

信用等级公告

联合[2018]380 号

青岛国信发展（集团）有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对青岛国信发展（集团）有限责任公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2018 年可续期公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**青岛国信发展（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，
评级展望为“稳定”**

**青岛国信发展（集团）有限责任公司拟面向合格投资者公开发行的
2018 年可续期公司债券（第一期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年四月十三日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

青岛国信发展（集团）有限责任公司

2018 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 34.90 亿元（含 34.90 亿元）

债券期限：3+N 年

还本付息方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

评级时间：2018 年 4 月 16 日

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

续期选择权：本期债券以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券

递延支付利息权：本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制

赎回选择权：（1）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；（2）未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对青岛国信发展（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为青岛市国有独资公司，在资产规模、业务经营多元化、项目储备及外部支持等方面所具备的优势。公司持有较大规模的优质金融资产，参股的银行、保险、信托和基金等金融机构盈利能力强，为公司提供持续较好的投资收益。另外，青岛市旅游资源丰富、交通便利、经济发达，为公司的酒店旅游业和体育文化产业提供了良好的外部环境。同时，联合评级也关注到公司项目投资规模较大、证券处置业务风险上升、酒店旅游与文体会展业务板块持续亏损、房地产业务波动较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，随着公司在建项目的完工以及金融业务、酒店等现代服务业的稳步发展，公司资产规模和盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来青岛市经济保持稳定增长，青岛市地区财政实力持续显著增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 青岛市作为东部沿海重要的经济中心和旅游城市，交通发达，公司体育文化、交通、酒店旅游等产业具备显著的区位优势。

3. 公司作为青岛市国有独资公司，其资产规模大，经营稳健，在财政补贴、资产划拨等方面受外部支持力度较大。

4. 公司金融产业布局良好，持有较大规模

的优质金融资产，参股的银行、保险、信托和基金等金融机构盈利能力强，可为公司提供持续较好的投资收益。

5. 公司城市交通板块处于垄断地位，随着胶州湾隧道客流量逐年提高，收入（含各种补贴）规模稳步上升。

关注

1. 公司证券资产处置业务受国内资本市场行情影响较大，随着公司IPO、配售等原始股处置减少，未来该板块盈利能力存在一定不确定性。

2. 公司在建项目投资规模较大，外部融资需求较强，债务负担存在上升压力。

3. 青岛市商业地产竞争较为激烈，且供应量仍以较快速度增长，公司建设的商业地产项目或面临一定的经营风险。

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
资产总额（亿元）	382.05	405.82	450.99	495.10
所有者权益（亿元）	156.44	162.68	175.42	181.40
长期债务（亿元）	147.68	160.87	201.35	185.17
全部债务（亿元）	200.48	219.96	241.62	280.59
营业收入（亿元）	27.21	16.26	23.49	7.51
净利润（亿元）	3.47	5.46	6.59	2.49
EBITDA（亿元）	12.27	15.32	19.06	--
经营性净现金流（亿元）	0.09	3.41	4.86	4.26
营业利润率（%）	19.58	19.36	5.05	-2.31
净资产收益率（%）	2.29	3.42	3.90	--
资产负债率（%）	59.05	59.91	61.10	63.36
全部债务资本化比率（%）	56.17	57.49	57.94	60.73
流动比率（倍）	1.16	1.28	1.97	1.16
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.18	1.98	2.10	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.35	0.44	0.55	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、本报告将长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务核算；4、本报告将其他流动负债中一笔 7.10 亿元的优先级本金调整至短期债务核算；5、本报告所指的营业收入均为营业总收入。6、公司 2017 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用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联合评级依据合理的内部信用评级标准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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

青岛国信发展（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“国信集团”）于 2008 年 4 月经青岛市人民政府《青岛市人民政府关于组建政府投资类公司的通知》（青政发[2008]11 号文）批准，由青岛国信实业有限公司（以下简称“国信实业”）、青岛市地下铁道公司（以下简称“地铁公司”）和青岛（香港）华青发展有限责任公司（以下简称“华青公司”）整建制划转组建而成，注册资本 30.00 亿元。2010 年，根据青国资统评[2010]2 号文件，青岛市政府将华青公司划转至青岛城市建设投资（集团）有限责任公司。2014 年 2 月，经债权人会议表决同意，青岛市国资委下发青国资规[2014]6 号《关于国信集团地铁资产划转地铁集团的通知》的文件，将地铁公司相关资产、负债和所有者权益划转至青岛地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”），并获得后续对价资产注入。截至 2017 年 6 月底，公司注册资本为 30.00 亿元，实际控制人为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”）。

公司经营范围：城乡重大基础设施项目投资建设与运营；政府重大公益项目的投资建设与运营；经营房产、旅游、土地开发等服务业及经批准的非银行金融服务业；经政府批准的国家法律、法规禁止以外的其他资产投资与运营。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年 6 月底，公司下属一级子公司 8 家（见附件 1），公司根据实际情况设立了九个部门、三个中心，分别是：综合管理部、党群工作部、人力资源部、战略管理部、经营管理部、财务资金部、安全管理部、法务审计部、纪检监察部，工程管理中心、教育培训中心、信息运营中心等职能管理部门（见附件 2），公司共有员工 1,660 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 450.99 亿元，负债合计 275.58 亿元，所有者权益 175.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益 173.61 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 23.49 亿元，净利润 6.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 6.49 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.86 亿元，现金及现金等价物净增加额为 4.67 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 495.10 亿元，负债合计 313.69 亿元，所有者权益 181.40 亿元，其中归属于母公司所有者权益 179.10 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 7.51 亿元，净利润 2.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.26 亿元，现金及现金等价物净增加额为-5.05 亿元。

公司注册地址：青岛市市南区东海西路 15 号；法定代表人：王建辉。

二、本期债券情况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“青岛国信发展（集团）有限责任公司 2018 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”，发行规模不超过 34.90 亿元（含 34.90 亿元）。本期债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券在每个约定的周期（3 年）末附公司续期选择权，于公司行使续期选择权时延长 1 个周期，并不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制，前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为，在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期

票面利率累计计息，首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。若在本期债券的某一续期选择权行权年度，公司选择全额兑付本期债券，则该计息年度的付息日即为本期债券的兑付日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

递延支付利息权：本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前10个工作日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

递延支付利息的限制：强制付息事件为付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券所募集资金用于偿还有息债务等。

三、行业分析

作为青岛市重要的国有综合性投资公司之一，公司业务收入主要来源于金融与股权投资业务、交通业务、房地产业务、文体会展业务以及餐饮旅游业务等。公司金融投资业务规模逐步扩大，隧道交通业务在青岛市占有垄断地位，同时公司是青岛市体育文化、酒店旅游领域最大的投资运营主体。本评级报告的行业分析围绕证券投资行业、房地产业务和旅游行业展开。

1. 证券投资行业

（1）行业发展概况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。我国证券市场经过逾20年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。目前，我国证券市场初步形成了包括股票市场、货币市场、债券市场等在内的多层次交易场所，交易种类也涵盖股票、债券、基金等金融产品。

目前，我国证券市场还处于发展初期，主要体现在：第一，直接融资所占比例较低。目前，我国企业外部融资大多依靠银行贷款。第二，股票市场、债券市场结构失衡。目前，交易所市场中的股票债券比例失衡，股票市场规模大于债券市场规模。第三，机构投资者持股比例较小，不利于证券市场的成熟稳定发展。

近年来，随着国家政策的推动及证券市场不断发展，我国多层次资本市场已初步建立并不断完善，中小板和创业板分别于2004年和2009年设立；新三板自2012年开始启动扩容并于2013年扩大至全国，截至2016年2月底，挂牌企业数量达10,757家；区域性股权交易市场建设也在持续推进中，截至2016年底，全国共有40家区域性股权市场（除云南外其他省市均已设立），挂牌企业1.74万家，展示企业5.94万家。2016年区域性股权市场为企业实现融资2,871亿元。

总体来看，证券市场的快速发展带动了股票市场的发展，并推动了我国经济的增长，未来随着证券市场的持续发展，证券市场所肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。证券市场快速发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

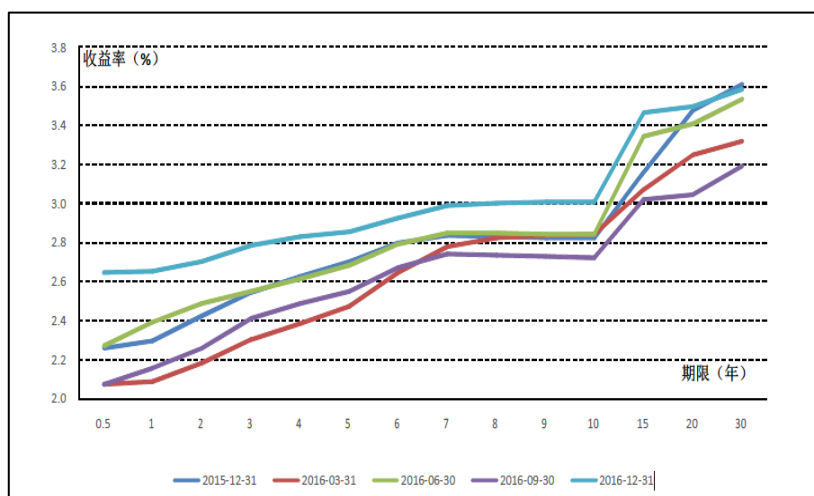
（2）证券市场运行情况

债券发行规模同比增长，但增速有所下降。2016年，债券市场发行各类债券规模达36.1万亿元，较上年增长54.2%，增速较上年降低42.4个百分点。其中，银行间债券市场发行债券32.2万亿元，同比增长53.8%。截至2016年12月底，债券市场托管余额为63.7万亿元，其中银行间债券市场托管余额为56.3万亿元。2016年，国债发行2.9万亿元，地方政府债券发行6万亿元，国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行发行债券3.4万亿元，政府支持机构发行债券2,250亿元，商业银行等金融机构发行金融债券1.3万亿元，信贷资产支持证券发行3,838.1亿元，同业存单发行13万亿元，公司信用类债券发行8.2万亿元，同比增长16.5%，增速较上年下降19.8个百分点。截至2017年6月底，债券市场托管余额为68.2万亿元，其中国债托管余额为11.9万亿元，地方政府债券托管余额为12.4万亿元，金融债券托管余额为16万亿元，公司信用类债券托管余额为16.3万亿元，信贷资产支持证券托管余额为6,586.1亿元，同业存单托管余额为8万亿元。银行间债券市场托管余额为60.4万亿元。

银行间市场成交量同比增长。2016年，银行间市场信用拆借、回购交易成交总量697.2万亿元，同比增长33.6%。其中，同业拆借累计成交95.9万亿元，同比增长49.4%；质押式回购累计成交568.3万亿元，同比增长31.4%；买断式回购累计成交33万亿元，同比增长30.3%。2016年，债券市场现券交易量132.2万亿元，同比增长46.6%。其中，银行间市场现券累计成交127万亿元，日均成交5,063亿元，同比增长44.1%。交易所现券累计成交5.1万亿元，日均成交207.6亿元，同比增长49%。

货币市场利率中枢上行，债券收益率曲线整体上移。2016年前三季度，货币市场利率窄幅震荡，10月下旬开始货币市场利率加快上行。2016年12月份，银行间货币市场质押式回购月加权平均利率为2.56%，较上年同期上升61个基点。2016年，债券市场波动加大，国债收益率曲线整体上移。12月底，1年、3年、5年、7年、10年期国债收益率较上年底分别上升35个、24个、15个、16个、19个基点，10年期与1年期国债期限利差为36个基点，较年初收窄16个基点。银行间市场债券指数由上年底的171.37点上升到年底的174.44点，升幅1.79%；交易所市场国债指数由上年底的154.54点上升到年底的159.79点，升幅3.39%。公司信用类债券收益率曲线大幅上行，年底5年期AAA级、AA+级和AA级企业债收益率较上年底分别上行65个、44个和24个基点。短期、中高信用等级公司信用类债券与国开行金融债券的信用利差扩大，中长期公司信用类债券的信用利差有所收窄，3年期AAA级、AA级、A级中短期票据与国开行金融债券的信用利差较上年底分别收窄4个、44个、27个基点。

图1 2016年银行间市场国债收益率曲线变化情况



资料来源：中央国债登记结算有限责任公司

股指下跌，两市成交量下降。2016年，股票市场主要指数先下后上，整体下跌，成交量明显下降。上证综指年初开盘于3,536点，一度跌至2,638点，年底收于3,103点，较上年年底下跌12.31%；深圳成指开盘于12,650点，一度下跌至8,986点，年底收于10,177点，较上年年底下跌19.64%。两市全年成交额127.8万亿元，同比下降50.01%。截至2017年6月底，上证综指收于3,192.43点，深圳成指收于10,529.61点，较上年年底略有上升。

图2 2016年上交所和深交所股票成交量价走势（单位：亿元、点）



资料来源：上海证券交易所和深圳证券交易所

总体看，2016年，债券市场发行规模增长，交易量继续增加，债券收益率曲线整体上移，股指先下后上，整体下跌，成交量同比下降。

（3）行业监管

2013年国务院办公厅关于进一步加强资本市场提出中小投资者合法权益保护工作的意见（国办发〔2013〕110号），提出制定完善中小投资者标准，健全投资者适当性制度；引导和支持上市公司增强持续回报能力，优化投资回报机制；增强信息披露的针对性，保障中小投资者知情权；完善中小投资者投票等机制，健全中小投资者投票机制。

2014年，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，积极稳妥推进股票发行

注册制度，加快多层次股权市场建设，完善上市公司股权激励制度，允许上市公司按规定通过多种形式开展员工持股计划，完善退市制度，完善公司债券公开发行制度，建立健全的私募发行制度。

总体来看，国家及相关监管部门提出的意见将有利于进一步完善资本市场，保障投资者权益，带动资本市场进一步发展。

（4）行业关注

市场风险

市场风险是指由于证券市场行情变动而引起的风险，可通过对证券价格指数或价格平均数来分析。它被认为是证券持有者所面临的所有风险中最难对付的一种，它给证券持有人带来的后果有时是灾难性的。

利率与汇率风险

利率从两个方面影响证券价格和收益率：一是改变资金的流向。本国货币升值，有利于与进口有很大关系的企业，不利于主要面向出口的企业；有可能造成证券市场收益的降低。二是影响公司成本。利率提高，公司的融资成本就相应提高，在其他条件不变的情况下盈利就会下降，进而影响公司股票或债券的价格和收益。汇率风险主要体现在汇率升贬对投资者心理预期的影响。本国货币升值，有利于与进口有很大关系的企业，不利于主要面向出口的企业。

购买力风险

购买力风险，又称通货膨胀风险，是指由于通货膨胀引起的投资者实际收益率的不确定。证券市场是企业与投资者直接融资的场所，因而社会货币资金的供给总量成为决定证券市场供求状况和影响证券价格水平的重要因素，当货币资金供应量增长过猛，出现通货膨胀时，证券的价格也会随之发生变动。

违约风险

违约风险，又称为信用风险，是指企业不能按照证券发行契约或发行承诺支付投资者债息、股息、红利以及偿还本金而使投资者遭受损失的风险。就违约风险产生的原因来看，它与经营风险存在一定的联系，其主要受证券发行人的经营能力、盈利水平、事业稳定程度及规模大小等因素的影响。

决策风险

证券投资业务对投资者的能力要求较高，如果投资者由于能力不足或者决策失误，可能会给其带来巨大的损失。

（5）行业发展

“十三五”规划明确提出，我国要积极培育公开透明、健康发展的资本市场，提高直接融资比重，降低杠杆率。创造条件实施股票发行注册制，发展多层次股权融资市场，深化创业板、新三板改革，规范发展区域性股权市场，建立健全转板机制和退出机制。完善债券发行注册制和债券市场基础设施，加快债券市场互联互通。开发符合创新需求的金融服务，稳妥推进债券产品创新，推进高收益债券及股债相结合的融资方式，大力发展融资租赁服务。健全利率、汇率市场决定机制，更好发挥国债收益率曲线定价基准作用。推动同业拆借、回购、票据、外汇、黄金等市场发展。积极稳妥推进期货等衍生品市场创新。加快发展保险再保险市场，探索建立保险资产交易机制。建立安全高效的金融基础设施，实施国家金库工程。

总体看，证券市场的逐步发展和完善，有利于保护投资者的利益，促进证券投资行业的进一步发展。

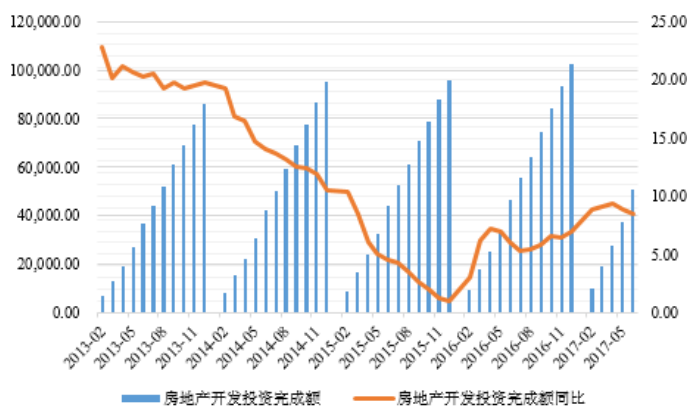
2. 房地产行业

(1) 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2014 年，我国房地产行业增速有所减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步实现的影响，2014 年全年房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，增速同比大幅下滑 9.30 个百分点。受限购政策持续影响以及对房地产行业悲观预期，2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速继续同比下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，名义同比增长 6.88%。其中，住宅投资 68,704.00 亿元，增长 6.36%，全国办公楼开发投资额为 6,533.00 亿元，同比增长 5.20%；商业营业用房开发投资额为 15,838.00 亿元，同比增长 8.43%。2017 年 1~6 月，全国房地产开发投资 50,610.00 亿元，同比增长 8.50%，增速较上年同期上升 2.40 个百分点。2017 年房地产投资回升态势明显，预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。

