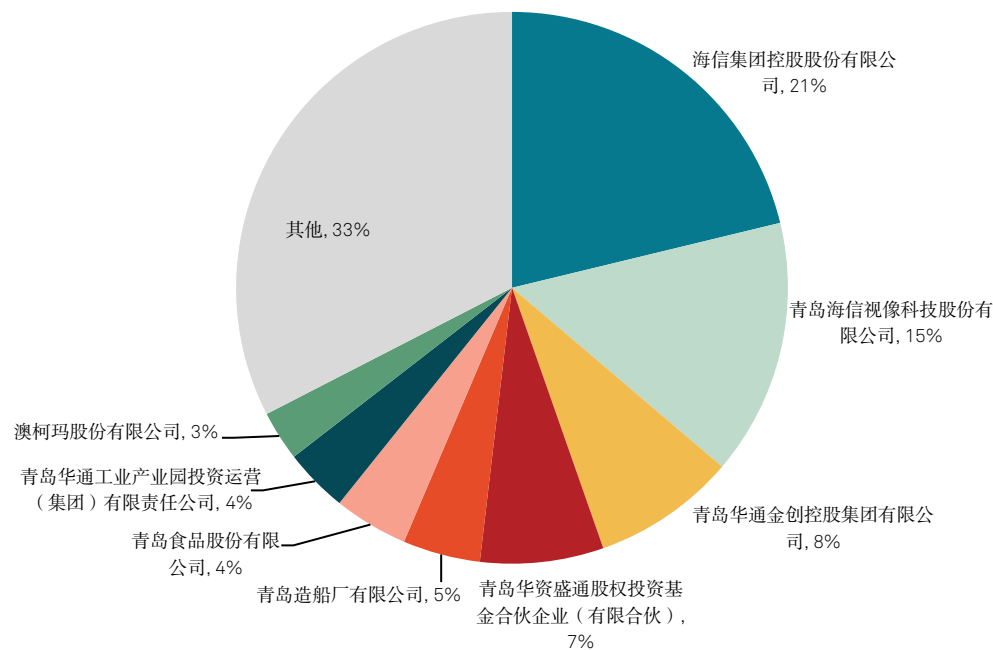
重大资产重组方面，2020 年 5 月，青岛市国资委将海信集团有限公司（以下简称“海信集团”）100% 国有股权无偿划转给青岛华通持有，同时对海信集团深化混合所有制改革。海信集团原以海信集团控股股份有限公司（以下简称“海信控股”）为核心运营载体，海信控股拥有海信视像（600060.SH）和海信家电（000921.SZ）两家上市公司，为青岛市知名的家电制造类集团企业，持有海信（Hisense）、科龙（Kelon）和容声（Ronshen）等多个中国著名商标。混合所有制改革实施后，海信集团对海信控股的持股比例由 32.36% 降至 26.79%，并不再将海信控股纳入合并范围，以长期股权投资列示，海信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 2024 年末，公司投资组合价值 287 亿元¹，管理的主要资产价值分布如下图所示。

¹ 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。下文对相关资产、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2024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©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务状况

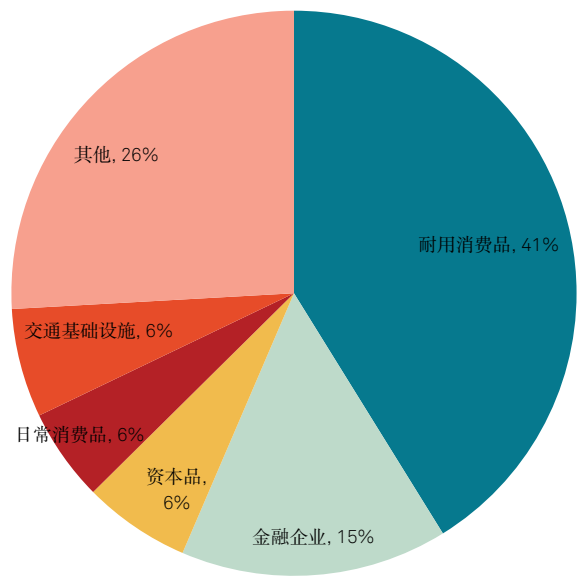
标普信评认为，青岛华通的业务状况“良好”。公司所管理资产的构成较为稳定，主要资产的潜在信用质量较好，能够为公司贡献充足的投资收益以及稳定的分红收入。公司所持资产的行业分布和运营区域相对广泛，但主要资产占比较为集中，同时公司对部分上市公司资产的处置自主权相对较弱，资产流动性一般。但我们认为，公司的投资组合构成很大程度上反映了青岛市政府的国有资产布局安排，资产流动性和集中度对业务状况的影响相对中性。

