

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_{spc}+；展望：稳定

评定日期：2026年2月10日

到期日期：2027年2月9日

项目负责人：

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

项目组成员：

焦迪 010-65166039；di.jiao@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	12
四、主体信用等级	13
附录	14

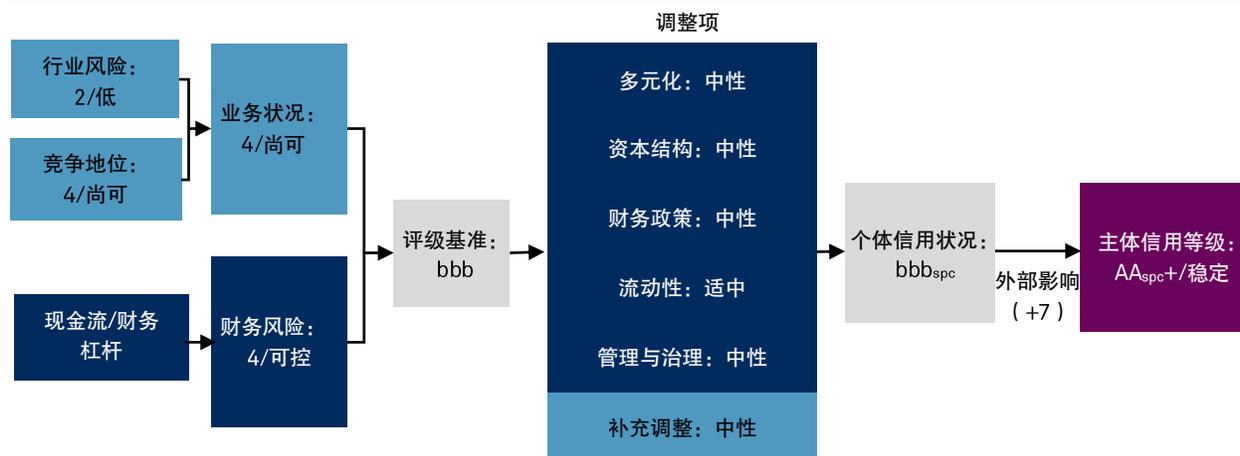
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

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
青岛城市发展集团有限公司	交通基础设施	主体信用等级	AA _{spc} +	2026年2月10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”）评定青岛城市发展集团有限公司（以下简称“青岛城发”或“公司”）主体信用等级 AA_{spc}+, 评级展望为稳定。标普信评本次评级将青岛城发的财务风险从“偏高”调整为“可控”，个体信用状况相应从 bb_{spc}+ 上调至 bbb_{spc}，体现了公司未来保障房建设投入压力将减轻，债务规模有望得到控制，我们预计随着公司在 2026-2027 年逐步进入房产结算周期，其财务杠杆水平将呈现较为明显的回落。同时，公司整体的付息能力良好。公司承担青岛市重大基础设施和保障房建设任务，项目建设资金受到政府专项债、财政拨款、政策性银行及大型商业银行等多渠道支持，资金来源多元，债务结构合理，融资压力较小。

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。公司在青岛市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，并在市级基础设施建设领域发挥重要作用，但业务开展体量和资产规模仍然偏小，处于行业偏低水平。目前，公司正处于合并重组事项中，但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，职能定位未发生明显变化，能够获得青岛市“高”的外部支持，主体信用等级保持稳定。我们将持续关注合并重组事项的后续进展、公司业务范围与职能定位等，以及可能对公司信用质量产生的潜在影响。

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。	公司规模仍相对较小，保障房建设业务未来发展情况仍需观察。
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，并在市级基础设施建设领域发挥重要作用。	青岛市房地产市场面临承压环境，公司在售项目或有一定的去化周期压力。
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，债务结构合理，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，能够获得青岛市政府“高”的外部支持。公司能够保持在保障房建设和公管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。公司未来的财务杠杆受到保障房销售进度等因素影响仍面临波动，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。