图 3 2013~2017 年 6 月全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；但 2016 年，房地产投资增速有所回升。

(2) 市场供需

土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2014 年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。全年全国 300 个城市土地供求量均有较大程度跌幅，推出面积及成交面积比 2013 年分别减少 24% 和 28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至 10%；其中，住宅类用地平均溢价率为 12%，较 2013 年同期下降 7 个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为 1,234 元/

平方米，同比上涨 6%。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1%外，二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2%到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10%到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2%到 751 元/平方米和 8%。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18%到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34%到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18%到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。2017 年 1~6 月，全国 300 城市推出面积 45,967 万平方米，同比减少 4%；全国 300 个城市共成交成交土地面积 38,196 万平方米，同比减少 2%；土地出让金总额为 15,055 亿元，同比增加 37%；成交楼面均价为 2,242 元/平方米，同比上涨 39%。

表 1 2014~2017 年 6 月全国 300 个城市土地交易情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
推出面积（万平方米）	135,659	113,235	103,212	45,967
同比（%）	-24	-18	-9	-4
成交面积（万平方米）	104,032	85,671	85,885	38,196
同比（%）	-28	-21	-3	-2
出让金（亿元）	23,412	21,793	29,047	15,055
同比（%）	-25	-10	31	37
楼面均价（元/平方米）	1,234	1,384	1,904	2,242
同比（%）	5	14	40	39
土地平均溢价率（%）	10	16	43	36
同比（%）	-6	+6	+27	-4

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，在宏观调控和去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平。

开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，结束了自 2000 年以来的正向增长。

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有

制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

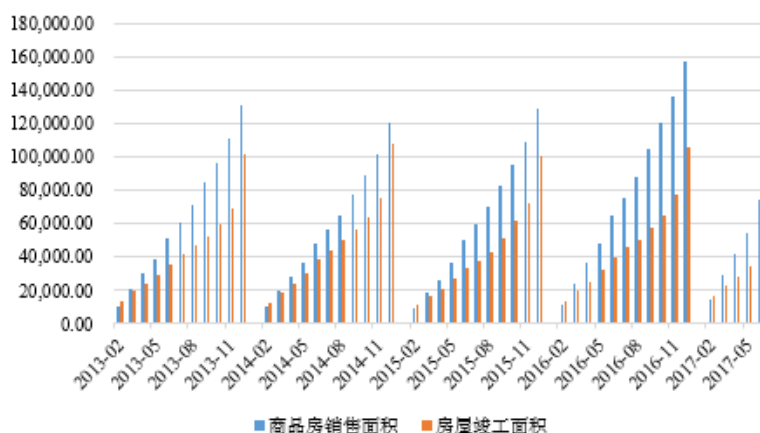
2017 年 1~6 月，房地产开发企业到位资金 75,764.55 亿元，同比增长 11.20%。其中，国内贷款 13,352.05 亿元，同比增长 22.10%；利用外资 140.32 亿元，同比增长 58.90%；自筹资金 23,273.26 亿元，同比下降 2.30%；其他资金 39,034.93 亿元，同比增长 17.20%。在其他资金中，定金及预收款 23,226.00 亿元，同比增长 22.70%；个人按揭贷款 12,000.00 亿元，同比增长 6.70%。

总体看，2014 年，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但 2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧。

市场供需情况

2014 年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积 107,459 万平方米，增长 5.9%。其中，住宅竣工面积 80,868 万平方米，增长 2.7%；商业营业用房竣工 12,084 万平方米，增长 11.3%。

图 4 2013~2017 年 6 月全国商品房供求情况（单位：万平方米）

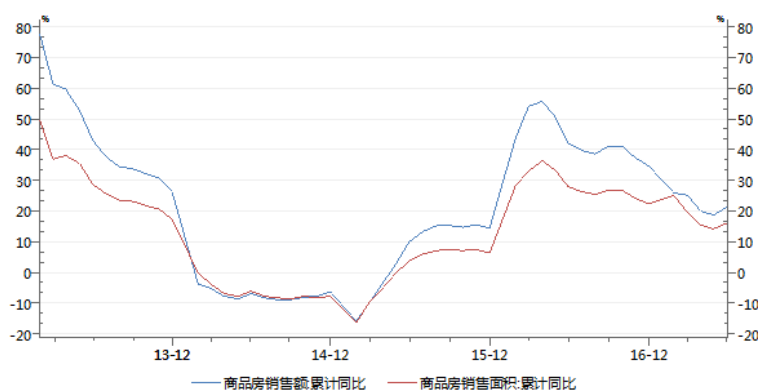


资料来源：Wind 资讯

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销

售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

图 5 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

进入 2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

2017 年 1~6 月，全国商品房销售面积 74,662.00 万平方米，同比增长 16.10%。其中，住宅销售面积增长 13.50%，办公楼销售面积增长 38.80%。2017 年 1~6 月，全国房屋竣工面积 41,524.01 万平方米，同比增长 5.00%。

总体看，在当前经济增速下行和高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市仍坚持去库存战略，从供需两端改善市场环境。

销售价格情况

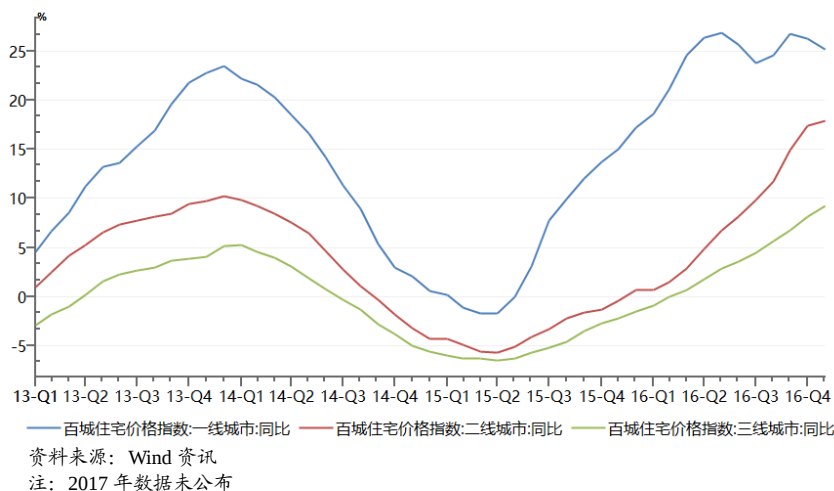
从商品房销售价格看，2014 年，由于各地限购的影响持续深化，市场整体下行趋势明显，房价下跌趋势从个别城市扩展到全国，房价下跌从一手房扩展到二手房。全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点。

2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

进入 2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市

市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。2014~2016 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况如下图所示。

图 6 2013~2016 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；同时，一、二线城市进入快速上涨通道，三线城市价格进入增长通道。

（3）行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.19%和 23.15%，分别较上年提高了 3.47 和 4.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.51%和 13.74%，分别较上年提高了 1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。

表 2 2014~2016 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，

龙头企业在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，千亿房企阵营 12 家，2,000 亿房企增至 6 家，3,000 亿房企 3 家，2016 年恒大以 3,810 亿元的销售总额超越万科成为行业第一。

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	恒大集团	6	中国海外发展有限公司
2	万科企业股份有限公司	7	大连万达商业地产股份有限公司
3	碧桂园控股有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司 广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（4）行业政策

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台 ze 作工作的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》

2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 2 月	证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号，禁止私募产品投资不符合监管规定的委托贷款贷款、嵌套投资信托加护、明股实债受让房地产开发企业股权等
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。

资料来源：联合评级搜集整理

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展。

进入2016年，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。2016年6月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016年“十一假期”，全国一线及重点二线合计21个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面进行调控。一线城市中广州提高了首套房最低首付比率至30%，同时提高已有一套住房且相应购房款未结清购买二套房首付比率不低于70%，北京与上海对新房销售价格实施限制。重点二线城市均对购房进行了限制，同时部分城市上调了购房首付比率。11月中旬，武汉、杭州、深圳、南京等地的楼市已推起第二轮调控的波澜，这一轮的调控，整体上都是在国庆调控政策的基础上，从公积金、社保和个税缴存年限、贷款比例等方面，进行了加码。11月28日，上海、天津限购政策再升级，而上海楼市政策加码“认房又认贷”，力度更是比北京、深圳更严厉。

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，使用限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。

2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建

立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租赁法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。此外，长效机制还须配套施策：从财税上降低住房交易带来的财富增值效应，从投资渠道建设上引导资金流到急需支持的实业上去等。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。进入2016年，政策环境的宽松使部分城市房地产市场持续升温，且有上涨过快趋势，“十一”与2017年3月之后，热点一、二线城市两度推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧。

（5）行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2016年底，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为76.96%，较2015年底提高了0.55个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

房地产调控政策再度趋严

2016年10月至2017年4月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。不排除后续存在政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度面临进入行业紧缩期的可能。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（6）未来发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年2月，国务院出台的《关于创新政府配置资源方式的指导意见》中明确提到“支持各地区在房地产税、养老和医疗保障等方面探索创新”；未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、

¹ Wind行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015 年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

3. 旅游行业

中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过近四十年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具竞争优势的产业之一。近年来，随着国民经济健康快速的的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。2015 年，我国国内旅游突破 40 亿人次，旅游收入过 43.42 万亿元人民币，出境旅游 1.21.28 亿人次。2016 年，国内旅游人次达 44.4 亿人次，较上年同比增长 11.02%；入境旅游 1.38 亿人次，较上年同比增长 3.85%；出境旅游 1.22 亿 35 亿人次，较上年同比增长 4.35.7%；全年实现国内旅游总收入 4.693.94 万亿元，较上年同比增长 15.2%13.6%。我国旅游经济仍保持较快增长，目前中国国内旅游、出境旅游人次和国内旅游消费、境外旅游消费均列世界第一。2017 年 1~6 月，国内旅游人数 25.37 亿人次，较上年同期增长 13.5%；入境旅游人数 6950 万人次，较上年同期增长 2.4%；出境旅游人数 6,203 万人次，较上年同期增长 5.1%。

2016 年国家旅游局正式启动“全域旅游示范区”创建工作，截至 2016 年底，共分两批确定全国 500 个全域旅游示范区创建单位。在全域旅游的推动下我国旅游业继续保持较快增长，大众旅游和自助时代的市场基础也更加厚实。2016 年全年国内旅游 44.4 亿人次，其中自由行旅游人次占比超过 90%，自由行趋势更加明显。

在国家加快转变经济发展方式，着力“调结构、扩内需、促消费”的大背景下，旅游业作为服务业中的龙头带动产业，将面临新一轮的发展机遇。中央经济工作会议多次突出强调扩大内需的重要性，把旅游消费纳入扩大内需的重要领域，将加大旅游业发展的政策优势。中央和各地、各部门支持旅游业发展的力度将进一步加大，旅游业发展的政策环境将持续向好。我国铁路、公路、民航、水运等基础设施不断增加和完善，宾馆饭店、景区景点等旅游接待设施建设加快，旅游投资持续升

温，旅游供给不断增加，将拉动旅游消费快速增长。同时，随着我国城市化发展进程加快和社会保障体系不断完善，中等收入人群规模不断扩大，旅游大众化和自由行发展趋势更为明显，旅游已成为人们最重要的休闲方式之一，老年人、青少年、学生、农民等旅游消费人群快速扩大。

总体看，经济增速放缓以及各地旅游市场的不规范对我国旅游行业发展带来了一定的挑战，但是，我国旅游业发展良好的基本面没有改变，我国旅游业仍处于黄金发展期，旅游需求较快增长的基本趋势不会改变。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是青岛市最大的国有综合性投资公司之一，承担了青岛市隧道交通等基础产业投资建设，公司的隧道交通业务在青岛市占有垄断地位。公司是青岛市体育文化、酒店旅游领域最大的投资运营主体，所运营的青岛体育中心、青岛大剧院、青岛国际会展中心、海天大酒店、东方饭店、海天体育中心酒店、海天大剧院酒店、如家会展中心酒店、青岛海天国际旅行社等在青岛市占有重要地位。公司在投资项目选择、资金筹措等方面得到了青岛市政府的支持，拥有大量的财务、法律、金融、企业管理、工程技术等多学科专业人才和复合型人才，在项目建设、管理、运作过程中积累了较为丰富的经验。

公司房地产开发经营业务主要涉及商品房开发及配套廉租房建设等二级开发业务和土地一级开发业务方面。根据公司发展战略规划，公司于 2010 年成立一级子公司青岛国信置业有限责任公司，以整合优化公司房地产企业资源，促进置业发展板块内各企业的协同发展。目前，公司房地产开发经营业务主要通过青岛国信置业有限公司、青岛国信海天中心建设有限公司等项目公司开展。截至 2016 年底，公司已完工的房地产项目为国信紫云台项目、康庭嘉苑和蓝谷北平社区旧村改造项目等，在建的大型项目为海天中心项目、开发区紫玉台和开发区人才公寓等。公司在项目的建设过程中，积累了丰富的项目经验，有利于公司房地产业务的发展。

公司是青岛市最大的金融领域投资主体，资产质量优良，具备较强的融资能力，与山东省及青岛市多家大型金融机构建立了长期稳定的合作关系。公司所投资的青岛银行股份有限公司、泰信基金管理有限公司、青岛农村商业银行股份有限公司、陆家嘴国际信托有限公司等金融企业，经营业绩良好。2013 年公司成立青岛国信金融控股有限公司（以下简称“国信金控”），建立公司及相关金融资源整合运作平台、青岛市地方金融及金融服务业务拓展平台以及国内外金融机构与青岛本土企业的对接平台，构建“融投融资保”一体化综合金融服务体系，具有较强区域影响力。

整体看，公司作为青岛市最大的国有综合性投资公司之一，具有一定的区域垄断优势，综合实力较强。

2. 人员素质

公司通过多年的经营，在金融与投资、隧道建设与运营、酒店会展及旅游、文化体育运营、房地产领域拥有丰富的经验，拥有一批管理经验丰富的管理人员。

公司董事长王建辉先生，1963 年生，硕士研究生学历，工商管理硕士，历任青岛市财政局预算处副主任科员，主任科员，税政处副处长；青岛市国有资产管理局产权法规处负责人，青岛市国有资产管理局评估管理处处长，青岛市国有资产管理办公室评估管理处处长，青岛市国有资产管理办公室副主任，青岛市国资委副主任，公司总经理；现任公司董事长、党委副书记。

公司董事、总经理、党委副书记徐国君先生，1962年生，研究生学历，经济学博士学位，历任北京林业管理干部学院助教；青岛大学系副主任、助教、讲师、副教授、教授；中国海洋大学系主任、副院长、院长、校长助理、副总会计师兼财务处长，公司总会计师、副总经理；现任公司董事、总经理、党委副书记。

截至2017年6月底，公司共有员工1,660人。从员工文化素质来看，硕士及以上占18.61%，本科占39.88%，大专占19.94%，大专及以下占21.57%；从员工年龄构成来看，30岁以下占31.63%，30至50岁占56.57%，50岁以上占11.81%。

总体来看，公司员工学历较高，高层管理人员具有丰富从业经验，整体素质较高。

3. 外部环境

(1) 区位优势

公司所在的青岛市地处山东半岛东南部沿海，胶东半岛东部，东、南濒临黄海，与朝鲜半岛隔海相望。青岛市是中国东部沿海重要的港口城市，是沿黄流域和环太平洋西岸重要的国际贸易口岸和海上运输枢纽，青岛流亭国际机场、青岛港和四通八达的高速公路，构成了青岛市海陆空立体化的交通格局。

青岛市作为东部沿海重要的经济中心城市，区位优势明显，拥有“港口、海洋、旅游”三大特色经济。山东省半岛蓝色经济区建设及青岛市“环湾保护，拥湾发展”战略的实施，为公司的发展提供了良好的外部空间和难得的发展机遇。

旅游资源方面，青岛是国家历史文化名城、重点历史风貌保护城市、首批中国优秀旅游城市。国家重点文物保护单位34处。国家级风景名胜区有崂山风景名胜区、青岛海滨风景区。山东省近300处优秀历史建筑中，青岛占131处。青岛历史风貌保护区内有重点名人故居85处，已列入保护目录26处。国家级自然保护区1处：即墨马山石林。青岛市共有A级旅游景区66家。其中，5A级旅游景区1家，4A级旅游景区为18家，3A级旅游景区30家，2A级景区15家，1A级景区2家。

近年来青岛市经济保持稳定增长，2017年青岛市生产总值11,037.28亿元，按可比价格计算，增长7.5%。其中，第一产业增加值380.97亿元，增长3.2%；第二产业增加值4546.21亿元，增长6.8%；第三产业增加值6110.10亿元，增长8.4%。三次产业比例为3.4:41.2:55.4。人均GDP达到119,357元。