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，2021-2024 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、4.4 亿元、6.6 亿元和 8.3 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，公司持有的部分企业经营情况欠佳，如青岛造船厂有限公司等，对公司整体投资资产的信用质量形成一定拖累，公司持续推进减亏治亏、资产整合及经营提升工作。2025 年 4 月，公司与招商局重工控股有限公司（以下简称“招商局重工”）签署关于转让青岛造船厂有限公司 26.36%股权及同意招商局重工控股有限公司对交易标的增资的协议，本次交易后，公司对青岛造船厂有限公司的持股比例由 100%降至 48%，随着招商局重工的入主，预计青岛造船厂的亏损规模将持续缩小。公司并表层面存在对民营地产业的借款，主要是持股企业在开展资金融通等业务时产生，尽管部分借款人逾期，但考虑到此等借款抵押物设置较为充分，故认为损失风险可控。除上述资产情况外，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，能够获得较为稳定的股息分红。

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，且受行业周期性影响一般。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）资产价值占比约四成，其中以海信控股和海信视像股权为主，2024 年末在总体资产组合中占比达 36%。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一般，现金流充沛，能够一定程度上弱化经济波动带来的负面影响。

图3

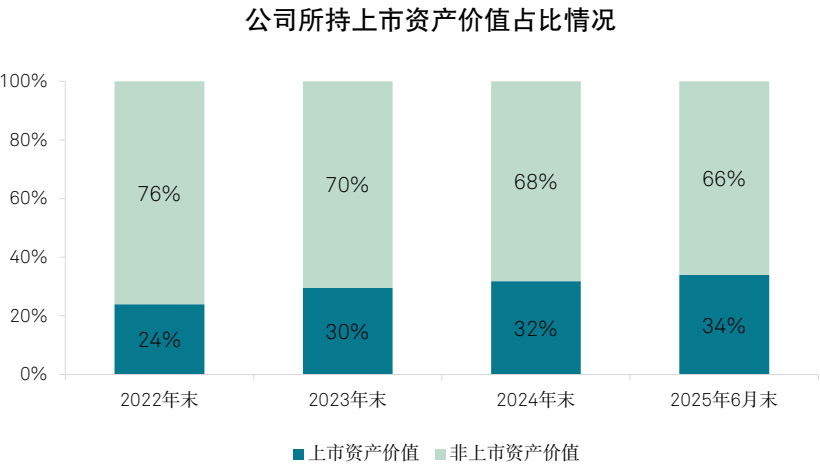
青岛华通所持资产行业分布（截至2024年末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。
版权©2025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。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，2025 年 6 月末市值为 49.8 亿元，约占公司所持上市资产价值的 49%，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。

图4



资料来源：公司提供，标普信评整理。
版权©2025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，投资围绕大数据运营、先进制造业与产融服务、园区运营主业开展。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，基金主要投向信息技术方向、高端装备、新材料、新能源以及符合青岛市产业规划和招商引资需求的领域，资金来源主要为自有资金。截至 2025 年 6 月末，公司投资产业基金认缴总额 66.4 亿元，实缴总额 32.5 亿元，已退出 6 个项目，收回本金 3.14 亿元，实现投资收益 1.3 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

核心假设：

- 2025-2026年，青岛华通本部收到的现金股息收入每年约5-10亿元。
- 2025-2026年，青岛华通本部每年向股东派息不超过5亿元。
- 2025-2026年，青岛华通本部及其投资控股子公司本部退出投资收到的现金为5-10亿元、1-5亿元。
- 2025-2026年，青岛华通本部及其投资控股子公司本部投资资金流出每年为5-10亿元。
- 2025-2026年，青岛华通本部每年净新增债务不超过5亿元。