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、公司的外部支持明显下降，这可能表现为：1）公司的职能定位明显下降，如基础设施建设、保障房等重要职能被划出或被削弱等；2）公司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。

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、公司的外部支持明显上升，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。

标普信评对青岛城发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
AA _{spc+}	稳定	2025年1月26日	2026年1月25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-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

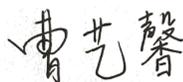


项目负责人

曹艺馨

北京

yixin.cao@spgchinaratings.cn



项目组成员

焦迪

北京

di.jiao@spgchinaratings.cn



一、宏观经济与行业环境

根据国家十五五规划，发展实业和加大创新将是重中之重，同时促进消费仍然是支撑经济的关键。我们预计 2026 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓，主要原因在于国内需求持续低迷和出口的放缓。在国家多个行业“反内卷”的各种措施实施下，有迹象显示商品价格下行压力有所缓解，但很多行业面临的供给过剩，需求端不足以及资本投入长期低回报的状况仍将持续。

我们预计，2026 年城投平台所面临的再融资环境仍将维持偏紧态势，城投的新增融资仍会受到严控。2026 年将是 10 万亿隐债化解的重要收官之年，中央和地方的政策重点仍将是地方隐债的存量化解和增量严控。2026 年城投平台在新增发债融资、名单制管理、非标融资接续等方面所受到的严控政策仍将持续，名单内城投的的新增融资仍将受到很大的限制。名单外的主体虽然在政策端不会有明确的红线控制，但仍需满足如“335”、利息覆盖倍数等要求，能否新增成功也存在很大的不确定性。我们认为，城投转型及兼并整合仍会持续，转型方向选择差异和资源获取能力才是主导未来平台信用分化的核心因素。受限于平台公司产业资源获取、人才配备和梯队建设等客观因素，我们认为平台公司转型为全面参与市场竞争的产业化企业难度很大，与区域发展无关的纯市场化业务形成过多债务也会使外部支持大打折扣，最终弱化企业信用质量。我们认为，较为现实的转型路线目前为两类：一类是转型成区域运营商，从区域建设变为运营资产，另一类是转型为以服务区域经济发展、推动产业落地为主要目的产业投资平台。这两类转型的基础在于可以获得区域内资源整合或者政策倾斜，但考虑到区域内上述资源的稀缺性，资源获取能力将会直接决定此类转型的成功与否，这也是未来城投平台信用分化的主要来源之一。

我们预计，2026 年可能会逐步的开始针对城投存量债务出台新的政策，重点在于指导城投化解经营性债务。根据化债的整体安排和节奏，2026 年是城投化债的关键年份，若按照原计划执行每年两万亿的债务置换，至 2026 年末隐债将下降至 4 万亿左右。2027 年中旬原 150 号文所提及的时间基本到期，我们认为不论从巩固化债成果还是从稳定地方区域金融环境出发，新的政策将会进一步接续。2025 年 12 月中央经济会议中曾提出，积极有序化解地方政府债务风险，督促各地主动化债，不得违规新增隐性债务，优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。这个表述释放了积极的信号，也是首次从最高政策层面提出化解经营性债务风险。因此，我们判断，新的政策或将着眼于城投经营性债务风险的化解。

青岛市经济总量和人均水平均位居全国前列，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。根据市级地区生产总值统一核算结果，2025 年青岛市实现地区生产总值 17,561 亿元，同比增长 5.4%，经济实现平稳增长，经济总量和人均 GDP 排名均在全国靠前。产业结构方面，2025 年青岛市三产占比为 2.9:33.4:2:63.6，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。2025 年青岛市实现一般公共预算收入 1,341 亿元，同比微增 0.1%；同期一般公共预算支出 1,719 亿元，一般预算平衡能力仍然较强。2024 年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。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敛，2025 年，青岛市政府性基金预算收入为 325 亿元，已较 2024 年有所好转。截至 2025 年末，青岛市政府债务余额为 5,261 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 2026 年 1 月末已累计发行八期共计 320 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，但当地政府对债务问题重视程度不断提高，以及化债措施的不断丰富和完善，对当地控制债务风险具有积极作用。