随着青岛市经济的发展，青岛市地区财政实力逐渐增强，2017年青岛市实现财政总收入3,222亿元，增长13.4%；一般公共预算收入1,157.1亿元，增长7.1%；一般公共预算支出1,403亿元，增长3.4%，财政自给率为82.47%。全年国税系统组织税收收入（含海关代征）1,692亿元，增长24.8%；其中，国内税收1,017亿元，增长19.3%。地税各项收入623.3亿元，同口径增长10.2%。

整体看，青岛市地理位置优越、旅游资源丰富，经济基础较好，财政实力强，未来发展潜力大。

(2) 青岛市商业地产运行情况

青岛办公楼市场供应连续三年高企，崂山商务区供应最为集中。2017年青岛办公楼市场共录得34万平方米新增供应，推高全市存量至407万平方米。崂山商务区成为供应最为集中的子市场，占全年新增供应的80%，使其整体规模和档次进一步提高。整体市场上持有型物业比例不断提高，2017年有超过60%的新增供应为单一产权的持有型物业，产权集中有利于物业在租户品质、资产增值等方面保持长期竞争优势。

租赁市场整层需求较为活跃，全年46%的租赁成交来自崂山商务区。2017年青岛办公市场净吸纳量约为34.2万平方米，其中77%的成交面积介于1,000-2,000平方米之间，整层租赁需求较为活跃，

主要集中于新落成项目较多的崂山商务区，占整体租赁市场吸纳量的 46%。过去十年，青岛办公市场规模迅速扩大，租赁市场年吸纳量从 2007 年的 10 万平方米扩大到 2017 年的 34 万平方米。市场需求也发生较大变化，曾经作为主要需求来源的贸易与物流企业逐渐被金融与专业服务企业所替代。全年 48% 的市场需求来自金融行业，而 27% 来自专业服务业。

总体看，2017 年，青岛市商业地产大量新增供应入市，库存较为严重，且需求主要来自于金融行业，受金融行业景气度影响较大。

（3）外部支持

公司作为青岛市政府出资成立的投资主体，在投资项目选择、资金筹措和政策等方面得到了青岛市政府的大力支持，其中包括胶州湾海底隧道、青岛大剧院、体育中心、红岛会展等多个项目。

根据青岛市财政局青财督办[2009]第 75 号，青岛大剧院项目总投资为 10.85 亿元，财政拨款 6.68 亿元，公司承担的部分（4.17 亿元），青岛市财政局已给予 5 年的贴息，待项目竣工决算后，市财政投入部分转增公司国有资本。青岛大剧院运营后公司每年将获得财政补贴。2014~2016 年公司的青岛大剧院收到政府补贴分别为 3,095.00 万元、2,955.00 万元和 2,795.00 万元；2017 年 1~6 月，公司的青岛大剧院收到政府补贴为 1,397.50 万元。

根据青财督办[2011]第 221 号，青岛体育中心项目总投资概算 18.85 亿元，由市财政投入一半，公司自筹一半，且青岛市财政局已给予公司 5 年的财政贴息。体育中心每年由财政补贴 3,000.00 万元，2014~2016 年，公司收到财政补贴均为 3,000.00 万元；2017 年 1~6 月，公司收到的财政补贴为 1,500.00 亿元。

根据青岛市财政局《关于胶州湾隧道和胶州湾大桥降低通行费标准财政补贴方案的汇报》及青岛市财政局、青岛市物价局《关于印发〈胶州湾隧道通行费标准降低财政补贴方案〉的通知》，胶州湾隧道因降低通行费减少的收入按照政府购买劳务的原则由财政给予补贴，维持海底隧道项目日常营运。针对免通行费的隧道公交，根据青岛市人民政府《关于胶州湾隧道车辆通行费有关问题专题会议纪要》，对已开通及日后增加的隧道公交的通行费按照政府购买劳务的原则给予补助。2014~2016 年，公司公交补贴、降价补贴及重大节假日补贴收入分别为 16,073.00 万元、30,559.49 万元和 44,584.47 万元；2017 年 1~6 月，相应的补贴金额为 24,311.45 万元。

2014 年，根据青岛市财政局下发青财综（2014）36 号文《青岛市财政局关于青岛市国信发展（集团）有限责任公司地铁资产划转对价注入资产有关问题的通知》，将 40.16 亿元拨付公司，用于解决地铁资产划转需对价注入资产问题，该笔资金于当年拨付到位；公司体育场一期财政资金注资增加资本公积 6,928.50 万元。

2015 年，根据青岛市国资委“青岛资预算[2015]4 号”文件，公司将收到的国有资本收益返还 4,800.00 万元结转资本公积；根据青岛市财政局“青财建指[2015]280 号”《青岛市财政局委托青岛市财政资产管理中心对青岛国信发展（集团）有限责任公司增资的通知》、青岛市财政资产管理中心“青财资管[2015]12 号”《关于支付青岛国信发展（集团）有限责任公司资本金的通知》文件，收到青岛市财政局的国有资本金 5,932.00 万元；公司下属子公司胶州湾交通公司根据青岛市第十五届常务会议纪要第 66 次文件，拨付的隧道接线工程财政拨款 679.41 万元。

2016 年，根据青岛市国资委“青国资预算[2016]22 号”文件，公司将收到国有资本收益返还 7,500.00 万元结转资本公积；根据青岛市财政局“青财综指[2016]33 号”《青岛市财政局关于下达崂山区会展中心北侧地块土地出让金支出预算的通知》、青岛市财政局“青财督办[2016]192 号”《关于会展中心北侧地块以及 7 号馆土地出让金扣除相关费用和收储补偿后安排等额资金注入国信集团办理意见的请示》文件，公司将收到青岛市财政局的国有资本金 66,857.70 万元结转资本公积。

2016 年，根据青高新财指[2016]45 号和青高新财指[82]号，青岛高新技术产业开发区管理委员会向中国红岛国际会展中心项目基础设施建设补助资金合计为 34,713.00 万元，计入“递延收益”科目。

总体看，公司区位优势明显，受到外部支持力度较大，发展环境良好。

五、管理体制

1. 治理结构

公司是经青岛市人民政府批准设立的国有独资有限责任公司，实际控制人为青岛市国资委。公司按照《公司法》等有关法律、法规的要求，建立较为完整的内部治理结构。

公司不设股东会，出资人依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。公司设董事会，董事会由 6 名董事组成，董事每届任期三年，任期届满，按有关规定和程序可以连任。董事会会议每季度至少召开一次。公司董事会设董事长 1 人，经出资人同意，董事可以兼任高级管理人员。公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中，职工代表监事 1 人。公司监事会设主席 1 人，监事会每六个月至少召开一次会议。监事中的股东代表由市政府国资委委派和更换，监事中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举和更换，任期三年。公司设总经理 1 名，依照有关规定聘任或解聘。总经理每届任期应同董事会一致，任期届满，按有关规定和程序连聘可以连任。公司总经理负责公司日常经营管理，并对董事会负责。

总体看，公司董事会、监事会及管理层授权明晰、运作有效，确保了公司经营活动的正常开展。

2. 管理体制

公司根据实际情况设立了九个部门、三个中心，分别是：综合管理部、党群工作部、人力资源部、战略管理部、经营管理部、财务资金部、安全管理部、法务审计部、纪检监察部，工程管理中心、教育培训中心、信息运营中心等职能管理部门，各部门职能清晰，权责分明。

资金管理方面，公司制定了《青岛国信发展（集团）有限责任公司资金集中管理办法》。公司资金实行集中管控，下属单位的所有资金集中于总部在指定银行开立的资金结算中心总账户，由集团总部进行统一管理和调控。公司下属各单位根据建设和经营的需求预测，按年度编制全面预算时做好资金预算，每月根据资金预算和当月资金需求按时提报月度资金计划，经各单位内部审批和集团审核后严格执行。公司实行“收支两条线”的资金流动路径，下属各单位收入的资金，集中存入专设的收入账户，资金支出通过专设的支出账户，收入账户仅用于资金收入，支出账户仅用于资金支出，不得混用。公司所有的融资均由总部财务管理部门根据经集团领导批复的各单位全面预算和《年度融资方案》进行全面规划，按照先内部、后外部的顺序安排融资。

对外投资管理方面，子公司按程序论证、决策后，公司领导班子扩大会议是审议机构，董事会是一般事项投资的决策机构，市政府国资委或市政府常务会议是重大事项的决策机构。公司设立项目投资联合评估小组（以下简称“联合评估小组”），对项目投资的立项和可行性进行联合评估，向项目审批机构提出评估意见。联合评估小组由公司分管规划发展部的领导和人力资源部、财务审计部、规划发展部、经营管理部的部门负责人共同组成，并可根据项目需要聘请外部专家参与评估。项目审批工作的管理部门为规划发展部。

对外担保方面，公司制定了《青岛国信发展（集团）有限责任公司担保管理办法》。除公司内部担保外，原则上不提供对外担保，因特殊情况确需对外担保的，不得为公司外高风险的投资项目（包

括任何形式的委托理财，投资股票、期货、期权等）进行担保。原则上除为本公司提供担保或反担保外，公司累计担保总额不得超过其总资产，为同一被担保人提供的累计担保总额不得超过其总资产的 40%，单项担保额不得超过其总资产的 20%。市政府或市政府国资委决策的特定对外担保事项，由市政府或市政府国资委提供决策依据或担保责任承担的书面证明。

总体看，公司各部门职能清晰，权责分明，内部管理制度较完善，实际运行情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务主要由非金融板块和金融板块组成，其中，非金融板块主要包括酒店旅游与文体会展、城市交通、房地产开发等业务板块，金融板块主要包括证券处置和直接投资业务。2014~2016 年，公司营业收入规模波动下降，近三年分别为 27.21 亿元、16.26 亿元和 23.49 亿元，公司营业收入的波动主要系公司房地产板块未实现滚动开发，收入波动较大所致。2016 年，公司实现净利润 6.59 亿元，较上年增长 20.80%，主要系公司交通板块获得的补贴收入增加带动营业外收入增长所致。

表 5 2014~2016 年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
金融业务	93,550.68	34.37	37.00	104,665.45	64.37	44.65	103,753.64	44.18	13.08
酒店旅游与文体会展业务	30,785.21	11.31	-7.70	32,845.52	20.20	-20.66	33,526.81	14.28	-23.10
房地产开发经营业务	125,293.26	46.04	21.16	5,986.26	3.68	20.09	74,507.83	31.72	14.25
交通业/运输业	19,291.29	7.09	28.33	16,714.98	10.28	-0.95	18,057.99	7.69	-7.61
其他	3,221.17	1.18	16.79	2,397.77	1.47	-11.00	5,012.83	2.13	34.99
合计	272,149.55	100.00	23.80	162,609.99	100.00	25.05	234,859.10	100.00	7.17

资料来源：公司审计报告

注：1、金融业务收入=证券处置收入+利息收入（小额贷款）+担保业务收入（净额）+手续费及佣金收入。2、酒店旅游与文体会展业务收入=会展及相关收入+宾馆酒店收入+旅行社收入+浴场摊位租赁业务收入+浴场更衣室租赁收入+剧场收入+体育业务收入+其他业务部分租赁收入。3、房地产开发经营收入=商品房销售收入+土地一级开发收入。4、交通板块只包括按实际车流量收取的通行费，未将政府补贴包含在内，如包含政府补贴则交通板块近三年实际收入规模为 3.54 亿元、4.73 亿元和 6.26 亿元。5、其他业务收入为设计费收入、手续费收入等。

从收入构成看，公司的营业收入主要来源于金融业务、酒店旅游与文体会展业务、房地产开发经营业务和交通业。除房地产开发经营业务收入波动较大之外，其它板块营业收入相对较为稳定。其中，金融业务为公司最主要的收入来源，近三年实现营业收入分别为 9.36 亿元、10.47 亿元和 10.38 亿元，在营业收入中占比均在 30%以上；交通业收入主要来源于胶州湾海底隧道的通行费收入，近三年分别为 1.93 亿元、1.67 亿元和 1.81 亿元，在公司营业收入中占比保持在 7%以上；酒店旅游与文体会展业务作为公司重点发展的业务，近三年实现营业收入分别为 3.08 亿元、3.28 亿元和 3.35 亿元，在营业收入中占比保持在 10%~20%之间；房地产开发经营业务收入波动较大，近三年分别为 12.53 亿元、0.60 亿元和 7.45 亿元，收入波动较大主要系房地产板块未实现滚动开发导致每年收入的确量波动较大所致。

从毛利率水平看，随着公司 IPO、配售等原始股处置减少，同时证券市场投资受市场行情的影响，盈利能力下降，2016 年，公司金融业务毛利率较上年大幅下降，为 13.08%。酒店旅游与文体会展

展业务中部分酒店改扩建和体育会展业务的重资产与公益性，导致该板块一直处于亏损状态，近三年毛利率分别为-7.70%、-20.66%和-23.10%。公司运营的胶州湾海底隧道按照工作量法计提折旧²，近三年，胶州湾海底隧道车流量不断上升，导致计入营业成本的折旧额不断增加，毛利率不断下降，近三年交通业毛利率分别为 28.33%、-0.95%和-7.61%。公司房地产开发经营业务毛利率随项目的不同差异较大，近三年房地产开发经营业务毛利率分别为 21.16%、20.09%和 14.25%，2016 年毛利率较低主要系当年房地产收入主要来自于回迁安置房回购，回购价格较市场价格低所致。受上述因素影响，近三年公司经营业务综合毛利率分别为 23.80%、25.05%和 7.17%。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 7.51 亿元，较上年同期增加 3.11 亿元，主要系证券处置业务收入、房地产开发经营业务收入以及交通业收入增加所致。同期，公司综合毛利率为-1.57%，上年同期为-7.55%，毛利率状况有所好转，但仍有待改善。

整体看，公司经营业务较为多元化，除房地产板块外，公司其他板块经营业务收入相对较为稳定；受市场行情的影响，公司金融业务毛利率波动大幅下降，导致公司综合毛利率波动下降幅度较大。

2. 业务运营

(1) 金融投资板块

公司金融投资板块包括证券处置和直接投资业务。

证券处置业务

公司的证券处置业务主要是根据资本市场走势和公司发展要求，适时处置证券和基金资产。2010 年之前，公司作为投资公司，通过新股认购、参与配股等方式（不进行二级市场投资）持有了较多的证券资产。2014 年，国内资本市场行情较好，公司进行了证券资产处置，该部分业务收入有较大增长。2014~2016 年，公司证券处置业务收入分别为 8.82 亿元、9.98 亿元和 9.54 亿元；2017 年 1~6 月，公司证券处置业务收入为 3.99 亿元，较上年同期增加 2.83 亿元，主要系公司根据市场行情进行二级市场证券处置所致。

表6 2014~2017年6月公司证券处置业务收入及净利润情况（单位：万元）

投资交易	2014年		2015年		2016年		2017年1~6月	
	收入	净利	收入	净利	收入	净利	收入	净利
IPO、配售等原始股转让	79,503	26,078	63,888	29,717	15	10	12	7
二级市场股票投资	8,688	3,653	26,025	13,191	87,776	7,282	23,745	485
基金投资	--	--	9,865	1,068	7,560	664	16,140	584
合计	88,191	29,731	99,778	43,976	95,350	7,956	39,898	1,076

资料来源：公司提供

注：证券处置收入=金融业务收入-利息收入（小额贷款）-担保业务收入-手续费及佣金收入

2014~2015 年，公司持有的证券大部分为蓝筹股，认购时间较早，且主要通过认筹新股、配股等方式获取，因此，公司上述证券资产出现大幅亏损的机率相对较小。2016 年，公司证券处置业务收入主要来源于二级市场股票投资，此部分投资受市场行情的影响较大，投资风险较大。但公司设置了专业的管理部门和人员，可根据资本市场变化，适时调整处置计划。

整体看，随着公司 IPO、配售等原始股处置减少，二级市场证券投资受市场行情的影响较大，未来该板块盈利能力存在不确定性。

² 公司隧道工程工作量法计提折旧具体方法：以隧道工程预计使用年限内的预测总标准车流量、隧道工程的原值或账面价值为基础，计算每标准车流量应计提的折旧额，然后根据各会计期间实际标准车流量计提折旧。

直接投资业务

公司直接投资业务发展迅速，目前已经逐步参股了银行、基金、信托等多家金融机构，由于参股企业经营业绩良好，公司投资收益逐年增长。公司近三年权益法核算下确认的投资收益分别为 5.72 亿元、8.87 亿元和 11.98 亿元。

表 7 公司 2014~2016 年股权投资分红收入（单位：万元）

年份	参股公司	分红收益
2014 年	华电青岛发电有限公司	193.00
	青岛银行股份有限公司	3,503.20
	泰信基金管理有限公司	50.00
	陆家嘴国际信托有限公司	6,325.17
	青岛农村商业银行股份有限公司	5,000.00
	合计	15,071.37
2015 年	华电青岛发电有限公司	23,339.15
	青岛银行股份有限公司	13,326.97
	泰信基金管理有限公司	250.00
	陆家嘴国际信托有限公司	7,749.34
	青岛农村商业银行股份有限公司	5,000.00
	合计	49,665.46
2016 年	青岛城市传媒股份有限公司	67.97
	华电青岛发电有限公司	42,186.11
	青岛银行股份有限公司	10,071.12
	合计	52,325.02
2017 年 1~6 月	陆家嘴国际信托有限公司	25,171.16
	华电青岛发电有限公司	1,358.47
	中石化青岛炼油厂	2,042.34
	大唐黄岛发电有限责任公司	6,200
	青岛银行股份有限公司	12,029.56
	合计	46,801.53