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，能动用的偿债现金流较为充足，同时公司债务结构稳健，再融资能力强劲。我们预计，未来一年，公司在基础设施建设、基金及股权投资等方面的资金需求温和，债务规模将保持平稳，债务对投资价值比率将稳定在现有区间。

我们预计，2025-2026 年，公司本部的债务规模将保持稳定，净新增债务规模控制在 5 亿元以内。公司的投资风格稳健，过去三年投资组合较为稳定，预计未来两年仍将保持稳健的投资风格，对外投资规模较 2024 年显著增长的可能性低。公司的资金来源多样，除融资外，还包括退出投资变现、收到投资企业现金分红、收到政府资金注入等，这些资金能够较好地满足公司的投资需求，有助于公司债务规模和债务投资价值比率的稳定。

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，2025-2026 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 12-17 亿元，支付利息和营运费用等必要支出约 8-13 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，再融资能力强劲。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，确保不过于依赖单一融资方式，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 2025 年 6 月末，公司并表口径共获得银行授信额度 490 亿元，其中尚未使用额度为 320 亿元；公司本部共获得银行授信额度 121 亿元，其中尚未使用额度为 71 亿元。

表1

重点信用指标预测			
	2024A	2025E	2026F
债务对投资价值比率（%）	64.8	60-65	60-65
现金流充足性（倍）	1.6	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2

调整后财务数据（单位：百万元）				
	2022	2023	2024	2025.1-6
长期股权投资	19,479	20,582	20,993	21,094
其他权益工具投资	2,316	2,074	2,571	2,690
其他非流动金融资产	487	537	525	600
交易性金融资产	103	90	114	177
其他金融资产	7,032	4,290	2,063	2,001
投资价值-账面价值	29,416	27,573	26,266	26,562
投资价值-市场价值	30,720	30,654	28,733	29,721
经调整总债务	19,050	19,662	18,612	18,479
经调整股利收入	1,136	1,177	1,183	NA
营业收入	231	286	243	89
利息收入	264	323	267	NA
营运支出	248	340	287	106
税费	133	91	85	35
利息支出	407	384	371	NA

注：1、调整后财务数据基于 2022-2024 年审计年报以及未经审计的 2025 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、部分数据未披露，采用“NA”表示。

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”）作为青岛华通的对比公司。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，同时通过基金投资或直投的方式进行股权投资，部分投资标的体量较小、经营状况较弱，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 2024 年末，青岛华通的投资资产价值 287 亿元，与杭州实业接近，低于无锡产发和合肥产发。多样性方面，青岛华通与对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对比企业差距不大。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。对比公司中，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均大于 20%，具有一定的流动性，同时，青岛华通的前三大资产占比在 40%-50%，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。在对比企业中，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3

同业比较表（截至 2024 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	汽车零配件、建筑工程施工、技术硬件及半导体、贸易等	资本品、汽车零配件、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、安徽国风新材料股份有限公司、合肥市创业投资引导基金有限公司	无锡市太极实业股份有限公司、中环领先半导体科技股份有限公司、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）	270-320	580-630	390-440	290-340
上市资产占比（%）	25-35	0-10	20-30	20-30
前三大资产占比（%）	40-50	40-50	25-35	40-50
债务对投资价值比率（%）	60-70	80-90	75-85	40-50

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。

三、个体信用状况

标普信评认为，青岛华通的个体信用状况为 a_{spc}-，主要反映了公司业务状况良好，财务风险可控。公司为青岛市重要的国有资本运营平台，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。公司投资风格稳健，现金流充足性良好，债务对投资价值比率较为稳定，再融资能力强。

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主要的流动性来源是自有资金、经调整现金股利及利息收入、退出投资收到的现金以及债务融资，主要的流动性用途是偿还债务、维持运营、对外投资及对子公司增资。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 12-17 亿元，退出投资收到的现金约 3-8 亿元；公司将偿还到期债务约 40-50 亿元，利息和营运支出合计等必要支出约 8-13 亿元，对外投资及对子公司增资约 5-10 亿元。