二、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，前身为青岛市房产置业集团公司。截至目前，公司的注册资本 30 亿元。根据政府文件，公司原控股股东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”）于 2025 年 12 月将公司 100% 股权无偿划转至青岛市政开发建设集团有限公司（以下简称“市政开发集团”），公司控股股东变更为市政开发集团。但截至目前，上述股权变动尚未完成工商变更登记。股权变动后，公司实际控制人仍为青岛市国资委。

公司建立了包括董事会和经营管理层在内的健全的管理治理结构，内部控制制度与组织体系较为健全。依据《公司章程》，公司董事会由七名董事组成，其中设董事长一人，按规定设有职工代表董事，且外部董事在原则上占多数。经营管理方面，公司设总经理一名、副总经理若干名。根据《公司法》相关规定，公司已取消设立监事会。目前，公司董事会成员共计七人，总经理一名，副总经理三名，整体治理与管理人员配置齐备。

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 2025 年 9 月末，公司总资产 177 亿元，1-9 月实现营业收入 6.6 亿元；2024 年末，公司总资产 166 亿元，全年实现营业收入 9.3 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、建筑施工、房屋租赁、物业服务的收入贡献较高；利润构成中，房屋租赁贡献了较为稳定且重要的组成部分。近年来，公司综合毛利率呈现一定波动，主要源于建材销售、拆迁补偿等业务板块的占比变动及各板块自身毛利率的波动。

表1

公司主营业务收入构成及利润率分布（百万元，%）								
业务类型	2022		2023		2024		2025.1-9	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
建筑施工工程	215	8.7%	140	17.9%	140	9.7%	60	13.3%
房地产开发	45	100.0%	-	-	30	32.0%	141	23.7%
代建业务	11	92.2%	13	83.9%	6	90.6%	2	81.5%
建材销售	126	1.4%	674	8.3%	422	1.9%	234	2.5%
物业服务	91	10.1%	120	10.3%	103	13.9%	84	17.7%
房屋租赁	77	80.1%	118	77.7%	135	92.6%	88	85.9%
拆迁补偿	120	45.7%	54	-19.3%	71	-13.8%	36	36.8%
养老服务	6	-300.4%	8	-76.4%	11	-38.7%	11	-13.8%
教育服务	3	100.0%	2	100.0%	1	100.0%	-	-
其他	30	81.7%	6	64.5%	11	42.9%	3	80.9%
合计	724	29.1%	1,134	16.3%	930	18.0%	660	23.3%

资料来源：公司年报，公司提供，标普信评。

其他重大事项

我们关注到，青岛市政府为规范国资布局、破解同质化竞争，于 2025 年 5 月出台《青岛市市属企业主责主业管理办法》，明确市属国企主责主业界定、动态监管及退出机制，并推动市属国企专业化整合。青岛市政空间开发集团有限责任公司与青岛城发集团实施合并，组建青岛市政开发建设集团有限公司，致力于打造新型智慧城市建设运营集团。

据了解，新组建的市政开发集团已于 2025 年 12 月 11 日正式设立。根据政府文件，公司原控股股东青岛市国资委于 2025 年 12 月将公司 100% 股权无偿划转至市政开发集团，公司控股股东变更为市政开发集团，市政开发集团已对公司经营、重大投融资事项等实施控制和管理。截至目前，公司股权结构变动尚未完成工商登记变更。青岛城发的业务范围和职能定位未发生重大变化。

我们认为，本次合并重组将导致青岛城发股权层级有所下降，但公司仍将继续承担青岛市基础设施建设、保障房建设运营及国有资产经营管理等重要职能，且持续处于青岛市国有企业监督管理体系之内。新设立的市政开发集团将在管理层任命、战略规划制定以及日常运营监督等方面与公司保持紧密联系。目前来看，上述事项对公司信用质量的影响可控。我们将持续关注上述合并重组事项的后续进展、公司业务范围与职能定位等，以及可能对公司信用质量产生的潜在影响。