资料来源：公司提供

2015~2016 年，公司股权投资分红主要来自于华电青岛发电有限公司（以下简称“华电青岛”）。华电青岛成立于 1980 年 11 月 25 日，业务主要为火力发电，公司对其持股比例为 45%。2016 年，华电青岛实现收入 24.52 亿元，较上年减少 12.35%；实现利润总额 5.06 亿元，较上年减少 47.72%；实现发电量 61.44 亿千瓦时，较上年减少 1.12%；售电单价 351.77 元/千千瓦时，较上年减少 13.39%。截至 2016 年底，华电青岛总资产 26.19 亿元，较年初减少 9.53%；所有者权益 10.68 亿元，较年初减少 33.7%，股东权益减少主要系向股东分红所致。整体看，华电青岛盈利能力虽有所下滑，但是仍处于较好水平，能为公司带来持续可观的投资收益。2017 年 1~6 月，公司股权投资分红为 4.68 亿元。

公司逐渐加大股权投资力度，2011 年，公司在已有青岛银行股份有限公司、泰信基金管理有限公司等金融机构股权基础上，进一步扩大金融服务板块。2011 年，公司作为发起人参与筹建了青岛农村商业银行股份有限公司，持有其 10.00% 的股权，为第一大股东；作为青岛银行股份有限公司的股东之一，参与了青岛银行股份有限公司 2011 年的增资，增资完成后持股比例为 17.13%，为第二大股东，2016 年，公司因青岛银行股份有限公司上市划转部分股权至社保基金导致持股比例下降至 12.41%，为其第三大股东，2017 年 1~6 月，公司增持青岛银行股份有限公司股份至 14.78%；参股陆家嘴国际信托有限公司，持股比例为 28.39%，为第二大股东。

表 8 截至 2017 年 6 月底公司主要控股/参股金融机构情况表

参股金融机构	股份比例	控制/影响	入股时间
青岛农村商业银行股份有限公司	10.00%	并列第一大股东，本公司董事出任董事长，另有一个董事席位	发起人，2011 年
青岛银行股份有限公司	14.78%	有 1 个董事席位，占 6.67%	发起人，2005 年 12 月
陆家嘴国际信托有限公司	28.39%	有 1 个董事席位，占 14.29%	收购，2011 年 9 月
泰信基金管理有限公司	25.00%	有 1 个董事席位，占 14.29%	发起人，2003 年
中路财产保险股份有限公司	35.00%	有 2 个董事席位（其中 1 人任董事长），占 28.57%	发起人，2014 年
青岛国信招商创业投资基金合伙企业（有限合伙）	31.90%	合伙人，占 1/9	发起人，2015 年 5 月

资料来源：公司提供

① 青岛农村商业银行股份有限公司

青岛农村商业银行股份有限公司（以下简称“青岛农商行”）是经国务院同意、中国银监会批准，在青岛市农村信用社（农村合作银行）的基础上，以新设合并方式组建而成的股份制商业银行。2011 年，公司作为发起人参与青岛农商行的新设合并重组事项，2012 年 6 月，青岛农商行正式成立。截至目前，公司持有青岛农商行 10% 的股权，与青岛国际机场集团有限公司并列成为青岛农商行的第一大股东。

根据青岛农商行 2016 年度报告，截至 2016 年末，青岛农商行各项存款余额 1,510 亿元，较年初增加 216 亿元，各项贷款余额达到 1,011 亿元，较年初增加 63 亿元，增量和增速持续保持在青岛 43 家中资银行机构前列；国际业务结算量、代客结售汇分别达到 92.1 亿美元和 29.04 亿美元；实现营业收入 57.42 亿元，净利润 19.39 亿元；上缴各类税收 12.2 亿元，上缴税收连续四年位居全市各金融机构第 1 位。同时，荣获中国银行业协会授予的互联网小微云支付系统 2015 年服务小微五十佳金融产品荣誉；荣获青岛市金融办授予的金融创新奖二等奖。截至 2016 年末，青岛农商行五级分类不良贷款率为 2.01%。截至 2016 年末，青岛农商行拥有营业网点 361 家，其中青岛辖内 359 个，济南 1 个，烟台 1 个，网点遍布城乡，网点数列青岛地区银行同业首位。

根据公司 2016 年度审计报告附注，截至 2016 年末，该公司资产总额 20,754,327.89 万元，负债总额 19,179,481.06 万元，净资产 1,574,846.83 万元；2016 年度，该公司累计实现业务收入 574,191.00 万元，净利润 190,376.57 万元

② 青岛银行股份有限公司

青岛银行股份有限公司（以下简称“青岛银行”）成立于 1996 年 11 月，是我国首批设立的城市商业银行之一，也是青岛唯一两家总行级法人银行之一。2005 年 12 月，公司通过发起方式取得青岛银行股权，2011 年，公司作为青岛银行的股东之一，参与了青岛银行的增资，增资完成后持股比例为 17.13%，为第二大股东。2016 年，公司因青岛银行股份有限公司上市划转部分股份至社保基金导致持股比例下降至 12.41%，截至 2017 年 6 月末，公司持有青岛银行 14.87% 股份，为第三大股东。截至 2016 年底，公司青岛银行资产总额为 2,779.88 亿元，同比增长 48.47%；存款总额为 1,416.05 亿元，同比增长 22.79%；贷款总额为 871.68 亿元，增幅 19.91%；全年实现净利润为 20.89 亿元，同比增长 15.15%。

③ 陆家嘴国际信托有限公司

陆家嘴国际信托有限公司（以下简称“陆家嘴信托”）是上海陆家嘴金融发展有限公司控股的信托机构，2012 年 2 月经中国银监会批准重新登记，注册资本为 30 亿元。陆家嘴信托前身为青岛海

协信托投资有限公司，2011 年，陆家嘴信托经过重组，重新成立并更为现名，其中，国信集团及其全资子公司共出资 8.52 亿元，持股比例达 28.39%。陆家嘴信托以金融控股投资、基金投资、资产管理为重点，从事企业购并、金融及相关产业的投资与管理业务。根据公司审计报告，截至 2016 年底，陆家嘴信托资产规模 56.79 亿元，净资产规模 42.33 亿元；全年实现营业收入 13.19 亿元，净利润 5.24 亿元。

④ 泰信基金管理有限公司

泰信基金管理有限公司（以下简称“泰信基金”）由公司等多家国有投资类企业发起，公司的初始投资为 2,500 万元，2008 年与其他股东同步增资至 5,000 万元，持股比例 25%。根据泰信基金官方网站披露，自 2003 年 5 月成立至今，泰信基金已经拥有泰信天天收益货币、泰信先行策略混合、泰信双息双利债券、泰信优质生活混合、泰信优势增长混合、泰信蓝筹精选混合等 19 只基金，形成了较完善的基金产品线。根据泰信基金未经审计的年度报告披露，截至 2016 年底，泰信基金资产规模 3.80 亿元，净资产规模为 3.32 亿元；全年实现营业收入 1.23 亿元，净利润-0.63 亿元。

⑤ 中路财产保险股份有限公司

中路财产保险股份有限公司（以下简称“中路财险”）于 2015 年 4 月 3 日由公司等 8 家公司发起设立，注册资本 100,000 万元。其中，公司出资 2 亿元、持股比例 20%，公司子公司国信金控出资 1.5 亿元、持股比例 15%。公司及所属国信金控合计持有中路财险股权比例达 35%。中路财险是青岛市首家全牌照法人财产保险公司，业务经营范围涵盖非寿险业务的各个领域，包括：机动车保险，企业/家庭财产保险及工程保险（特殊风险保险除外），责任保险，船舶/货运保险，短期健康/意外伤害保险及上述业务的再保险业务等。根据公司审计报告，截至 2016 年底，中路财险资产规模为 11.36 亿元，净资产规模为 9.54 亿元；全年实现营业收入为 0.80 亿元，净利润-0.17 亿元。

⑥ 青岛国信招商创业投资基金合伙企业（有限合伙）

青岛国信招商创业投资基金合伙企业（有限合伙）成立于 2015 年，实缴出资 32,350 万元，公司持股比例为 31.90%，合伙人包括青岛国信资本投资有限公司、安信乾盛财富管理（深圳）有限公司、招商局资本控股有限责任公司、青岛国信招商创业投资管理有限公司（有限合伙）。经营范围是创业投资业务、代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务、创业投资咨询业务、为创业企业提供创业管理服务业务、参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构。根据公司审计报告，截至 2016 年底，资产总额 3.30 亿元，净资产规模为 3.22 亿元；全年未实现收入，净利润为 0.04 亿元。

总体看，公司对外直接投资规模较大，且主要为对金融机构投资，公司所投资的金融机构整体经营情况较好，参股的华电青岛盈利能力较强，公司获取的投资收益逐年增长。

其他金融业务

公司小额贷款业务主要通过全资子公司青岛国信创业小额贷款有限公司（以下简称“国信小贷”）经营。国信小贷是根据青岛市政府国资委《关于国信集团组建青岛国信创业小额贷款有限公司的批复》（青国资规[2013]43 号）、山东省金融工作办公室《关于同意青岛国信创业小额贷款有限公司设立方案的批复》（鲁金办字[2014]54 号）于 2014 年 3 月 6 日设立。截至目前，国信小贷注册资本 30,000 万元，其中公司以货币出资 15,300 万元，持股 51%，公司全资子公司国信金控以货币出资 14,700 万元，持股 49%。国信小贷经营范围：在青岛市崂山区区域内办理各项小额贷款；开展小企业发展、管理、财务咨询业务。2016 年公司小贷业务实现利息收入 1,262.76 万元，其中公司小贷业务收入为 544.66 万元，个人小额贷款业务收入为 691.45 万元。2016 年公司小贷业务实现利息净收入 1,262.76

万元。2017 年 1~6 月，公司小贷业务实现利息收入 184.07 万元，其中公司小贷业务收入为 0 万元，个人小额贷款业务收入为 184.07 万元；2017 年 1~6 月，公司小贷业务实现利息净收入 184.07 万元。

公司担保业务主要通过其全资子公司青岛国信融资担保有限公司（以下简称“国信担保”）经营。国信担保是根据青岛市政府国资委《关于国信集团出资设立青岛国信担保有限公司的批复》于 2013 年 12 月 4 日设立。截至 2016 年底，国信担保注册资本 60,000 万元，其中公司直接出资 1,200 万元、占 2%，公司全资子公司国信金控出资 58,800 万元、占 98%。国信担保经营范围：贷款担保，票据承兑担保，贸易融资担保，项目融资担保，信用证担保；诉讼保全担保，投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务；按照监管规定，以自有资金进行投资。2016 年，公司实现担保业务收入 293.81 万元，净保费收入为 223.90 万元。2017 年 1~6 月，公司实现担保业务收入 121.09 万元，净保费收入为 249.90 万元。

公司主要通过全资子公司青岛国信发展资产管理有限公司（以下简称“国信资管”）从事资产管理业务。国信资管是根据青岛市政府国资委《关于国信集团出资设立青岛国信发展资产管理有限公司的批复》于 2013 年 8 月 29 日设立。截至 2016 年底，国信资管注册资本 10,000 万元，其中公司子公司国信金控出资 9,800 万元，占 98%，由公司出资 200 万元，占 2%。国信资管经营范围：资产管理、投融资服务、财务管理策划咨询、商务信息咨询、企业管理咨询、投资及投资管理、债权资产投资及重组、经政府及有关监管机构批准的其他资产投资与运营。2016 年，公司实现资产管理业务手续费及佣金收入 1,102.89 万元；2017 年 1~6 月，公司实现资产管理业务手续费及佣金收入 156.32 万元。

整体看，公司直接投资业务发展迅速，参股企业经营良好，参股范围逐渐扩大；公司布局担保和小贷等其他金融业务，有望成为公司未来的盈利增长点。

（2）房地产开发与经营板块

房地产二级开发业务

公司房地产开发经营板块主要涉及商品房开发及配套廉租房建设等二级开发业务和土地一级开发业务方面。公司根据发展战略规划要求，于 2010 年成立一级子公司青岛国信置业有限责任公司，以整合优化公司房地产企业资源，促进置业发展板块内各企业的协同发展。目前，公司房地产开发经营业务主要通过青岛国信置业有限公司、青岛国信海天中心建设有限公司等项目公司开展。2014 年~2016 年，公司房地产开发经营情况如下表所示。2014~2015 年，公司无新开工面积；2016 年，公司新开工面积为 7.86 万平方米。近三年，公司房地产竣工面积分别为 18.73 万平方米、0 万平方米和 18.34 万平方米；协议销售面积分别为 1.45 万平方米、0.16 万平方米和 22.46 万平方米；协议销售收入分别为 1.72 亿元、0.28 亿元和 9.96 亿元；结转收入面积分别为 10.04 万平方米、0.24 万平方米和 19.04 万平方米；结转销售收入分别为 12.03 亿元、0.26 亿元和 7.17 亿元。总体看，公司房地产业务未实现滚动开发，房地产二级开发业务收入波动较大；2017 年 1~6 月，公司新开工面积和竣工面积均为 0.00 万平方米，协议销售面积为 2.27 万元，结转收入面积为 1.00 万平方米，结转销售收入为 0.59 亿元。总体看，公司房地产业务未实现滚动开发，房地产二级开发业务收入变动较大。

表9 房地产开发经营情况（单位：万平方米、万元）

年份	新开工面积	竣工面积	协议销售面积	协议销售收入	结转收入面积	结转销售收入
2014 年	-	18.73	1.45	17,187.86	10.04	120,267.61
2015 年	-	--	0.16	2,828.03	0.24	2,617.24

2016 年	7.86	18.34	22.46	99,647.06	19.04	71,713.18
2017 年 1~6 月	0.00	0.00	2.27	19,800.89	1.00	5,870.35

资料来源：公司提供

注：2016 年协议销售收入主要为蓝谷北平社区旧村改造项目、紫玉台项目及紫云台和雍翠湾尾盘销售收入，但紫玉台项目本年未交房未达到收入确认条件。2016 年公司房地产销售收入确认 7.17 亿元，其中蓝谷北平社区旧村改造项目确认收入 6.53 亿元。

公司房地产开发主要集中在青岛市和周边地区，近三年一期公司及其子公司主要完工、在建、规划拟建的房地产项目有 12 个，基本情况如下：

表 10 截至 2017 年 6 月末房地产二级开发业务情况（单位：平方米）

序号	项目名称	位置	占地面积	建筑面积（或规划建筑面积）	功能类别	建设状态
1	国信紫云台项目（住宅商品房）	青岛市市北区伊春路 168 号	32,682.00	67,058.69	住宅商品房	已完工
	国信紫云台项目（公寓）	青岛市市北区伊春路 168 号		12,673.44	公寓	已完工
	国信紫云台项目（网点）	青岛市市北区伊春路 168 号		3,906.37	商服网点	已完工
	国信紫云台（公租房）	青岛市市北区伊春路 168 号		22,477.08	公租房	已完工
2	康庭嘉苑 1.1 期	即墨市文化路 16 号	40,186.53	42,899.83	住宅商品房	已完工
	康庭嘉苑 1.2 期·雍翠湾	即墨市文化路 16 号	48,312.31	78,843.40	住宅商品房	已完工
3	蓝谷北平社区旧村改造项目	青岛蓝色硅谷核心区山大一路以北、硅谷大道以西、莱青路以东	70,803.00	209,439.48	安置回迁房	已完工
4	海天中心项目	市南区香港西路 48 号	32,802.60	494,073.00	商服、住宅	在建
5	开发区紫玉台	黄岛区滨海大道东南侧	18,548.00	62,522.69	住宅商品房	在建
6	开发区人才公寓	黄岛区滨海大道东南侧	4,637.00	15,731.96	人才公寓 ³	在建
7	康庭嘉苑 1.3 期	即墨市文化路 16 号	20,017.16	暂无	住宅商品房	拟建
	裕桥二期	即墨市文化路 16 号	139,080.00	暂无	住宅商品房	拟建

资料来源：公司提供

国信·紫云台项目 2012 年 3 月开工建设，投资总额 13.47 亿元，建筑面积 106,115.58 平方米。截至目前，该项目已竣工验收。该项目 2012 年 9 月取得预售许可证并达到预售条件开始预售，共开发商品房 979 套，目前已售 750 套，已售均价为 14,678.00 元/平方米，项目销售良好。国信·紫云台公租房配建为保障房建设项目，公司注重与政府合作，通过政府代建、保障房配套等方式，有效分散商品房建设经营风险，扩大置业板块收入来源。

康庭嘉苑 1.1 期拿地时间早，土地成本较低，同时因为开盘时间较早，已于 2012 年基本完成销售，并收回投资成本实现盈利。康庭嘉苑 1.2 期·雍翠湾项目 2012 年 6 月开工建设，项目总投资 3.44 亿元，规划用地面积 48,312 平方米，总建筑面积 78,843.40 平米，可售面积 65,199.23 平米。截至目前，各项工程均已竣工。该项目 2012 年 12 月 2 日取得预售许可证并达到预售条件开始预售，共开发普通住宅商品房 640 套，商业网点 6 套，目前普通住宅已售 477 套，已售均价为 5,736 元/平米，已售商业网点 2 套，已售均价为 11,800.00 元/平米。

