

信用等级公告

联合[2019] 212 号

联合资信评估有限公司通过对青岛地铁集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2019 年青岛地铁集团有限公司绿色可续期公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定青岛地铁集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，2019 年青岛地铁集团有限公司绿色可续期公司债券（第一期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年一月二十五日



2019年青岛地铁集团有限公司 绿色可续期公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA
本期债券信用等级：AAA
评级展望：稳定

本期债券发行规模：不超过 10 亿元
本期债券期限：公司赎回前长期存续
偿还方式：每年付息一次，本期债券以每 3 个计息年度为 1 个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延续 1 个重定价周期，或全额兑付本期债券

募集资金用途：地铁 3 号线项目及补充流动资金

评级时间：2019 年 1 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	13.34	24.75	80.21
资产总额(亿元)	264.75	413.48	681.54
所有者权益(亿元)	116.60	158.80	265.86
短期债务(亿元)	5.01	31.46	33.67
长期债务(亿元)	115.97	169.31	234.61
全部债务(亿元)	120.98	200.78	268.28
营业收入(亿元)	0.29	0.69	2.56
利润总额(亿元)	0.21	0.08	0.38
EBITDA(亿元)	0.25	0.14	4.95
经营性净现金流(亿元)	1.11	-6.45	-11.93
应收类款项/资产总额(%)	0.09	0.73	3.79
营业利润率(%)	67.99	-187.30	-37.71
净资产收益率(%)	0.13	0.03	0.11
资产负债率(%)	55.96	61.60	60.99
全部债务资本化比率(%)	50.92	55.84	50.23
流动比率(%)	59.29	53.74	123.71
全部债务/EBITDA(倍)	485.50	1465.32	54.15

分析师

竺文彬 王超 楚方媛

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

青岛地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”或“公司”）是青岛市地铁项目投资建设及运营管理主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了近年来，青岛市经济实力强，发展态势良好，为公司发展提供了良好的外部环境。公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有的专营优势，公司获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司地铁项目建设周期长、投资额大、债券规模上升快、业务具有较强的公益性特征和盈利能力弱等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。

未来随着地铁线路陆续完工投运，公司收入有望进一步增长，同时，青岛市政府对公司支持明确，对公司地铁项目建设的资本金投入和债务本息的偿还具有很强支撑作用。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券含可续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，利息支付条款设置使本期债券递延支付利息可能性较小，赎回权设置使本期债券在前 2 个重定价周期赎回存在不确定性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期可续期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期可续期公司债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 近年来，青岛市经济实力强，发展态势良好，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是青岛市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，具有区域专营地位。
3. 青岛市政府对公司支持明确，在设立地铁建设基金、财政资金拨付、资产划拨和政府补

助等方面给予公司有力外部支持，对公司建设项目的开展具有很强支撑作用。

4. 随着部分线路开通运营，公司票务收入稳步增长。

关注

1. 本期债券具有可续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，区别于普通公司债券，具有一定特殊性。同时，本期债券在前2个重定价周期赎回存在不确定性。
2. 地铁项目建设周期长，投资规模大，项目所需建设资金较多，公司对外部融资具有较强依赖性。
3. 青岛市地铁路网尚未形成规模，单位运营成本较高，公司盈利能力弱，利润依赖财政补贴。
4. 公司以长期债务为主的债务规模持续上升，债务规模不断增加。

声 明

一、本报告引用的资料主要由青岛地铁集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2019年青岛地铁集团有限公司 绿色永续期公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

青岛地铁集团有限公司（以下简称“本公司”或“公司”）于2013年3月根据青岛市人民政府下发的《青岛市人民政府关于组建青岛地铁集团有限公司的通知》（青政字[2012]99号）组建成立，成立时注册资本30.00亿元；截至2014年8月底，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”）实缴出资合计30.00亿元，公司注册资本和实收资本均为30.00亿元。2015年、2016年，公司收到国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）增资分别为15.00亿元和16.00亿元，计入资本公积，其中，2017年公司将国开基金出资的1.75亿元转至实收资本。截至2017年底，公司注册资本和实收资本均为31.75亿元，其中青岛市国资委持股比例为94.5%，国开基金持股比例为5.5%。青岛市国资委是公司控股股东和实际控制人。截至2017年底公司合并范围内共包含子公司12家（见附件1-2）。

公司经营范围：青岛轨道交通工程投资、融资、建设、运营与管理；基础设施、公共设施项目的工程建设管理、招标及技术服务；土地整理与开发；房地产开发；城市轨道交通相关资源的综合开发及管理；物业管理；国内广告业务；货物和技术的进出口业务；房屋、场地、设施租赁；展览展示服务；装饰装潢设计施工；工程监理（凭资质经营）；建筑工程设计；职业技能培训；销售带有地铁标志的纪念品。（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年底，公司内设财务部、计划合约部、企业管理部、安全质量部、征迁协调部等14个职能部门（详见附件1-1）。

截至2017年底，公司资产总额681.54亿元，所有者权益265.86亿元（含少数股东权益64.74亿元）；2017年，公司实现营业收入2.56亿元，利润总额0.38亿元。