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，为其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租房经营管理业务方面具有较强的专营性，并在市级基础设施建设领域发挥重要作用，但业务开展体量和资产规模仍然偏小，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。2025 年青岛市实现地区生产总值 17,561 亿元，同比增长 5.4%，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。2025 年青岛市实现一般公共预算收入 1,341 亿元，财政自给能力强，2025 年全年实现政府性基金预算收入 325 亿元。青岛市政府 2025 年 12 月发布《中共青岛市委关于制定青岛市国民经济和社会发展的第十五个五年规划的建议》，将继续完善基础设施和公共服务设施，建强国际性综合交通枢纽，打造现代化综合立体交通运输体系，完善便捷高效的公路网体系。同时，高质量开展城市更新建设，完善公租房、保障性租赁住房与配售型保障性住房相结合的住房保障体系，着力解决新市民、青年人、城镇工薪群体和各类困难家庭住房问题。我们预计，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，良好的政策保障及区域人口增长结构对其业务开展具有一定的支撑作用。为促进房地产市场构建健康发展新模式，中央政府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（政策梳理详见表 2）。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 年启动建设了青岛市首批 3,613 套配售型保障性住房项目，并于 2025 年开启配售工作。截至 2025 年 9 月末，公司在建保障房项目总投资 41.2 亿元，已投金额 23.6 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一定的支撑基础。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 2024 年末，青岛市常住人口 1,044 万人，比上年增加 7.1 万人，其中城镇常住人口 824 万人，比上年增加超 11 万人，全年城镇新增就业约 37 万人。

表2 青岛市保障房相关政策

政策名称	发布时间	主要内容
《青岛市配售型保障性住房管理办法(试行)》(征求意见稿)	2025.11	1. 保障对象：至少 1 人本市户籍(人才、一线公共服务人员、在青务工农业转移人口不受户籍限制) 2. 户型：新建项目 75-120 m ² 为主，单套售价按“土地划拨成本+建安成本+适度利润”确定 3. 封闭管理：仅限轮候库内转让或政府回购，循环使用

		4. 收购存量机制：未售商品房、保交房项目、政策性住房、闲置工、商业用地可转化为保障房源
《青岛市 2025 年住房保障工作年度计划》	2025.11	1. 建设筹集：配售型保障房 1000 套、保障性租赁住房 1000 套(间) 2. 公租房：发放租赁补贴 1 万户
《关于进一步推进房地产市场止跌回稳的工作方案》(青建房字〔2025〕34 号)、《关于调整配售型保障性住房申请准入面积认定标准的通知》	2025.6	1. 准入面积：由人均 13 m ² 调整为上年度城镇居民人均现住房面积。根据《2024 青岛统计年鉴》，现行城镇居民人均现住房面积为 35.3 m ² 。 2. 特殊规定：农村宅基地面积不计入家庭人均住房面积
《关于政策性租赁住房保障群体购买配售型保障性住房有关事宜的通知》	2025.4	1. 打通租购通道：公租房、保障性租赁住房(含人才住房)住户可申请购买配售型保障房 2. 过渡安排：选房后等待新房交付期间可继续享受原有租房保障 3. 腾退要求：新房交付前办理原保障房腾退手续
《青岛市住房和城乡建设局等部门关于进一步促进房地产市场平稳健康发展若干措施的通知》	2025.4	1. 收购补助：主体收购个人二手房用作保障性租赁住房/长租房，市级财政每套 3 万元一次性补助，新建商品住房所在区(市)给予 5 年、每年 2% 贷款贴息 2. 高校毕业生免租：毕业 3 年内专科及以上学历，求职可享最长 6 个月免租，就业创业可延至 12 个月 3. 多子女补贴：二孩家庭购新房补贴 5 万元，三孩 10 万元(2025.4-2026.6)
《青岛市 2024 年住房保障工作年度计划》	2024.5	1. 建筹目标：新开工配售型保障性住房 0.6 万套，建设筹集保障性租赁住房 1.5 万套(间) 2. 公租房：发放租赁补贴不少于 1 万户