表4

流动性来源	流动性用途
现金及现金等价物 4.9 亿元	债务到期规模 40-50 亿元
经调整现金股利和利息收入等可控现金流入 12-17 亿元	利息和营运支出等必要支出 8-13 亿元
退出投资收到的现金约 3-8 亿元	对外投资及对子公司增资约 5-10 亿元
青岛华通本部未使用银行授信额度 71 亿元，公司可根据需求提用，满足资金支付需求	

注：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 2025 年 6 月末。

数据来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表5

债务本息到期分布（单位：百万元）	
年份	金额
2025	2,288
2026	2,299
2027	2,897
2028	1,175
合计	8,658

注：截至 2025 年 6 月末。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

或有事项

截至 2025 年 6 月末，公司下属青岛融资担保中心有限公司对外担保余额为 17.3 亿元，其中对内担保余额 0.3 亿元。此外，公司为青岛海洋技师学院借款提供担保，担保余额为 760 万元。截至 2025 年 6 月末，公司共存在大额主诉事项 50 项，涉及大额诉讼金额合计 22.7 亿元，其中，涉案被告共需向公司及相关子公司偿还 19.9 亿元。公司不存在作为被告方的重大诉讼。我们认为，公司涉诉事项主要由于下属从事担保、融资租赁、小额贷款等业务的子公司作为原告向债务方提起诉讼产生，公司面临的或有负债风险可控。

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 2025 年 10 月 15 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。

四、主体信用等级

标普信评认为，青岛市作为国家计划单列市之一，经济实力极强，财政平衡能力好，支持能力极强。青岛市政府对青岛华通的外部支持为“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。青岛市国资委对直属企业的债务及流动性风险管控严格，措施包括建立 6-3-1 债务监测预警机制、加强资产负债率管理、压降融资成本、规范融资等，这些举措为公司财务稳健性提供了有力保障。
- 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。青岛市的市级国资运营平台主要包括青岛城市建设投资（集团）有限责任公司（以下简称“青岛城投”）、青岛海发国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“青岛海发”）、青岛国信发展(集团)有限责任公司（以下简称“青岛国信”）、青岛财通集团有限公司（以下简称“青岛财通”）以及青岛华通，其中，青岛城投和青岛海发的基建属性较强，青岛国信侧重于金融，青岛财通则具有较浓厚的财政金融属性。相较前四者，青岛华通的实业属性突出，并且在青岛市国企改革和资产盘活领域发挥重要作用。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的重要性。
- 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。2024 年，公司收到财政资本金 11.45 亿元、国有资本金 0.3 亿元、发改委投资项目资金 0.65 亿元，以及政府补贴 0.3 亿元。

综合以上，我们认为，青岛华通的主体信用质量极强，评定其主体信用等级为 AAA_{spc}。

附录

附录1： 青岛华通持有的主要资产明细（截至 2024 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
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

数据来源：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）				
	2022	2023	2024	2025.1-6
货币现金	2,322	2,401	2,846	2,735
交易性金融资产	5,646	4,412	3,770	3,444
债权投资	1,697	1,643	2,017	1,356
其他权益工具投资	2,436	2,181	2,659	2,776
其他非流动金融资产	1,625	1,916	2,122	2,162
长期股权投资	10,515	11,579	11,677	12,935
固定资产	3,753	3,286	2,836	1,623
资产总计	51,966	50,539	51,353	49,935
短期借款	5,414	5,609	5,261	5,209
应付票据及应付账款	2,918	2,327	3,124	2,319
一年内到期的非流动负债	3,426	6,844	4,652	4,518
长期借款	3,756	4,090	3,433	2,889
应付债券	7,002	1,959	4,008	4,000
租赁负债	77	114	112	106
所有者权益合计	21,260	22,255	23,411	24,142
营业总收入	6,686	9,539	9,705	4,952
营业成本	5,218	7,866	8,142	4,337

销售费用	280	285	287	93
管理费用	722	700	664	282
财务费用	763	742	704	327
投资收益	1,805	1,768	1,517	888
利润总额	1,356	1,489	1,334	861
净利润	1,004	1,324	1,204	821
经营活动产生的现金流量净额	52	299	321	564
投资活动产生的现金流量净额	(3,123)	880	1,362	996
筹资活动产生的现金流量净额	2,185	(1,248)	(2,042)	(519)