海天中心项目为原青岛海天大酒店改造项目，建设地点位于青岛市香港西路 48 号，项目基本情况见本节之“酒店旅游与文体会展板块”之海天大酒店部分。

蓝谷北平社区旧村改造项目为蓝色硅谷核心区规划地界内的安置房项目，项目建设地点位于青

³ 人才公寓是指按《青岛市人才公寓建设和使用管理规定》建设的限定建设标准、租金标准、销售价格，面向各类人才供应的住房，分为产权型和租赁型两大类。公司开发区人才公寓为租赁型，建成后由公司持有并对外出租。

岛蓝色硅谷核心区山大一路以北、硅谷大道以西、莱青路以东。项目占地总面积 70,803.00 平方米，拟新建村民安置住房、商业网点及配套设施，建筑物总面积约 209,439.48 平方米，项目总投资约 7.65 亿元，项目建设工期 30 个月。该项目主要用于北泊子村、北里村拆迁安置，全部由即墨鳌山卫街道办进行回购，目前该项目已完工。截至 2016 年底，项目已由即墨鳌山卫街道办全部回购。2016 年，该项目确认收入 6.53 亿元，实际到账 0.83 亿元，2017 年 1 月到账约 2.50 亿元，剩余的计划今年 7 月份到账。

开发区紫玉台项目为商品房开发项目，项目建设地点位于青岛市黄岛区滨海大道东南侧，项目占地总面积 18,548.00 平方米，拟新建村民安置住房、商业网点及配套设施，建筑物总面积约 62,522.69 平方米，项目总投资约 4.30 亿元，项目建设工期 24 个月，该项目于 2016 年 1 月 27 日取得《建设工程施工许可证》。

开发区人才公寓为根据《青岛市人才公寓建设和使用管理规定(试行)》建设的租赁型人才公寓，项目建设地点位于青岛市黄岛区滨海大道东南侧。项目占地总面积 4,637.00 平方米，拟新建 155 户公寓，建筑物总面积约 15,731.96 平方米，项目总投资 7,000.00 元，建设工期 24 个月。该项目于 2016 年 1 月 27 日取得《建设工程施工许可证》。

康庭嘉苑 1.3 期和裕桥二期项目为商品房开发项目，这两个项目的占地面积合计为 159,097.16 平方米，建设地点均位于青岛市即墨市文化路 16 号，这两个项目拟新建商品房、商业网点及配套设施，其中，康庭嘉苑 1.3 期项目总投资约 1.19 亿元，该项目已经立项，正在办理工程建设规划许可证，预计 2017 年 5 月开工建设；裕桥二期项目总投资约 10.00 亿元，目前该项目正在加速客户调查等前期工作及立项审批工作，预计 2018 年可开工建设。

截至 2017 年 6 月底，公司房地产二级开发业务土地储备情况如下表，土地全部位于青岛市及周边，地理位置较好，土地储备面积合计为 38.42 万平方米，按照公司目前的开发进度，土地可满足 2~3 年开发所需，公司土地储备量一般。

表 11 截至 2017 年 6 月底公司房地产二级开发业务土地储备情况（单位：平方米、年、万元）

项目名称	位置	土地面积	获取时间	获取价格	规划用途
康庭嘉苑 1.3 期	即墨市文化路 16 号	20,017.16	2003	2,156.70	住宅用地
裕桥二期	即墨市文化路 16 号	139,080.00	2008	8,253.21	住宅用地
东方世纪沙子口项目	青岛市崂山区沙子口董家埠村东、段家埠村西	68,173.20	2005	4,090.39	住宅用地
东方世纪沙子口项目	青岛市崂山区沙子口董家埠村东、段家埠村西	45,420.90	2005	2,725.25	住宅用地
东方世纪沙子口项目	青岛市崂山区沙子口董家埠村东、段家埠村西	104,834.70	2005	6,290.08	住宅用地
莱西置业用地	莱西市望城烟青一级路西、武汉路南	6,719.00	2011	752.00	商业用地
合计	--	384,244.96	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产二级开发业务未实现滚动开发，收入波动较大；公司储备土地地理位置较好，可满足未来 2~3 年开发所需，土地储备量一般。

土地一级开发业务

公司土地一级开发业务主要为子公司青岛国信蓝色硅谷发展有限责任公司（以下简称“蓝谷公司”）负责前期开发的青岛蓝色硅谷核心区指定地块的土地一级开发业务。

青岛蓝色硅谷是以海洋为主要特色的高科技研发及高技术产业集聚区域，该项目位于即墨市鳌

山卫镇、温泉镇陆域全部面积和海域部分面积，其中陆域面积约 218 平方公里，海域面积根据实际需要确定，并以区域内 16.21 平方公里范围作为启动区先行开发。

2012 年，公司根据框架协议开始进行一级土地开发，2013 年 11 月 13 日，蓝谷公司与青岛蓝色硅谷核心区管理委员会签署《土地一级开发协议书》，此协议为框架协议的补充协议，用来明确收入的计提，约定由蓝谷公司负责筹集土地一级开发资金，按照土地一级开发区域规划和管理委员会制定的土地一级开发年度开发计划和方案进行开发，2016 年以前按照实际开发投入资金的 8% 计提管理费，2016 年（含）以后按 4% 计提管理费，同时，针对蓝谷公司实际投入的资金，按实际占用期限，依照人民银行公布的同期贷款基准利率上浮 10% 计提利息。因此，公司土地一级开发业务收入和利润来源主要来自于上述管理费及利息收入。

截至 2016 年底，蓝谷公司土地一级开发投资金额共计为 12.43 亿元，在公司其他非流动资产科目体现，2016 年共确认收入 2,794.65 万元（其中管理费 207.80 万元，利息 2,586.85 万元）。截至 2017 年 6 月底，蓝谷公司土地一级开发投资金额合计为 12.50 亿元；2017 年 1~6 月蓝谷公司未确认土地一级开发收入。

表12 土地一级开发管理费用和利息费用测算明细表（单位：万元）

项目	投资金额	计提管理费	计提利息
土地一级开发	80,254.50	6,420.36	12,123.60
展馆项目	1,430.97	114.48	152.08
五条道路	38,946.55	2,920.20	386.09
南泊河	3,111.83	211.38	25.33
待摊投资	50.88	4.33	4.58
管理费用	462.97	37.04	101.03
合计	124,257.70	9,707.79	12,792.71
2014 年收入	5,025.66	1,080.83	3,944.83
2015 年收入	3,369.02	319.02	3,050.00
2016 年收入	2,794.65	207.80	2,586.85

资料来源：公司提供

总体看，公司土地一级开发业务收入主要为管理费和计提利息，规模相对较小，对公司整体收入贡献较小，房地产二级开发业务未实现滚动开发，收入波动较大。

（3）城市交通板块

公司城市交通板块主要为胶州湾海底隧道投资建设和管理运营。胶州湾海底隧道是连接青岛市主城区与黄岛区的重要通道，于 2011 年 6 月底正式竣工通车，是目前我国长度第一、世界第三的海底公路隧道。该项目建设地点位于胶州湾口，青岛端隧道口设在团岛路，黄岛端隧道口设在薛家岛，跨海连接大陆，是联结青岛和黄岛之间的第三条通道。隧道自瞿塘峡路以南 50 米起，向南至黄岛收费站端头止，全长约 7,800 米，其中隧道长 6,170 米，海底段约 3,950 米，隧道为左右线分离、双向双洞六车道设计。

胶州湾海底隧道项目总投资 32.98 亿元，由公司负责项目的建设、管理和运营，公司的经营期限为 25 年，其主要收入来源为收取的隧道通行费，通行费由子公司青岛国信胶州湾交通有限公司直接收取存入其在青岛银行开立的一般结算账户之中，并及时将相关款项划缴公司进行统一管理。

青岛胶州湾海底隧道设计最高车流量为日均 10 万辆。2014 年，车流量为 1,019 万辆，实现通行收入 19,291 万元，当年财政补贴⁴16,073.00 万元，实际收到补贴收入 11,953.00 万元；2015 年，车流量为 1,405 万辆，实现通行收入 16,714.98 万元，当年财政补贴 30,559.49 万元，当年实际收到的补

⁴ 总财政补贴=公交财政补贴+隧道通行费降价补贴+重大节假日免费补贴

贴为 21,813.00 万元；2016 年，车流量为 1,938 万辆，实现通行收入 18,057.99 万元，当年财政补贴 44,584.47 万元，实际收到补贴收入 62,424.87 万元；2017 年 1~6 月，车流量为 1,056.66 万辆，实现通行收入 9,405.64 万元，财政补贴 24,311.45 万元，实际收到补贴收入 43,745.45 万元。公司交通板块实际实现收入包括按车流量实际收入的通行费收入、公交同行补贴、降价补贴及重大节假日补贴，政府按照车流量对公司进行补贴，会计处理时政府补贴计入“营业外收入”，2014~2016 年，公司交通板块实际实现收入分别为 3.54 亿元、4.73 亿元和 6.26 亿元。公司计划进一步与政府洽谈补偿机制，并通过与周边旅游景点（金沙滩）做捆绑式宣传等方式，有望同时带动旅游业发展和隧道使用率。

公交财政补贴方面，根据青岛市第 77 次市长办公会会议纪要，2011 年 7 月 4 日新增加的 40 辆主城区至黄岛区的公交车和 2012 年 1 月 21 日开通的主城区至胶南市灵山卫公交枢纽站 60 辆公交车的隧道通行费，由青岛市财政补贴三分之二，剩余三分之一黄岛区补贴 40%、原胶南市补贴 60%。各财政局直接将资金拨入青岛国信胶州湾交通有限公司，每季度结算一次，该政策自 2012 年 1 月 21 日起实施。各财政局直接将资金拨入青岛国信胶州湾交通有限公司，每季度结算一次，该政策自 2012 年 1 月 21 日起实施。根据《关于印发〈胶州湾隧道通行费财政补贴办法〉的通知》（青财建〔2016〕78 号）文件，隧道公交通行费补贴按收费标准（100 元/车次）给予财政补贴，其中：市财政承担 25%，市南区财政承担 25%，黄岛区财政承担 50%。2014~2016 年公司实现公交财政补贴 3,410.00 万元、6,146.33 万元和 6,089.25 万元；2017 年 1~6 月，公司实现公交财政补贴 2,995.64 万元。

2014~2016 年，公司对胶州湾海底隧道通行费收费标准进行了 2 次收费调价。根据青岛市人民政府会议纪要（第 137 期）要求，胶州湾隧道一类客车（7 座及 7 座以下客车）通行费标准由 20 元/车次降为 15 元/车次；使用电子不停车收费车载装置（ETC），通行费按一类客车 15 元/车次的 80% 执行，即 12 元/车次；出租车载客通行隧道不适用 ETC 八折优惠，按照一类客车标准收取通行费，即 15 元/车次，出租车空驶通行隧道通行费标准保持 2012 年 11 月 1 日降费时的标准不变，仍为 10 元/车次；其他类型客车隧道通行费标准仍按原规定标准执行，自 2014 年 11 月 1 日起执行。根据《青岛市物价局青岛市财政局关于进一步调整胶州湾隧道车辆通行费收费方式的通知》（青价费〔2015〕27 号）规定，自 2015 年 8 月 1 日起，胶州湾隧道一类客车（7 座及 7 座以下客车）通行费标准由 15 元/车次调整为 10 元/车次；使用电子不停车收费车载装置（ETC），通行费为 8 元/车次；出租车通行隧道通行费标准按一类客车执行；其他车型通行费标准仍按原收费标准执行。隧道通行费降价补贴方面，对已开通的隧道公交的隧道通行费，自 2014 年 11 月 1 日起，由市和相关区财政按季度于次月 5 日前补贴至公司。财政补贴具体分担比例为：黄岛区财政承担 50%，市财政承担 25%，市南区财政承担 25%。根据《关于印发〈胶州湾隧道通行费财政补贴办法〉的通知》（青财建〔2016〕78 号）文件，对一类客车通行费降价后与原收费标准之间的差额给予财政补贴，其中：首次降价补贴（空驶出租车 5 元/车次，ETC14 元/车次，MTC10 元/车次）由市财政承担 25%，市南区财政承担 25.05%，黄岛区财政承担 49.95%；二次与三次降价补贴（ETC8 元/车次，MTC10 元/车次）均由黄岛区财政负担。2014~2016 年，公司降价补贴分别为 10,728.00 万元、22,111.12 万元和 35,549.02 万元；2017 年 1~6 月，公司降价补贴为 19,397.17 万元。重大节假日期间隧道免费通行补贴方面，根据《关于印发〈胶州湾隧道通行费财政补贴办法〉的通知》（青财建〔2016〕78 号）文件，对一类客车通行费免费后与原收费标准之间的差额（30 元/车次）给予财政补贴，其中：市财政承担 25%，市南区财政承担 25.05%，黄岛区财政承担 49.95%。2014 年~2016 年，重大节假日免费补贴分别为 1,935.00 万元、2,302.04 万元和 2,946.20 万元；2017 年 1~6 月，重大节假日免费补贴为 1,918.64 万元。

整体看，公司城市交通板块处于垄断地位，由于胶州湾隧道通行费降价和节假日免费带动客流量逐年提高，总收入（含各种补贴）规模不断增长，现金流稳步增长。

（4）酒店旅游与文体会展板块

公司酒店旅游与文体会展板块主要包括酒店、旅游、会展和体育等四个方面。

公司的酒店业务主要通过自营方式运营，运营主体主要包括海天大酒店、东方饭店、海天体育中心酒店、海天大剧院酒店、如家会展中心酒店以及东方之星等六个实体，营业收入和利润主要来自于六家酒店的客房和餐饮服务收入。公司酒店业务的旺季为每年的 7~9 月，各酒店平均入住率达到 80%~90%；淡季为每年的 12 月~次年 2 月，入住率一般为 20%~30%；其余时间较为平稳，入住率约为 40%~50%。2014~2016 年，公司酒店业务分别实现营业收入为 6,953.08 万元、8,597.30 万元和 7,778.62 万元；2017 年 1~6 月，公司酒店业务实现营业收入 4,366.86 万元。

2014 年 12 月，公司对原海天酒店进行改、扩建，重新开发的海天大酒店拟建一座含五星级酒店、豪华五星级酒店、多功能会议中心、商业、商务写字楼、酒店式公寓等大型城市综合体，青岛市的高端地标项目。该项目预计投资 137.56 亿元，土地规划用途为商服和城镇住宅，土地面积约 49.2 亩，容积率 10.34；总建筑面积 49.41 万平方米，地下建筑面积 15.13 万平方米，地上建筑面积 34.28 万平方米。截至 2017 年 6 月底，该项目已累计投资 67.36 亿元；2017~2019 年，该项目计划投资额分别为 7.82 亿元、24.20 亿元和 27.79 亿元，预计 2018 年 12 月主体封顶，2020 年竣工。

东方饭店位于青岛市南区，附近有众多旅游景点，位置优越。酒店现有土地面积 3,167.72 平方米、建筑面积 15,752.73 平方米，2014 年一季度，东方饭店已正式进入停业改扩建阶段。为扩大经营规模、提高其整体竞争力，公司计划将相邻的龙口路 20 号国有出让土地（面积 3,706.50 平方米）共同进行东方饭店改扩建项目，拟扩建面积 15,000 平方米，扩建完成总建筑面积约 30,000 平方米，扩建完成后将成为集商务、休闲、娱乐、住宿为一体的四星级文化主题酒店，客房数将达到 300 余间。东方饭店改扩建预算总投资为 4.14 亿元，截至 2017 年 6 月底，项目已投资 0.77 亿元，进展较为缓慢，主要系涉及周边居民的拆迁问题。

海天体育中心酒店坐落于浮山新区青岛体育中心东侧，占地面积 26,000 平方米。该酒店于 2011 年 6 月对外营业，拥有各类客房 197 间以及设施完备的大中小型会议室。海天大剧院酒店、如家会展中心酒店均位于石老人国家旅游度假区、青岛崂山区的中心地段，交通便利，但经营规模较小。

海天大剧院酒店位于石老人国家旅游度假区、青岛崂山区的中心地段，南距石老人海水浴场 100 米，毗邻青岛市国际会展中心、青岛国际啤酒城、青岛博物馆，距机场 25.9 公里，火车站 18 公里，市中心 10 公里，交通便利。海天大剧院酒店是一家集餐饮、住宿、娱乐和商务会议为一体的商务型精品酒店。酒店拥有各类客房 133 间，并设有中餐厅、西餐厅、宴会厅、大堂酒吧、健身房、棋牌室、各种布局的会议室、多功能厅等配套设施。

如家会展中心酒店位于青岛市石老人国家旅游度假区，青岛崂山区的中心地段。南邻青岛啤酒城、石老人海水浴场、青岛博物馆、青岛大剧院、丽达购物中心、乐天玛特购物中心，北邻青岛市检察院、崂山区政府、崂山区法院，海尔工业园，西邻青岛大学医学院附属医院、青岛颐中体育场，东邻青岛大学东校区、青岛科技大学、青岛二中、滨海大道、崂山风景区等，交通便利。如家会展中心酒店是一家集餐饮、住宿和商务会议为一体的商务酒店。酒店拥有各类客房 154 间，并设有餐厅及各种布局的会议室等配套设施。

东方之星酒店为青岛东方饭店有限公司旗下设的全新商务酒店，坐落于崂山区中心商务区，国信体育场内中心体育场北侧，紧邻青岛国际啤酒城、国际会展中心和青岛世园会。周边有石老人旅游度假区、崂山风景区、青岛市博物馆、青岛市大剧院、青岛雕塑艺术馆和海尔科技馆等景区。酒店拥有各类房间共 104 间，期中标准间 82 间、大床间 3 间、豪华大床间 7 间，大床房 12 间。该酒店 2014 年 3 月 8 日开始试营业。