资料来源：青岛政务网、青岛住建局等政府网站，标普信评整理。

然而，我们认为近年来青岛市房地产市场持续承压，在整体房价下行的背景下，保障房的售价优势逐渐减弱，同时由于具有吸引力的保障房项目对区位条件要求较高，公司保障房业务开展也面临合适土地供应有限、与商品房市场形成竞争等挑战，大规模开展的难度较大。公司未来的保障房业务将采取建设与存量房收购相结合的模式，保障房建设投入压力在政策调整背景下将有所缓解。2025 年，青岛市已对区域保障房策略作出调整，降低配售型保障房的新建规模，暂停部分原计划新建地块，并推动收购已建成房产用作保障房，后者因价格更低、交付周期短而更贴近当地市场需求。公司 2025 年外购 88 套房产用作保障房，并已较快的实现销售回款。同年，公司在建的配售型保障房和已完工的山大教职工公寓二期项目实现部分销售回款，但在房价整体承压的背景下，我们预计后续去化仍面临一定周期压力。

表3

公司主要在售/在建房地产项目情况(截至 2025 年 9 月末, 单位: 亿元)							
项目	项目性质	总投资	截至 2025 年 9 月末 累计已投资	预期投资金额			已回款
				2025 年 10-12 月	2026 年	2027 年	
山大教职工公寓二期项目	产权型人才公寓	6.2	5.7	-	-	-	1.6
已完工小计		6.2	5.7	-	-	-	1.6
李沧北汽地块保障性住房项目	保障房	19.5	12.3	0.7	3.8	-	9.0
市北大健康 A 地块保障性住房项目	保障房	21.7	11.3	0.8	4.5	-	3.0
在建小计		41.2	23.6	1.5	8.3	-	12.0
总计		47.4	29.3	1.5	8.3	-	13.6

资料来源：公司提供，标普信评整理。

公司承担青岛市基础设施建设任务，在本轮国企改革和区域国企主责主业梳理后，公司在基建领域承担的职能或能够更加清晰，业务更多聚焦于市内重点市政类项目，业务具备可持续性。公司承担的青岛市基础设施建设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，早期开展的部分项目需公司垫资。截至 2025 年 9 月末，公司主要在建基础设施项目总投资规模 123.7 亿元，已投金额 68.0 亿元，主要为东岸产业园区基础设施综合改造项目。该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，有利于缓解青岛市路网交通压力。目前，公司已完成重庆高架路建设，正在推进双山隧道的开发。整体来看，公司基础设施建设业务仍有投资需求，作为公司的主责之一，我们预计其将继续承接青岛市级市政类重点基础设施项目，业务能够具备可持续性。公司此前在即墨区承接的部分代建管理类项目存在回款拖欠情况，公司已采取诉讼等法律手段进行追偿，尚待回款金额约 3 亿元，我们将对相关项目资金回收和或有负债风险保持关注。

表4

公司主要在建基础设施项目情况（截至 2025 年 9 月末，单位：亿元）

项目	概算总投资	截至 2025 年 9 月末累计已投资	预期投资金额		
			2025 年 10-12 月	2026 年	2027 年
东岸产业园区基础设施综合改造项目*	123.7	68.0*	4.1	7	9.5
合计	123.7	68.0	4.1	7	9.5

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，标普信评整理。

公司作为青岛市级唯一的公管房经营管理主体，负责运营管理总面积合计约 71 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；2025 年政府新增向公司划拨约 5 万平方米人才公寓资产，为租赁收入提供进一步补充。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5

公司房产出租情况（截至 2025 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	36.26	6.52	100%
医疗卫生和公益事业	11.81	5.75	100%
企业及经营房产	23.3	12.43	100%
人才公寓	4.96	21.8	89%
法人房产	6.74	33.5	90%
合计	83.07	/	/

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。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，公司业务仍处于发展阶段，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