评级对象主要财务数据及指标（母公司报表，单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025.1-6
货币现金	431	464	509	463
交易性金融资产	100	89	113	176
其他权益工具投资	151	172	172	172
其他非流动金融资产	273	325	317	285
长期股权投资	23,994	24,254	24,505	24,795
固定资产	494	479	464	456
资产总计	35,732	35,408	36,222	36,298
短期借款	3,271	1,001	647	850
应付票据及应付账款	251	0	27	10
一年内到期的非流动负债	318	2,502	4,026	3,319
长期借款	2,714	2,723	1,689	1,773
应付债券	2,788	1,959	1,998	1,999
所有者权益合计	23,406	24,008	25,212	25,150
营业总收入	8	57	20	10
营业成本	1	44	0	-
管理费用	88	92	83	34
财务费用	64	27	28	3
投资收益	2,243	865	1,608	33
利润总额	2,237	789	1,516	41
净利润	2,237	789	1,516	41
经营活动产生的现金流量净额	(1,346)	758	(804)	755
投资活动产生的现金流量净额	844	905	1,270	(159)
筹资活动产生的现金流量净额	809	(1,630)	(421)	(643)

调整后财务数据及指标（单位：百万元）

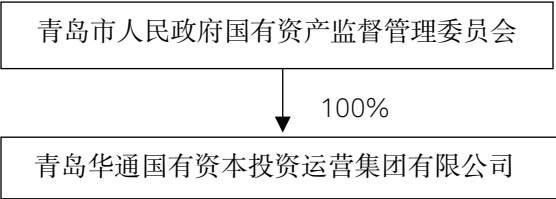
	2022	2023	2024	2025.1-6
长期股权投资	19,479	20,582	20,993	21,094
其他权益工具投资	2,316	2,074	2,571	2,690
其他非流动金融资产	487	537	525	600
交易性金融资产	103	90	114	177
其他金融资产	7,032	4,290	2,063	2,001
投资价值-账面价值	29,416	27,573	26,266	26,562
投资价值-市场价值	30,720	30,654	28,733	29,721

经调整总债务	19,050	19,662	18,612	18,479
经调整股利收入	1,136	1,177	1,183	NA
营业收入	231	286	243	89
利息收入	264	323	267	NA
营运支出	248	340	287	106
税费	133	91	85	35
利息支出	407	384	371	NA

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 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 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、部分数据未披露，采用“NA”表示。

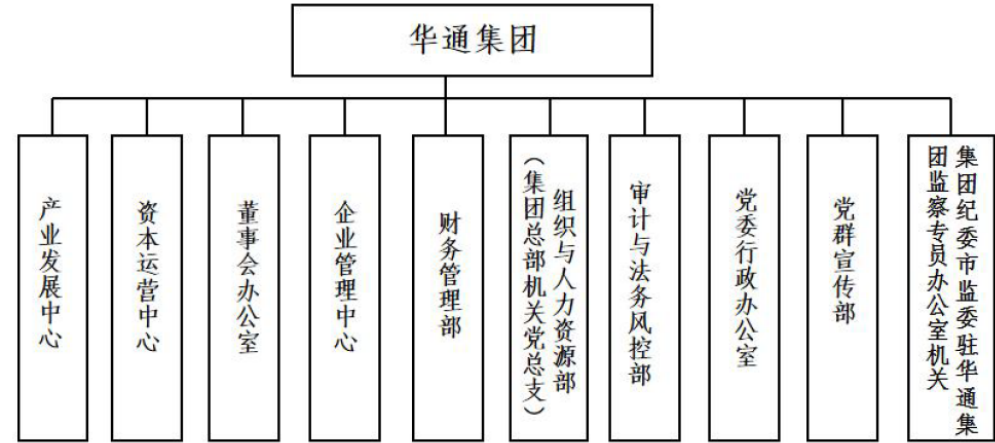
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录3： 评级对象股权结构图（截至 2025 年 9 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 2025 年 9 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
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+收到的联营合营企业股利+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6： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 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。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。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、特殊或后续的损害、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 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转销商。