整体看，青岛市优越的地理位置和丰富的旅游资源为公司酒店业务的发展提供了有利支撑，由于部分酒店的改扩建，公司酒店业务收入出现下降。

公司旅游业务主要是旅行社收入，主要由分公司青岛海天国际旅行社（以下简称“海天国旅”）承担。海天国旅是由国家旅游局批准成立，为经营国内旅游、入境旅游和国家旅游局特许经营中国公民出境旅游业务的国际旅行社。春节、国庆节、五一及寒暑假等时间属于公司旅行社业务传统旺季，一般占全部业务量的 35%~40%，热门旅游线路主要包括日韩游和四川、海南等旅游线路。2016 年，公司增加 15 条旅游线路，主要为新增国内及东南亚航线，实现营业收入 0.53 亿元，较上年减少 0.06 亿元，主要系 2015 年票务 B2B 平台实现收入 0.05 亿元，2016 年公司没有开展此项业务所致。2016 年，公司总接待人次为 4.31 万人，较上年增加 1.33 万人，公司接待人数增多但实现营业收入较上年（不包括票务 B2B 平台实现收入）持平的原因是 2016 年公司原有旅行线路竞争激烈，拓展部分营收能力较弱的旅行线路所致。2017 年 1~6 月，公司减少部分营收能力较弱的旅行线路，旅游线路总数缩减至 35 条，总接待人次为 2.08 万人，实现营业收入 0.21 亿元。

表 13 公司 2014~2017 年 6 月旅行社经营情况

时间	国内（游）接待人次（万人）	出境（游）接待人次（万人）	入境（游）接待人次（万人）	旅游、客运线路数量（条）	营业收入（万元）
2014 年	0.30	0.70	2.00	40	5,869
2015 年	0.30	0.68	2.00	40	5,853
2016 年	0.40	0.81	3.10	55	5,270
2017 年 1~6 月	0.22	0.32	1.54	35	2,142

资料来源：公司提供

会展业务方面，青岛地理位置优越、环境优美、经济发达，是各类展览举办的重要聚集地。青岛国际会展中心位于青岛崂山区世纪广场，占地 25 万平方米，有 5 万平方米的室内展览面积，共可设置近 3,000 个国际标准展位，5 万平方米的室外展览面积，20 多个中小型会议室、洽谈室和贵宾室配有多媒体大屏幕、红外同声传译等现代媒介系统。目前，两家子公司参与会展业务板块，其中青岛国际会展中心（以下简称“会展中心”）成立于 2000 年 4 月，系实行企业化管理、自收自支的事业单位；青岛国际会展中心有限公司（以下简称“会展中心有限公司”）主要业务为承办展会，提供会议及会展服务，同时提供广告设计、制作、发布、代理服务，收入主要来源于场租；青岛国展商务展览有限责任公司（以下简称“国展商务公司”）主要业务为组织承接国内及国际展览。近年来，公司为整合会展资源，规范会展业务经营管理，会展业务逐渐由会展中心和国展商务公司向会展中心有限公司转入。其中，2014~2016 年，国展商务公司的营业收入分别为 833 万元、732 万元和 2,102 万元，会展中心的营业收入分别为 2,914 万元、1,367 万元和 1,350 万元，会展中心有限公司（本部）实现营业收入为 8,299 万元、8,749 万元和 8,841 万元，国展商务公司的营业收入 2016 年大幅上升主要系 2016 年新增自办展会保密展所致。2017 年 1~6 月，国展商务公司、会展中心和会展中心有限公司（本部）分别实现营业收入 549.21 万元、37.86 万元和 3,964.25 万元。整体看，公司会展业务规模逐渐扩大，运营良好。

公司体育产业业务收入主要来源于体育中心各场馆对外开放运营收入及场馆租赁收入。青岛市体育中心主要由主体育场、国信体育馆、游泳跳水馆、综合训练馆和运动员公寓几部分组成。项目总投资概算 18.57 亿元，由市财政投入一半，公司自筹一半。2014~2016 年，体育中心分别实现营业收入 6,708.08 万元、8,455.52 万元和 9,738.62 万元，此外，政府每年向公司补助 3,000.00 万元。目前，场馆开放项目收入已成为体育中心主要经营收入的稳定来源。2017 年 1~6 月，体育中心实现营

业收入 4,907.70 万元，政府向公司补助 1,500.00 万元。整体看，由于体育产业的半公益性，盈利能力较弱，对财政补贴的依赖性较大。

青岛大剧院位于青岛市东部新区，占地面积约 6 公顷，总建筑面积约 6 万平米，主要包括 1,600 座的大剧院、1,200 座的音乐厅和 400 座的多功能厅及其它附属经营设施。根据青岛市政府的决定，青岛大剧院由青岛国信大剧院有限公司作为项目法人，负责建设及企业化运作。该项目总投资 10.85 亿元，青岛市财政拨款 6.68 亿元，其余资金由公司通过银行贷款自筹解决，青岛市政府给予贴息。青岛大剧院自 2011 年 1 月正式运营，根据《关于下达 2011 年大剧院运营财政补贴资金预算的通知》（青财教指[2011]54 号），大剧院运营每年由财政补贴 2,795 万元。2014~2016 年，公司剧场运营收入分别为 209.93 万元、217.30 万元和 324.36 万元，三年获得的政府配套补贴收入分别为 3,095.00 万元、2,955.00 万元和 2,795.00 万元。2017 年 1~6 月，公司剧场运营收入 531.77 万元，政府配套补贴收入 1,397.50 万元。

总体看，公司酒店旅游与文体会展板块收入稳步增长，由于部分酒店的改扩建和体育会展业务的重资产与公益性，该板块业务持续性亏损。

3. 公司主要在建工程

截至 2017 年 6 月底，公司主要在建工程如下表，总投资规模为 218.96 亿元，已投资 87.84 亿元，公司未来投资所需资金规模较大。

表 14 截至 2017 年 6 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

工程名称	总投资	已投资	未来三年计划投资额			资金来源
			2017 年	2018 年	2019 年	
海天综合体	137.56	67.36	7.82	24.20	27.79	自筹
红岛会展项目	54.74	8.76	20.59	28.25	--	自筹
青岛国信金融中心项目	35.21	11.72	3.77	10.03	10.03	自筹
合计	227.51	87.84	32.18	62.48	37.82	--

资料来源：公司提供

海天中心项目为原青岛海天大酒店改造项目，建设地点位于青岛市香港西路 48 号，项目基本情况见本节之“酒店旅游与文体会展板块”之海天大酒店部分。

红岛会展项目位于红岛经济区火炬路以南、西六路以西、青威路延长线以东、经三路以北地块，项目占地面积约 28.6 万平方米，总建筑面积 48.05 万平方米，其中，地上建筑面积约 35.7 万平方米，地下建筑面积 12.35 万平方米，包括展会、酒店、办公和商业设施。项目总投资 54.74 亿元，资金全部由企业自筹。项目计划 2016 年开工，2018 年底竣工，建设工期约 3 年。截至 2017 年 6 月底，项目已投资 8.76 亿元，未来两年项目所需资金规模较大。

青岛国信金融中心项目位于崂山区仙霞岭路南、云岭路西，建设内容为青岛国际会展中心配套的酒店、会议、商业及商务办公，以会议酒店功能为主、商务办公为辅。项目用地面积 3.54 万平方米，总建筑面积约 28.07 万平方米，其中地上面积约 16.50 万平方米。项目总投资约 35.2 亿元，其中停车场投资约 7.4 亿元，项目所需资金由企业自筹解决。项目于 2017 年开工建设，建设周期为 3 年。截至 2017 年 6 月底，项目已投资金额为 11.72 亿元，主要为购买土地的支出。

总体看，公司主要在建项目投资金额较大，项目集中在未来 2~3 年开工，公司面临较大的资金支出压力。

4. 经营效率

2014~2016 年，公司应收账款周转率逐年下降，近三年分别为 25.00 次、13.90 次和 5.50 次，其中 2015 年周转率下降主要系房地产业务收入确认减少带动营业收入大幅下降所致；2016 年周转率下降主要系下属子公司青岛国信蓝谷置业有限公司旧村改造项目竣工结算而形成的应收即墨市鳌山卫街道办事处工程结算款 6.03 亿元所致。由于公司存货建设期长、规模较大，公司的存货周转率处于较低水平，近三年分别为 1.04 次、0.50 次和 0.80 次。公司的资产规模较大，营业收入相对资产规模处于较低水平，所以公司的总资产周转率低，近三年分别为 0.07 次、0.04 次和 0.05 次。

总体看，公司的经营效率符合公司所在行业的特点，经营效率一般。

5. 经营关注

金融业务风险

公司金融板块业务收入主要来源之一为证券资产处置收入，证券资产处置收入受宏观经济及政策、资本市场行情等影响较大，随着公司 IPO、配售等原始股处置减少，二级市场证券投资受市场行情的影响较大，收入以及盈利规模的不确定性风险加大。另外，公司担保业务和小贷业务均面临因客户违约带来的担保代偿风险和贷款回收风险。

公司在建项目投资规模较大，公司存在一定的外部资金需求

从公司主要的在建项目来看，红岛会展项目、青岛国信金融中心项目和海天综合体投资规模较大，未来项目建设所需资金规模较大，公司存在一定的外部资金需求。

公司投资的商业地产项目未来存在一定的经营风险

青岛市商业地产目前处于过剩状态，且以较快的增长速度在继续增加供应，倘若公司建设的商业地产项目如青岛国信金融中心项目和海天综合体项目完工时，青岛市商业地产过剩严重，公司将面临一定的经营风险。

公司酒店旅游与文体会展业务板块持续亏损，房地产二级开发业务收入波动较大

由于部分酒店的改扩建和体育会展业务的公益性，公司酒店旅游与文体会展业务板块持续性亏损。房地产二级开发方面，2014~2016 年，公司房地产竣工面积分别为 18.73 万平方米、0 万平方米、18.34 万平方米，未实现滚动开发，收入结转波动较大。

6. 未来发展

公司遵循“集团化、市场化、国际化、专业化、差异化、信息化”要求，坚持创新、协调、绿色、开放、共享发展理念，定位于城市经济社会发展新引擎、城市功能开发新平台和产业转型升级新动能，通过“战略引领、文化支撑、体制优化、机制创新、产业转型、项目升级”，坚持内涵集约、创新驱动的可持续发展模式，实现资产经营与资本经营“双轮驱动”。积极构建以金融为战略核心，以城市功能开发和城市运营服务为两翼支撑，以海洋等蓝高新产业投资为战略延伸，产融协同、产产协同、融融协同的新型城市综合投资运营商产业架构，实现“走向高端、走向深蓝、走向市场、走向现代企业”，“十三五”末全面完成“二次创业”，实现资产破千亿、收入超百亿、利润达十亿级的“千百十”目标，发展成为战略匹配、主业清晰、机制现代、资产优良、带动力强、业内领先的跨行业、跨区域、跨所有制的产融结合型国有资本投资运营集团。

未来投资方面，公司将建设第二海底隧道，线路全长 17.1km，隧道工程长 15.85km（其中，海域段隧道长 11.1km），总投资约 120 亿元左右。公司稳妥探索海洋渔业产业，计划在田横岛周边海域建设海洋牧场，在相关陆地、海岛建设配套设施，依托田横岛等岛屿优势，开发建设一定规模的

海洋牧场，项目首期海域面积约 30 万亩，计划总投资约 150 亿元，规划用海总面积 60 万亩，陆域基地 1,000~1,500 亩。公司计划在即墨相关海域以建设海洋牧场作为突破口，逐步构建集种苗培育、海水养殖、水产品精深加工、海洋休闲旅游为一体的现代海洋渔业生态产业链，并积极培育海洋生物医药等新兴产业，打造一二三产联动协同开发的现代海洋渔业产业链，规划用海总面积 30~60 万亩，海岛、陆地配套建设用地约 1,500 亩左右，总投资 150 亿元。

总体看，公司未来发展方向明确，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2014~2016 年度财务报告经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2017 年度半年报未经审计。公司财务报表以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定进行编制。合并范围方面，2015 年，青岛海外贸易公司因被吊销不再纳入公司合并范围，公司合并范围增加新设立的青岛国信资本投资有限公司和青岛国信世联物业管理有限公司；2016 年，公司合并范围增加新设立的青岛国信红岛国际会议展览中心有限公司等六家子公司。总体看，公司会计政策连续，合并范围的变动主要系公司新设立子公司所致，财务数据的可比性较强。

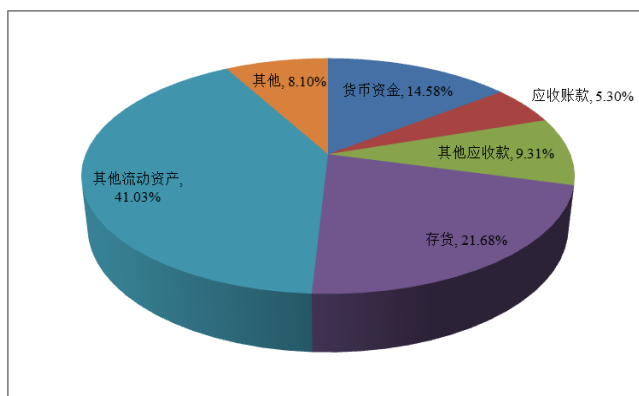
2. 资产质量

2014~2016 年底，公司资产规模逐年增长，年均复合增长率为 8.65%。截至 2016 年底，公司资产总额为 450.99 亿元，其中流动资产占比 29.11%，非流动资产占比 70.89%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，随着货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货和其他流动资产的规模变动，公司的流动资产规模逐年增长，年均复合增长率为 23.14%。截至 2016 年底，公司流动资产规模为 131.30 亿元，主要以货币资金（占比 14.58%）、应收账款（占比 5.30%）、其他应收款（占比 9.31%）、存货（占比 21.68%）、其他流动资产（占比 41.03%）为主。

图 7 截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年底，公司货币资金规模较大且波动上涨，年均复合增长 13.59%。截至 2015 年底，

公司货币资金为 11.40 亿元，较年初下降 23.18%，主要系金融业务投资支出规模较大所致；截至 2016 年底，公司货币资金为 19.15 亿元，较年初增长 67.94%，主要系 2016 年经营状况良好，经营活动产生的现金净流入 4.86 亿元所致；其中，受限的货币资金为 3.93 亿元，占全部货币资金的比例为 20.52%，受限比例一般。

2014~2016 年底，公司交易性金融资产规模波动大幅增长，年均复合增长 93.73%，账面价值的变动主要系金融资产的交易所致。截至 2016 年底，公司金融资产为 5.86 亿元，其中股票为 0.40 亿元，基金为 1.80 亿元，资管计划为 3.67 亿元。

2014~2016 年底，公司应收账款波动大幅增长，年均复合增长 168.20%。截至 2016 年底，公司应收账款为 6.96 亿元，较年初增长 719.75%，主要系 2016 年增加对即墨市鳌山卫街道办事处 6.03 亿元的应收款项所致；即墨市鳌山卫街道办事处对公司的欠款占全部应收账款余额的比例为 82.12%，应收账款集中度很高；公司对预计无法收回的应收账款计提坏账准备，计提金额为 0.39 亿元，计提比例为 5.25%。总体看，公司应收账款的集中度很高，但是回收风险较小。

2014~2016 年底，公司其他应收款逐年下降，年均复合下降 6.07%。截至 2016 年底，公司其他应收款为 12.22 亿元，较年初下降 11.21%；公司的其他应收款项主要为往来款、补贴款以及购入的不良资产，前五大欠款单位欠款余额占其他应收款全部余额的比例为 70.08%，集中度很高；公司对预计无法收回以及账龄较长的其他应收款计提坏账准备，计提金额为 4.41 亿元，计提比例为 26.51%，公司坏账准备计提主要针对公司购入的青岛农村商业银行股份有限公司筹建工作小组 4.06 亿元的不良资产，预计无法全部收回，故对其计提 3.91 亿元的坏账准备，主要为公司 2015 年计提。截至 2016 年底，公司其他应收款中剩余不良资产的账面价值为 0.15 亿元。

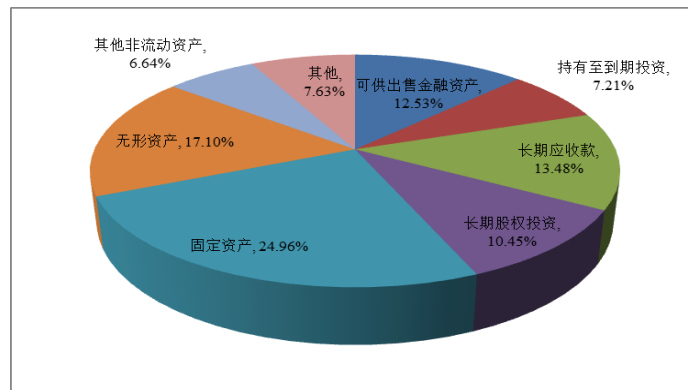
2014~2016 年底，公司存货规模逐年增长，年均复合增长 11.18%，存货的增长主要系房地产的逐年增加所致。截至 2016 年底，公司存货规模为 28.47 亿元，较年初增长 9.79%，主要系金融中心项目增加 6.15 亿元、海天中心项目增加 1.53 亿元，此外蓝谷北平社区旧村改造本年结转成本减少房地产存货 5.05 亿元；存货主要由房地产存货构成，占比为 88.72%；公司对原材料、库存商品（产成品）、周转材料（包装物、低值易耗品等）计提跌价准备，计提金额为 361.60 万元，计提比例为 0.13%。