核心假设：

- 2025-2026年，由于保障房收入尚未开始结转，建材销售、建筑施工工程等业务收入存在波动，公司收入规模或小幅下降。
- 2025-2026年，公司保障房、基础设施建设等业务年均投资支出规模在15-20亿元。
- 2025-2026年，公司保障房开始实现预售回款，年均营运资本呈现净流入状态。
- 2025-2026年，公司EBITDA利润率受收入结构变动影响而存在较大的波动。

标普信评将青岛城发的财务风险从“偏高”调整为“可控”，体现了公司未来保障房建设投入压力将减轻，债务规模有望得到控制，我们预计随着公司在 2026-2027 年逐步进入房产结算周期，其财务杠杆水平预计将呈现较为明显的回落。同时，公司整体的付息能力良好。公司承担青岛市重大基础设施和保障房建设任务，项目建设资金受到政府专项债、财政拨款、政策性银行及大型商业银行等多渠道支持，资金来源多元，债务结构合理，融资压力较小。

我们预计，公司带息债务规模有望得到控制，原因在于保障房等业务投资强度将有所放缓，且前期投入逐渐产生部分现金回流，使得举债需求下降。公司前期承担的基础设施建设等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，2024 年公司开始作为市级保障房建设运营主体承建青岛市保障房建设，由于建设体量较大，当年带息债务规模大幅上升。公司目前仍有项目资金投入需求，我们预计 2025-2026 年保障房、基础设施建设等业务每年投资支出规模在 15-20 亿元，其中在建基建部分主要以专项债和财政资金等进行支持，保障房部分通过资金回流、项目贷款等方式进行投入，整体债务规模有望保持相对稳定。

我们预计，受房地产、建材销售、建筑施工工程等板块波动因素的影响，公司收入和 EBITDA 稳定程度一般，2025-2026 年收入或将较 2024 年有所下降。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，而建筑施工工程业务收入或将受近几年新签订单金额下降影响而有所回落，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下滑。房地产开发方面，公司处于建设期的两个保障房项目已于 2025 年启动预售，2025-2026 年能够实现部分销售回款，建设投入压力的缓和预计能够为公司带来营运资本回流，但相关收入需至 2026 年末或 2027 年方可实现结转，届时公司房地产业务收入将呈现显著提升。我们预计，公司未来 1-2 年以债务/EBITDA 衡量的财务杠杆将呈现波动态势，但随着保障房进入结算回收周期后，财务杠杆水平预计将有较为明显的回落，同时公司现金流对利息覆盖能力整体上相对良好。

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，债务期限结构合理，融资压力较小。公司带息债务包括银行借款、债券和部分专项债。截至 2025 年 9 月末，公司金融机构授信总额 140 亿元（其中包括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），整体未使用授信额度 119 亿元（其中非国开行的未使用授信 29 亿元）。期限结构方面，公司带息债务中一年期以上债务占比约 85%，债务结构合理。我们预计，公司带息债务将继续以低成本、中长期的融资为主，债务结构保持良好。

表6

公司调整后主要财务数据及指标 (单位: 百万元)					
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
营业收入	724	1,134	930	2025-2026年, 由于保障房收入尚未开始结转, 建材销售、建筑施工工程等业务收入存在波动, 公司收入规模或小幅下降。 2025-2026年, 公司保障房、基础设施建设等业务年均投资支出规模在 15-20 亿元。	
EBITDA	88	58	28		
利息支出	20	37	48		
经调整总债务	197	78	1,741		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA (倍)	2.2	1.3	63.3	>10	>15
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	4.3	1.6	0.6	1-2	0.5-1.5

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7

财务数据调整-截至 2024 年 12 月 31 日 (单位: 百万元)				
	总债务	所有者权益	EBITDA	利息支出
报告值	2,742	6,852	27	27
标普信评调整				
资本化利息	-	-	-	21
盈余现金	-1,000	-	-	-
其他调整	-	-	0	-
少数股东权益		-56		
调整总额	-1,000	-56	0	21
标普信评调整值				
	经调整总债务	归母所有者权益	EBITDA	利息支出
调整后	1,741	6,796	28	48

注: 1. 总债务=短期债务+长期债务; 2. 尾差由四舍五入导致。

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

我们选择了郑州公共住宅建设投资有限公司 (简称“郑州公宅”) 和杭州市安居建设投资集团有限公司 (简称“杭州安居建投”) 作为青岛城发的对比企业。上述企业在相关区域从事城市基础设施、保障房建设等业务, 公司与对比企业在区域实力、业务范围、平台定位等方面具有一定可比性。

表8

同业情况 (2024 年, 单位: 亿元)			
	青岛城发	郑州公宅	杭州安居建投
运营区域	青岛市	郑州市	杭州市
区域 GDP	16,719	14,532	21,860

人均 GDP (万元)	16.1	11.1	17.4
一般公共预算收入	1,339	1,155	2,640
控股股东	青岛市国资委	郑州城发安居科技有限公司	杭州市安居集团有限公司
主要业务	基础设施建设、保障房、房屋租赁、建筑施工工程、建材销售等	安置房、保障房、商品房销售、房屋租赁、物业服务等	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
年末资产总计	166	178	219
营业收入	9.3	11.6	29.8
营业利润	1.6	1.0	0.1

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。

三、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。未来 12 个月，公司主要的资金用途是项目投资建设和债务还本付息；主要的资金来源是货币资金、营运现金流和营运资本流入以及金融机构授信等。公司在手货币资金能够覆盖未来一年内到期带息债务，流动性压力不大。

表9

流动性来源	流动性用途
公司在手货币资金 15.5 亿元	债务到期规模 4-4.5 亿元
营运现金流和营运资本净流入 0-2 亿元	资本开支 5-10 亿元
未使用银行授信额度 119 亿元，公司可根据需求提用，满足资金支付需求	上缴利润 0.2-0.3 亿元

注：数据截至 2025 年 9 月末。

数据来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表10

债务到期分布 (单位: 百万元)	
年份	金额
1 年以内	421
1-2 年	434
2-3 年	727
3-4 年	977
4 年以上	270
合计	2,828

注：截至 2025 年 9 月末。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

或有事项

截至 2025 年 9 月末，公司无对外担保余额。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 7,282 万元，主要系合同、物权纠纷等，部分已经判决。我们认为，公司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 2026 年 1 月 19 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。

综合以上分析，标普信评认为，青岛城发的个体信用状况为 bbb_{spc}，主要反映了公司具有“尚可”的业务状况和“可控”的财务风险。公司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，并在市级基础设施建设领域发挥重要作用，但业务开展体量和资产规模仍然偏小，处于行业偏低水平。公司未来的财务杠杆面临波动，但整体付息能力良好，项目建设资金受到政府专项债、财政拨款、政策性银行及大型商业银行等多渠道支持，资金来源多元，债务结构合理，融资压力较小。

四、主体信用等级

标普信评认为，青岛市经济实力强，财政自给能力好，支持能力很强。青岛市政府对青岛城发的外部支持“高”，主要体现在以下方面：

- 公司在股权结构和管理机制方面与青岛市政府的紧密度高。公司的 100%控股股东为市政开发集团，实际控制人为青岛市国资委。我们认为，青岛市和控股股东在管理层任命、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。在可预见的未来，青岛市国资委仍将保持其对公司的控股地位。
- 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，在保障性住房建设运营和公管房经营管理方面具有较强的专营地位，并在市级基础设施建设领域承担重要职能。公司职能定位较为清晰，在区域民生保障、促进城市建设发展等方面发挥重要作用。
- 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。2023-2025 年，公司分别收到专项债资金 34.5 亿元、20.5 亿元和 0.7 亿元。2024-2025 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租赁型人才住房等房产资产无偿划拨给公司，价值 5.8 亿元；分别收到货币资金注入 2.2 亿元和 2.6 亿元。