2014~2016 年，公司其他流动资产规模逐年增长，年均复合增长 35.71%，主要系公司购买的理财产品和信托产品规模大幅增长所致。截至 2016 年底，公司其他流动资产规模为 53.87 亿元，其中理财产品占 73.36%，信托产品占 25.43%，公司其他流动资产以理财产品和信托产品为主。

非流动资产

2014 年~2016 年底，公司非流动资产逐年小幅增长，年均复合增长率为 4.02%。截至 2016 年底，公司非流动资产规模为 319.69 亿元，较年初增长 4.32%，以可供出售金融资产（占比 12.53%）、持有至到期投资（占比 7.21%）、长期应收款（占比 13.48%）、长期股权投资（占比 10.45%）、固定资产（占比 24.96%）、无形资产（占比 17.10%）和其他非流动资产（占比 6.64%）为主。

图 8 截至 2016 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年底，公司可供出售金融资产规模逐年增长，年均复合增长 22.50%，主要系公司投资的股票和基金增加所致。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产规模为 40.06 亿元，其中，按公允价值计量的规模为 21.49 亿元，主要为公司投资的股票和基金；按成本法计量的规模为 18.56 亿元，主要为公司对青岛银行股份有限公司、华电青岛发电有限公司、青岛海创开发建设投资有限公司、华电青岛发电有限公司和中国石化青岛炼油化工有限责任公司的投资，公司对按成本法计量的可供出售金融资产计提 1.08 亿元的减值准备，其中对青岛钢铁有限公司的投资计提 0.30 亿元减值准备，对青岛浪潮海风软件股份有限公司的投资计提 0.13 亿元减值准备，对青岛联创实业有限公司的投资计提 0.37 亿元减值准备，对青岛海外贸易公司的投资计提 0.17 亿元减值准备。

2014~2016 年，公司持有至到期投资逐年大幅增长，年均复合增长 158.47%。截至 2015 年底，公司持有至到期投资为 10.21 亿元，较年初增长 195.82%，主要系购买的信托产品⁵增加所致。截至 2016 年底，公司持有至到期投资为 23.06 亿元，较年初增长 125.84%，主要系购买的信托产品增加所致；公司持有至到期投资中信托产品占比为 99.65%，对其计提减值准备 0.24 亿元；公司持有至到期投资中账面价值为 3.58 亿元的信托产品已质押。

2014~2016 年底，公司长期应收款逐年下降，年均复合下降 23.39%，逐年下降原因系公司收到回款所致。截至 2016 年底，公司长期应收款为 43.08 亿元，主要系公司下属子公司青岛国信实业有限公司向国家开发银行申请地方基建项目贷款后支付建设单位工程款形成的债权，由于青岛国信实业有限公司享有相关基建项目的收益抵押权，预计不存在损失，因此，公司对其未计提减值准备。

2014~2016 年底，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 12.45%，主要系公司长期股权投资采用权益法核算，被投资单位经营情况较好，2015~2016 年，权益法下确认的投资收益分别为 3.29 亿元和 3.37 亿元，对应的公司长期股权投资逐年增加所致。截至 2016 年底，公司长期股权投资为 33.41 亿元，具体的投资明细如下表：

表 15 截至 2016 年底公司长期股权投资情况

被投资单位	初始投资成本（亿元）	2016 年底余额（亿元）
青岛农村商业银行股份有限公司	8.36	14.95
陆家嘴国际信托有限公司	9.72	13.36
中路财产保险股份有限公司	3.50	3.34
青岛场外市场清算中心有限公司	0.15	0.12
青岛国信招商创业投资管理有限公司	0.04	0.04

⁵ 信托产品中一年内到期的重分类到其他流动资产，其余部分放在持有至到期投资

青岛国信招商创业投资基金合伙企业（有限合伙）	1.00	1.00
上海国君创投隆彰投资管理中心（有限合伙）	0.60	0.60
青岛博信铝业有限公司	0.07	0.00
合计	23.44	33.41

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年底，公司固定资产规模逐年小幅下降，年均复合下降 3.30%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 79.79 亿元，其中隧道工程占比 40.02%，房屋及建筑物占比 52.78%，机器设备占比 5.42%；公司固定资产累计计提折旧 16.15 亿元，固定资产成新率为 84.78%，成新率较高；公司对固定资产已计提减值准备 929.49 万元。公司固定资产中隧道工程（YK2+730 至 YK3+130）、隧道工程（YK3+130 至 YK4+130）、隧道工程（YK5+130 至 YK6+180）、隧道工程（YK6+180 至 YK6+530）、隧道工程（YK7+530 至 YK8+580）、隧道工程（YK8+580 至 YK9+600）、隧道工程（YK9+600 至 YK9+850）、隧道工程（ZK2+730 至 ZK3+730）、隧道工程（ZK4+530 至 ZK5+230）和隧道工程（ZK3+730 至 ZK4+530）因用于抵押担保而受限。

2014~2016 年底，公司无形资产波动增长，年均复合增长 7.47%。截至 2016 年底，公司无形资产为 54.68 亿元，较年初增长 17.89%，主要系土地使用权增加 8.31 亿元所致；公司无形资产主要由土地使用权构成，占比为 99.31%；无形资产累计摊销 3.28 亿元。

2014~2016 年底，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长 27.73%。截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 21.10 亿元，较年初增长 62.13%，主要系海洋实验室三期既有省、市财力投资，也有公司投资，产权关系比较复杂，权属尚未确定，故公司将其暂挂其他非流动资产所致。截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 21.24 亿元，较年初小幅增长 0.64%；公司其他非流动资产主要为海洋实验室三期以及公司对蓝色硅谷核心区土地一级开发整理的支出（12.50 亿元），公司的土地一级开发整理支出实际是一种垫资行为，因其具有收益性，且预计不存在回收风险，为避免在其他应收款列示引起误导，故公司将其在其他非流动资产中单独列示。

截至 2016 年底，公司受限资产情况如下表，假设公司固定资产—隧道工程全部被用于抵押担保的情况下，公司受限资产的账面价值为 40.24 亿元，占总资产的比例为 8.92%，公司资产受限比例较低。

表 16 截至 2016 年底公司资产受限情况

项目	年底账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	3.93	已质押
持有至到期投资	3.58	已质押
固定资产-隧道工程（YK2+730 至 YK3+130）	--	抵押担保
固定资产-隧道工程（YK3+130 至 YK4+130）	--	抵押担保
固定资产-隧道工程（YK5+130 至 YK6+180）	--	抵押担保
固定资产-隧道工程（YK6+180 至 YK6+530）	--	抵押担保
固定资产-隧道工程（YK7+530 至 YK8+580）	--	抵押担保
固定资产-隧道工程（YK8+580 至 YK9+600）	--	抵押担保
固定资产-隧道工程（YK9+600 至 YK9+850）	--	抵押担保
固定资产-隧道工程（ZK2+730 至 ZK3+730）	--	抵押担保
固定资产-隧道工程（ZK4+530 至 ZK5+230）	--	抵押担保
固定资产-隧道工程（ZK3+730 至 ZK4+530）	--	抵押担保

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年 6 月底，公司资产合计 495.10 亿元，较年初增长 9.78%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占 28.05%，非流动资产占 71.95%，资产结构较年初保持稳定。

截至 2017 年 6 月底，公司流动资产 138.89 亿元，较年初增长 5.78%，主要系交易性金融资产、应收股利、其他应收款、存货和其他流动资产增长所致。其中，货币资金为 15.23 亿元，较年初下降 20.43%，主要系金融业务投资支出规模较大所致；交易性金融资产为 11.17 亿元，较年初增长 90.46%；其他应收款 14.01 亿元，较年初增长 14.68%，主要系往来款、补贴款和股权转让款增加所致；存货 30.46 亿元，较年初增长 7.02%，主要系房地产存货增加所致；其他流动资产 58.54 亿元，较年初增长 8.66%，主要系公司购买的理财产品增加所致。

截至 2017 年 6 月底，公司非流动资产 356.20 亿元，较年初增长 11.42%，主要系可供出售金融资产、持有至到期投资和在建工程增长所致。其中，可供出售金融资产 53.50 亿元，较年初增长 33.56%，主要系公司投资的股票和基金增加所致；持有至到期投资 41.57 亿元，较年初增长 80.32%，主要系公司投资的信托产品增加所致；在建工程为 19.31 亿元，较年初增长 48.26%，主要系海天综合体、体育中心辅助训练场和红岛会展项目投资增加所致。

截至 2017 年 6 月底，公司受限资产为 5.07 亿元，全部为货币资金，受限原因为质押保证金，相对于公司的资产规模而言，公司资产受限比例较低。

整体看，公司资产规模保持平稳增长，构成以非流动资产为主，受限规模较小，资产变现能力较强，质量较好。

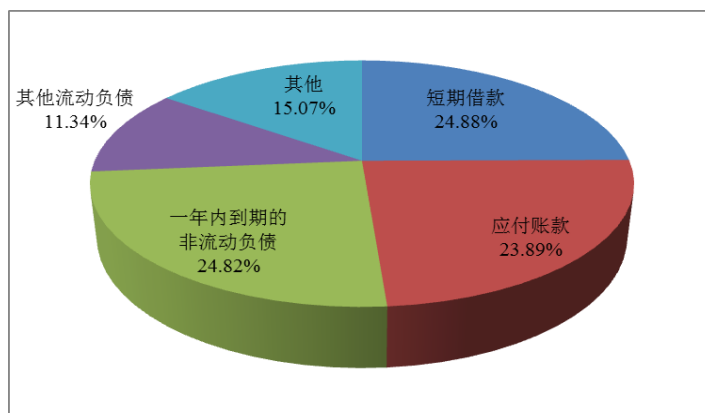
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 10.52%，主要系非流动负债增长所致。截至 2016 年底，公司负债合计 275.58 亿元，其中流动负债占比 24.13%，非流动负债占比 75.87%，公司负债以非流动负债为主。

2014~2016 年底，公司流动负债规模波动下降，年均复合下降 5.75%，主要系公司短期借款规模波动下降所致。截至 2016 年底，公司流动负债合计 66.51 亿元，主要由短期借款（占比 24.88%）、应付账款（占比 23.89%）、一年内到期的非流动负债（占比 24.82%）和其他流动负债（占比 11.34%）。

图 9 截至 2016 年底公司流动负债情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年底，公司短期借款规模波动大幅下降，年均复合下降 20.25%。截至 2016 年底，公司短期借款为 16.55 亿元，其中信用借款占比 24.17%，保证借款占比 52.87%，质押借款占比 22.96%。

2014~2016 年底，公司应付账款规模波动下降，年均复合下降 2.50%。截至 2015 年底，公司应付账款为 14.24 亿元，较年初下降 14.78%，主要系体育场改造、会展中心改扩建、紫云台等项目工程完工后支付工程尾款所致。截至 2016 年底，公司应付账款为 15.89 亿元，较年初增长 11.57%，主要系海天中心、开发区紫玉台、红岛会展项目、辅助训场等项目的建设增加应付施工款所致。公司应付账款主要为应付的工程施工款。

2014~2016 年底，公司一年内到期的非流动负债规模波动大幅增长，年均复合增长 55.55%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 18.79 亿元，较年初大幅增长 175.37%，主要系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款增加所致。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 16.51 亿元，较年初下降 12.14%，主要系一年内到期的长期借款和长期应付款减少所致。

2014~2016 年底，公司其他流动负债波动大幅下降，年均复合下降 38.77%。截至 2015 年底，公司其他流动负债为 0.15 亿元，较年初下降 99.23%，主要系公司偿还了 19.96 亿元的短期融资券所致。截至 2016 年底，公司其他流动负债为 7.54 亿元，较年初增加 7.39 亿元，主要系公司新增应付国信金控 1 号专项资产管理计划优先级本金 7.10 亿元所致；公司其他流动负债主要为应付优先级本金，占比为 94.16%。

2014~2016 年底，公司非流动负债规模逐年增长，年均复合增长 17.77%，主要系应付债券规模逐年增长所致。截至 2016 年底，公司非流动负债为 209.07 亿元，以长期借款（占比 37.53%）和应付债券（占比 58.73%）为主。

2014~2016 年底，公司长期借款逐年小幅下降，年均复合下降 4.19%。截至 2016 年底，公司长期借款为 78.46 亿元，其中信用借款占比 1.06%，保证借款占比 33.53%，质押借款占比 65.41%；长期借款期限分布情况为 1~3 年（含 3 年）占比 18.53%，3~5 年（含 5 年）20.63%，5 年以上占比 60.85%。

2014~2016 年底，公司应付债券规模逐年增长，年均复合增长 61.30%。截至 2016 年底，公司应付债券为 122.79 亿元，具体情况如下表。假设续期债到期不续期的情况下，公司应付债券的到期期限主要集中在 2018 年、2019 年、2022 年和 2026 年。

表 17 截至 2016 年底公司应付债券情况

债券名称	发行金额（亿元）	债券期限	2016 年底余额（亿元）
2010 年债券	12.00	十年	12.00
2012 年中期票据	5.00	五年	4.99
2012 年债券	20.00	十年	13.92
2014 年中期票据	5.00	五年	4.98
2015 年第一期 PPN	15.00	3+3 年	14.99
2015 年第二期 PPN	15.00	3+3 年	14.99
2016 年公司债	25.00	十年	24.96
2016 年国信第一期 PPN	5.00	3+3 年	5.00
2016 年国信第二期 PPN	15.00	3+3 年	14.97
2016 停车场项目债	10.00	十年	10.00
2015 私募债券（第一期）	2.00	36 个月	2.00
合计	134.00	--	122.79

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司全部债务为 241.62 亿元，较年初增长 9.85%，主要系长期债务增加所致。其中短期债务占比为 16.67%，长期债务占比为 83.33%，公司债务以长期债务为主。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.10%、57.94%和 53.44%。

截至 2017 年 6 月底，公司负债合计 313.69 亿元，较年初增长 13.83%，主要系流动负债增长所致。其中流动负债占 38.23%，非流动负债占 61.77%，流动负债占比显著上升。

截至 2017 年 6 月底，公司全部债务为 280.59 亿元，较年初增长 16.13%，主要系短期债务增加所致；其中短期债务为 95.42 亿元，较年初增长 136.94%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致；长期债务为 185.17 亿元，较年初下降 8.04%，主要系部分长期借款调整至一年内到期的非流动负债所致。截至 2017 年 6 月底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.36%、60.73%和 50.51%，整体债务负担有所上升，债务负担尚可，但存在一定的短期偿付压力。

整体看，公司负债规模和债务规模逐年增长，债务主要以长期债务为主，债务负担尚可，但公司存在一定的短期偿付压力。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益逐年小幅增长，年均复合增长 5.89%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 175.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益 173.61 亿元；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 17.28%，资本公积占 68.48%，未分配利润占 10.78%；公司资本公积为 118.88 亿元，较年初增长 6.68%，主要系根据青岛市国资委“青国资预算[2016]22 号”文件，公司将收到国有资本收益返还 0.75 亿元结转资本公积以及根据青岛市财政局“青财综指[2016]33 号”《青岛市财政局关于下达崂山区会展中心北侧地块土地出让金支出预算的通知》、青岛市财政局“青财督办[2016]192 号”《关于会展中心北侧地块以及 7 号馆土地出让金扣除相关费用和收储补偿后安排等额资金注入国信集团办理意见的请示》文件，公司将收到青岛市财政局的国有资本金 6.69 亿元结转资本公积所致。

截至 2017 年 6 月底，公司所有者权益为 181.40 亿元，较年初小幅增长 3.41%，主要系其他综合收益和未分配利润增加所致。其中归属于母公司所有者权益为 179.10 亿元，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 16.75%，资本公积占 66.38%，未分配利润占 11.84%，权益结构较年初变动较小。

整体看，公司所有者权益逐年小幅增长，所有者权益以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司分别实现营业收入 27.21 亿元、16.26 亿元和 23.49 亿元，营业收入的变动主要系房地产业务未实现滚动开发，公司每年确认收入波动较大所致。近三年公司净利润分别为 3.47 亿元、5.46 亿元和 6.59 亿元，归属于母公司的净利润分别为 3.44 亿元、5.67 亿元和 6.49 亿元。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司期间费用相对较为稳定，近三年分别为 8.27 亿元、7.87 亿元和 10.06 亿元。从构成来看，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2016 年，管理费用占 23.03%，财务费用占 74.98%。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 30.39%、48.41%和 42.84%，受收入波动的影响，费用收入比波动幅度较大。整体看，公司费用控制能力尚可。

由于金融业务是公司利润的主要来源，因此投资收益规模较大。2014~2016 年，公司投资收益逐年增长，复合增长率为 44.71%，主要来源于公司持有的金融资产和股权投资取得的投资收益。2016 年，公司取得投资收益为 11.98 亿元，其中持有至到期投资在持有期间取得的投资收益占 26.51%、可供出售金融资产在持有期间取得的投资收益占 43.84%、权益法核算的长期股权投资收益占 28.17%。近三年，公司投资收益占营业利润的比例分别为 352.27%、394.08%和 903.88%，投资收益对营业利润的贡献程度很高。

2014~2016 年，公司营业外收入逐年增长，年均复合增长 67.01%。公司营业外收入主要是收到胶州湾海底隧道、体育中心和大剧院等项目的政府补贴收入，可持续性较好，近三年公司营业外收

入分别为 2.32 亿元、3.81 亿元和 6.48 亿元，占利润总额的比例分别为 63.38%、65.77%和 86.24%。总体看，公司营业外收入稳定性较好，利润总额对营业外收入的依赖程度较高。

从盈利指标看，2014~2016年，公司营业利润率⁶分别为19.58%、19.36%和5.05%，2016年营业利润率大幅下降主要系证券处置业务盈利能力大幅下降所致。由于投资收益和政府补助（隧道收费转化）增加，净利润逐年增长，近三年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率持续上升，2016年分别为3.57%、3.55%和3.90%。

2017年1~6月，公司实现营业收入7.51亿元，较上年同期增长70.91%，主要系证券处置业务收入、房地产开发经营业务收入以及交通业收入增加所致；净利润为2.49亿元，较上年同期下降26.70%，主要系上年度交通公司有未弥补亏损，所得税费用较低所致。2017年1~6月，公司实现营业外收入0.01亿元，较上年同期减少2.70亿元，主要系政府补助会计政策变更，公司将与日常经营有关的体育中心运营补贴、大剧院补贴、隧道交通补贴、汇泉湾城市维护费计入其他收益核算所致。

整体看，公司营业收入的稳定性受房地产业务的影响较大，随着公司 IPO、配售等原始股处置减少，公司证券处置业务的盈利能力存在一定的不确定性。考虑到公司持有的金融资产及股权投资能为公司带来较好的投资收益，营业外收入稳定性较好，公司盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动看，2014~2016年，公司经营活动现金流入量分别为 27.59 亿元、21.13 亿元和 34.42 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 7.18 亿元、5.17 亿元和 9.76 亿元，销售商品、提供劳务收到的现金波动增长主要系房地产业务波动所致；证券处置业务收到的现金分别为 7.79 亿元、9.03 亿元和 9.67 亿元；收到其他与经营活动有关的现金分别为 12.24 亿元、6.36 亿元和 14.06 亿元，主要为公司收到隧道通行费降价和公交补贴、大剧院和体育运营等补贴、土地竞拍保证金返还以及往来款。公司经营活动现金流出量分别为 27.50 亿元、17.72 亿元和 29.56 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为 12.14 亿元、3.90 亿元和 10.54 亿元，2014 年和 2016 年购买商品、接受劳务支付的现金规模较大主要系 2014 年海天中心项目和 2016 年金融中心项目拟出售部分工程应分摊的土地出让金缴纳额分别为 8.52 亿元和 6.75 亿元，计入“购买商品、接受劳务支付的现金”科目所致；购买证券支付的现金分别为 0.04 亿元、0 亿元和 7.17 亿元；支付其他与经营活动有关的现金分别为 8.95 亿元、9.26 亿元和 7.40 亿元，主要为支付的土地竞拍保证金、往来款以及收购不良资产的支出。近三年，公司经营活动现金净流量分别为 0.09 亿元、3.41 亿元和 4.86 亿元，现金收入比分别为 56.41%、90.83%和 86.36%，公司现金收入情况较差主要系房地产业务销售收入与现金流存在错配所致。

从投资活动看，近三年公司投资活动现金流入分别为 10.05 亿元、51.21 亿元和 21.77 亿元，其中理财及信托产品到期、基金赎回等收回投资收到的现金分别为 3.91 亿元、43.75 亿元和 12.21 亿元，购买理财产品、投资的信托、基金、股票等金融产品投资收益分别为 5.81 亿元、7.45 亿元和 7.73 亿元。近三年公司投资活动现金流出分别为 83.77 亿元、77.61 亿元和 61.47 亿元，其中，2014 年投资活动现金流出主要为公司购置海天中心项目（拟自持运营部分）土地使用权缴纳出让金支出 36.11 亿元和购买理财、基金、信托等金融产品投资支付现金 37.83 亿元；2015 年投资活动现金流出主要为公司购买理财、基金、信托等金融产品投资支付的现金 72.80 亿元；2016 年投资活动现金流出主要为红岛会展项目投资支出 5.78 亿元，金融中心拟自持部分分摊土地出让支出 5.09 亿元以及公司购买理财、基金、信托等金融产品投资支付的现金 47.14 亿元。2014 年~2016 年，公司投资活动现金

⁶ 营业利润率=（营业总收入-营业成本-利息支出-提取保险合同准备金净额-营业税金及附加）/营业总收入×100%。

流量净额分别为-73.72 亿元、-26.40 亿元和-39.69 亿元。

从筹资活动来看,近三年公司筹资活动现金流入分别为 175.56 亿元、165.05 亿元和 136.76 亿元,其中 2014 年公司吸收投资收到的现金为 39.90 亿元,主要为公司收到青岛市财政局关于地铁资产划转对价支付的财政资金,2016 年公司吸收投资收到的现金为 7.61 亿元,主要为公司收到青岛市财政局的国有资本金 6.69 亿元;公司收到其他与筹资活动有关的现金分别为 22.90 亿元、11.15 亿元和 6.18 亿元,主要为融资租赁筹集资金和财政拨付公司贷款本息。近三年公司筹资活动现金流出分别为 110.95 亿元、145.05 亿元和 97.26 亿元,其中支付其他与筹资活动有关的现金分别为 7.89 亿元、6.21 亿元和 10.13 亿元,主要为支付融资租赁款、融资保证金以及其他单位的往来借款。近三年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 64.60 亿元、20.00 亿元和 39.50 亿元。

2017 年 1~6 月,公司经营活动产生的现金流量净额为 4.26 亿元,投资活动产生的现金流量净额为-44.99 亿元,筹资活动产生的现金流量净额为 35.70 亿元。

总体看,公司经营活动获现能力一般,投资需求较大,投资活动所需资金需要外部资金予以解决,另外公司每年需要的偿债资金规模较大,公司存在一定的对外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看,2014~2016 年底,公司流动比率分别为 1.16 倍、1.28 倍和 1.97 倍,速动比率分别为 0.85 倍、0.95 倍和 1.55 倍;公司现金短期债务比由 2014 年底的 0.31 倍上升至 2016 年的 0.62 倍。考虑到公司理财产品变现能力较强,总体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看,2014~2016 年,公司 EBITDA 持续增加,三年分别为 12.27 亿元、15.32 亿元和 19.06 亿元。2016 年,公司 EBITDA 构成中利润总额占比 39.45%,计入财务费用的利息支出占比 40.32%,折旧占比 17.37%,摊销占比 2.86%。由于公司债务和利息支出规模均较大,近三年公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.18 倍、1.98 倍和 2.10 倍,EBITDA 全部债务比分别为 0.06 倍、0.07 倍和 0.08 倍。考虑到公司受到政府的支持力度较大以及公司资产的可变现能力较强,公司的长期偿债能力较强。

截至 2017 年 6 月底,公司共获得银行人民币授信额度为 224.00 亿元、港币授信额度为 5.00 亿元,已使用人民币授信额度 105.57 亿元、港币授信额度为 5.00 亿元,未使用人民币授信额度为 118.43 亿元,公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码:G1037020201096490W),截至 2017 年 9 月 4 日,公司未结清的信贷信息中,不存在不良的信贷记录;公司已结清的不良信贷信息中,存在 1 笔不良和关注类贷款,主要为公司于 2015 年 8 月 13 日与中国农业银行股份有限公司青岛市南第二支行(以下简称“贷款行”)签订了《中国农业银行股份有限公司流动资金借款合同》(编号:84010120150001251),贷款金额人民币 21.00 亿元,贷款发放日为 2015 年 8 月 13 日,贷款期限为 2 个月;根据公司资金规划安排,公司于 2015 年 10 月 13 日与贷款行签订了《借款展期协议》(编号:84010220150000236),将原约定借款到期日展期至 2015 年 12 月 12 日。公司已于 2015 年 12 月 10 日提前偿还了上述贷款。根据贷款行风险控制要求,所有展期借款均划分为关注类,因此将上述贷款划分为关注类。

截至 2017 年 6 月底,公司对外担保金额为 9.86 亿元,担保金额占净资产的比例为 5.43%,其中,公司就海天大酒店改造项目(海天中心)一期工程对中国建设第八工程局有限公司提供履约担保,担保金额为 3.40 亿元;青建集团股份公司与公司下属子公司青岛国信红岛国际会议展览中心有限公司签订《建设工程施工合同》(合同编号:SG2017034D001),公司下属子公司国信担保为该合同项

目下的逾期违约责任及质量索赔提供担保并出具建设工程履约保函，担保金额为 4.07 亿元，担保期限自 2017 年 5 月 27 日至 2018 年 9 月 25 日，同时青岛海鼎融资担保有限公司为国信担保提供反担保。总体看，公司代偿风险较小。

截至 2017 年 6 月底，公司无未决诉讼案件。

总体看，公司债务以长期债务为主，债务负担尚可，考虑到公司的城市交通、文体等业务获取的政府补贴收入稳定性很好，加之，公司持有大量优质可变现资产对公司整体偿债能力起到较好支撑作用。整体上看，公司偿债能力极强。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

本期可续期公司债券在公司赎回前长期存续，联合评级通过对相关条款的分析，认为本期债券在清偿顺序和利息支付等方面与其他普通债券相关特征接近，以下指标测算将其视为公司普通债务。

截至 2017 年 6 月底，公司债务总额为 280.59 亿元，本期拟发行的公司债规模为不超过 34.90 亿元，本期债券发行额度占公司债务规模的 12.44%，发行额度一般。

以 2017 年 6 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 34.90 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.77%、63.49%和 54.82%，债务负担明显加重。考虑到公司本期债券募集资金部分被用于偿还公司债务，公司实际债务负担可能低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2016 年相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 34.42 亿元和 4.86 亿元，对于本期债券发行额度（34.90 亿元）的保护倍数分别为 0.99 倍和 0.14 倍；公司 2016 年 EBITDA 为 19.06 亿元，对本期债券（34.90 亿元）的保护倍数为 0.55 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券的保护程度较好，经营活动现金净流量对本期债券保护程度较弱。

未来，随着公司金融、交通、酒店等现代服务业和城市功能建设业务的进一步发展，公司资产规模和盈利能力有望进一步增强。考虑到公司的国有独资背景，公司受到外部支持力度较大，以及公司持有大量优质可变现资产，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

公司作为青岛市国有独资公司，在资产规模、业务经营多元化、项目储备及外部支持等方面所具备的优势。公司持有较大规模的优质金融资产，参股的银行、保险、信托和基金等金融机构盈利能力强，为公司提供持续较好的投资收益。另外，青岛市旅游资源丰富、交通便利、经济发达，为公司的酒店旅游业和体育文化产业提供了良好的外部环境。同时，联合评级也关注到公司项目投资规模较大、证券处置业务风险上升、酒店旅游与文体会展业务板块持续亏损、房地产业务波动较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，随着公司在建项目的完工以及金融业务、酒店等现代服务业的稳步发展，公司资产规模和盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

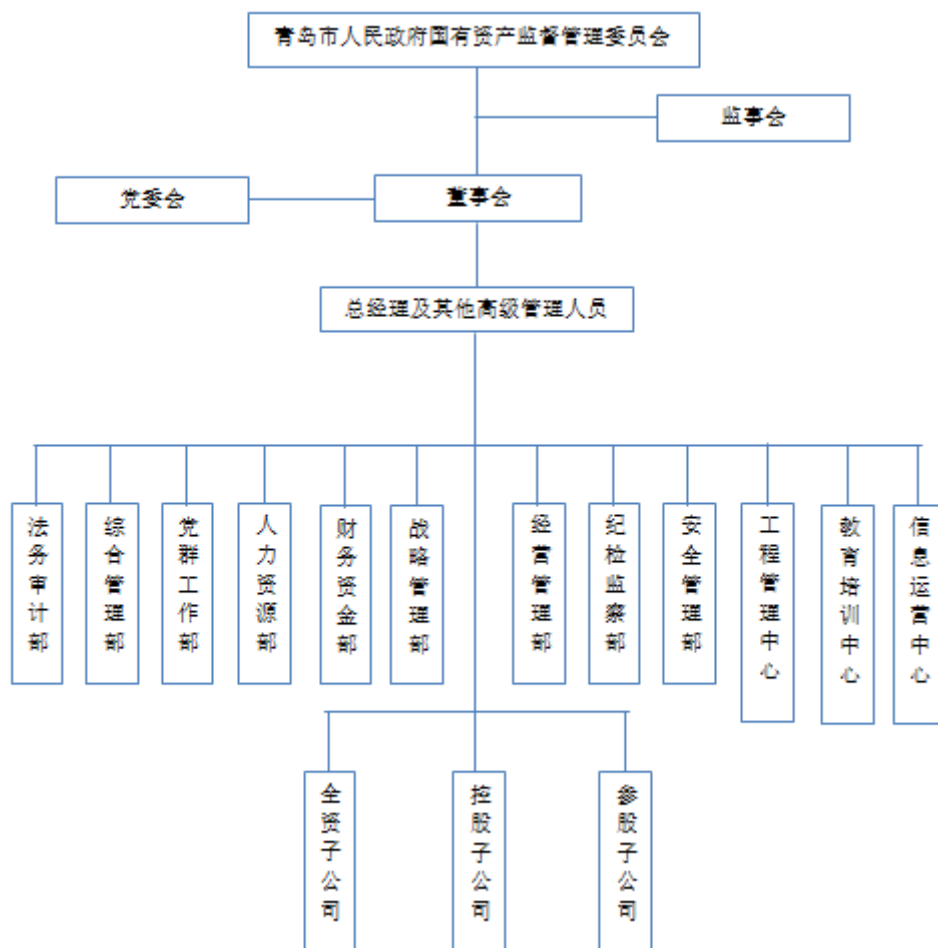
基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 青岛国信发展（集团）有限责任公司 一级子公司情况表

序号	企业名称	合并持股比例 (%)	合并表决权比 例 (%)	注册资本 (万元)
1	青岛国信实业有限公司	100.00	100.00	200,000.00
2	青岛国信金融控股有限公司	100.00	100.00	300,000.00
3	青岛国信置业有限公司	100.00	100.00	200,000.00
4	青岛国际会展中心有限公司	100.00	100.00	8,000.00
5	青岛国信蓝色硅谷发展有限责任公司	100.00	100.00	101,000.00
6	青岛城市空间工程设计研究院有限责任公司 ⁷	35.00	35.00	600.00
7	青岛国信文化体育产业有限公司	100.00	100.00	5,000.00
8	青岛国信旅游酒店管理有限公司	100.00	100.00	20,000.00

⁷ 青岛城市空间工程设计研究院有限责任公司董事会成员共 6 人，其中公司派驻 4 人，占比 66.67%；且该公司管理层中总经理、财务经理均由公司派驻，因此公司对该公司形成实质控制，故纳入合并。

附件 2 青岛国信发展（集团）有限责任公司 组织架构图



附件 3 青岛国信发展（集团）有限责任公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额（亿元）	382.05	405.82	450.99	495.10
所有者权益（亿元）	156.44	162.68	175.42	181.40
短期债务（亿元）	52.80	59.09	40.27	95.42
长期债务（亿元）	147.68	160.87	201.35	185.17
全部债务（亿元）	200.48	219.96	241.62	280.59
营业总收入（亿元）	27.21	16.26	23.49	7.51
净利润（亿元）	3.47	5.46	6.59	2.49
EBITDA（亿元）	12.27	15.32	19.06	--
经营性净现金流（亿元）	0.09	3.41	4.86	4.26
应收账款周转次数（次）	25.00	13.90	5.50	--
存货周转次数（次）	1.04	0.50	0.80	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.04	0.05	--
现金收入比率（%）	56.41	90.83	86.36	155.72
总资本收益率（%）	2.56	3.07	3.57	--
总资产报酬率（%）	2.34	2.97	3.55	--
净资产收益率（%）	2.29	3.42	3.90	--
营业利润率（%）	19.58	19.36	5.05	-2.31
费用收入比（%）	30.39	48.41	42.84	73.91
资产负债率（%）	59.05	59.91	61.10	63.36
全部债务资本化比率（%）	56.19	57.49	57.94	60.73
长期债务资本化比率（%）	48.56	49.72	53.44	50.51
EBITDA 利息倍数（倍）	2.18	1.98	2.10	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07	0.08	--
流动比率（倍）	1.16	1.28	1.97	1.16
速动比率（倍）	0.85	0.95	1.55	0.90
现金短期债务比（倍）	0.31	0.30	0.62	0.28
经营现金流动负债比率（%）	0.12	4.40	7.31	3.55
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.35	0.44	0.55	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；

2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；

3、本报告将长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务核算；

4、本报告将其他流动负债中一笔 7.10 亿元的优先级本金调整至短期债务核算；

5、本报告所指的营业收入均为营业总收入。

6、公司 2017 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 部分长期应付款

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 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债 + 部分其他流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 2018 年面向合格投资者公开发行永续期公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年青岛国信发展（集团）有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

青岛国信发展（集团）有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。青岛国信发展（集团）有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注青岛国信发展（集团）有限责任公司的相关状况，以及包括递延支付利息权在内的永续期债券下设特殊条款，如发现青岛国信发展（集团）有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如青岛国信发展（集团）有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至青岛国信发展（集团）有限责任公司提供相关资料。

跟踪评级结果将同时报送青岛国信发展（集团）有限责任公司、监管部门、交易机构等。若需在本公司和交易所等网站公布，交易所网站公布时间不晚于本公司等网站。