综合以上，标普信评评定青岛城发主体信用等级为 AA_{spc+}。

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）

	2022	2023	2024	2025.1-9
货币现金和交易性金融资产	599	965	2,001	1,548
存货	256	397	2,278	2,584
其他应收款	212	174	215	215
投资性房地产	4,816	4,858	4,798	5,298
在建工程	1,051	4,024	5,654	5,917
其他非流动资产	2	260	360	388
资产总计	7,897	12,013	16,619	17,661
短期借款	3	5	4	3
应付票据及应付账款	228	374	557	461
其他应付款	521	321	304	274
一年内到期的非流动负债	1	55	587	355
长期借款	-	72	1,664	1,133
应付债券	312	312	-	475
长期应付款	1,213	4,528	6,281	6,209
负债合计	2,410	5,973	9,767	10,172
所有者权益合计	5,487	6,040	6,852	7,489
营业总收入	724	1,134	930	660
营业成本	514	950	762	506
销售费用	1	1	1	4
管理费用	96	121	112	76
财务费用	18	30	23	40
其他收益	1	2	0	1
公允价值变动收益	27	41	50	-10
利润总额	64	124	149	16
净利润	7	84	98	4
经营活动产生的现金流量净额	13	86	-1,610	643
投资活动产生的现金流量净额	-1,157	-3,573	-1,405	-617
筹资活动产生的现金流量净额	1,208	3,853	4,050	-479

调整后财务数据及指标

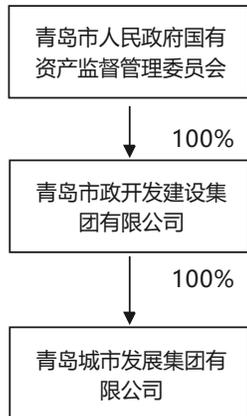
	2022	2023	2024	2025.1-9
EBITDA	88	58	28	--
经调整总债务	197	78	1,741	--

资本支出	1,151	3,573	1,410	633
EBITDA 利润率 (%)	12.2	5.1	3.0	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	2.2	1.3	63.3	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	4.3	1.6	0.6	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的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 2022-2024 年审计报告及 2025 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。

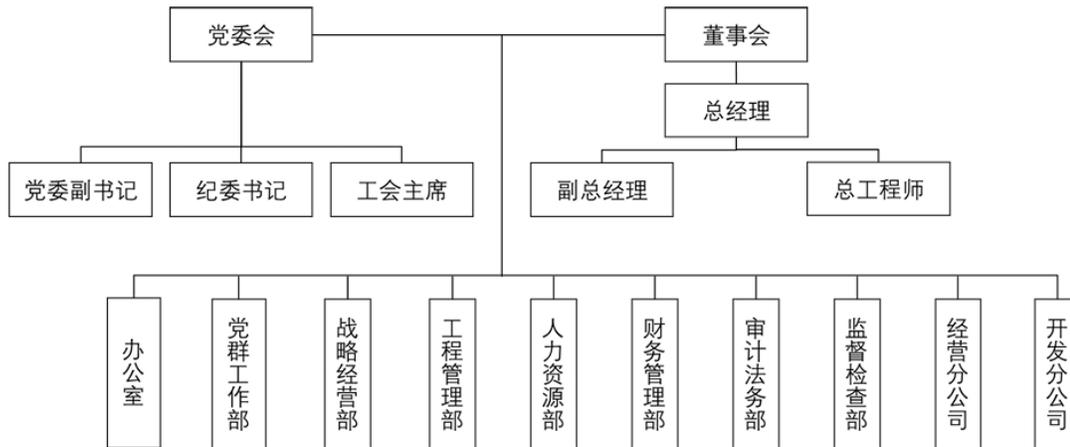
附录2： 评级对象股权结构图（截至 2025 年 12 月末）



注：根据政府文件，公司控股股东已变更为市政开发集团，但截至目前，公司股权结构变动尚未完成工商登记变更。

资料来源：公司提供。

附录3： 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4： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式

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

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 _{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 2026 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，包括但不限于适用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 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。