企业地址：山东省青岛市市北区常宁路6号；法定代表人：贾福宁。

二、本期债券及募投项目概况

1、本期债券概况

公司拟于2018年发行额度不超过10.00亿元的绿色永续期公司债券（以下简称“本期债券”），本期债券无担保。本期债券在条款设置上区别于普通公司债券，具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

在永续期选择权方面，本次债券以每3个计息年度为1个重定价周期。在每个重定价周期末，公司有权选择将本次债券期限延长1个重定价周期（即延续3年）或全额兑付本次债券。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前30个工作日，在相关媒体上刊登永续期选择权行使公告。

利率

本期债券采用浮动利率形式，单利按年计息。在本期债券存续的前2个重定价周期（第1个计息年度至第6个计息年度）内，票面利率由基准利率加上基本利差确定。基准利率在每个重定价周期确定一次。首期基准利率为发行公告日前750个工作日的一周上海银行间同业拆放利率（Shibor（1W））的算术平均数（四舍五入保留两位小数），其后每个重定价周期的当期基准利率为在该重定价周期起息日前750个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数（四舍五入保留两位小数）。首次发行票面利率由公司和主承销商在发行时

根据簿记建档结果确定，并报国家有关主管部门备案。

如果公司选择延长本期债券期限，则在第 3 个重定价周期（第 7 个计息年度至第 9 个计息年度）内的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点；从第 4 个重定价周期开始，每个重定价周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上 600 个基点。

表 1 本期债券重定价周期票面利率计算方式

重定价周期（计息年度）	票面利率计算公式
前 2 个重定价周期 （第 1 至 6 个计息年度）	当期基准利率+基本利差
第 3 个重定价周期 （第 7 至 9 个计息年度）	当期基准利率+基本利差+300 个基点
从第 4 个重定价周期开始的每个重定价周期 （从第 10 个计息年度开始的每个计息年度）	当期基准利率+基本利差+600 个基点

资料来源：公司提供

清偿顺序

本期债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

递延利息支付

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。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司决定递延支付利息的，应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。

如果公司在某一计息年度末递延支付利息，则每递延支付一次，本期债券基本利差从下一个计息年度起上调 300 个基点，直到该笔递延的利息及其孳息全部还清的年度为止。

强制付息事件

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本条款已经

递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分红；（2）减少注册资本。

综合以上分析，本期债券含可续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，联合资信认为，利息支付条款设置使本期债券递延支付利息可能性较小，赎回权设置使本期债券在前 2 个重定价周期赎回存在不确定性。

2、募投项目概况

本期债券募集资金不超过 10.00 亿元，其中 7.00 亿元拟用于青岛市地铁 3 号线项目（以下简称“募投项目”或“3 号线”），3.00 亿元用于补充流动资金。

根据国家发展改革委于 2012 年 12 月印发的《国家发展改革委印发关于开展第二批国家低碳省区和低碳城市试点工作的通知》，确定了在包括青岛市在内的 29 个省市开展第二批国家低碳省区和低碳城市试点工作。因此，本期债券募投项目属于国家发展改革委办公厅关于印发《绿色债券发行指引》（发改办财金[2015]3504 号）中“（十二）类低碳发展试点示范项目”中的低碳省市试点项目。同时，2015 年中国金融学会绿色金融专业委员会编制发布的《绿色债券支持项目目录》中第 6 大类绿色项目中（四）清洁交通包括：铁路交通、城市轨道交通、清洁燃油生产装置建设、新能源汽车等。因此募投项目也属于《绿色债券支持项目目录》中绿色债券项目支持目录范围。

地铁 3 号线总投资 175.45 亿元，资本金比例为 45%，全部由青岛市财政承担，剩余资金通过银行贷款等方式外部筹集。截至 2018 年 6 月底，累计完成投资 172.50 亿元，3 号线主体工程已竣工，并取得《竣工验收备案证/表》，但尚未完成竣工决算。目前 3 号线项目实际支付金额约 164 亿元，主体施工部分的尾款及同期预留工程施工款尚未全部支付，且部分已实

际支付资金系通过银行贷款筹资，拟通过筹集本期债券偿还。

表 2 本期债券募投项目情况 (单位: 亿元)

募集资金用途	项目总投资额	使用募集资金额度	募集资金占本期债券比例	相关批复文件
青岛市地铁 3 号线	175.45	7.00	70.00%	《关于青岛市地铁 3 号线工程可行性研究报告的批复》(发改基础[2010]567 号)、《关于对青岛市地铁一期工程(3 号线)环境影响报告书的批复》(环审[2009]592 号)、《关于青岛市城市轨道交通地铁 3 号线工程建设用地预审意见的复函》(国土资源审字[2009]435 号)、《建设用地规划许可证》(地字第 370200201001006 号)

资料来源: 公司提供

三、宏观经济和政策环境

2017 年, 在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下, 我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策, 协调经济增长与风险防范, 同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境, 2017 年我国经济运行总体稳中向好, 国内生产总值(GDP) 82.8 万亿元, 同比实际增长 6.9%, 经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看, 西部地区经济增速引领全国, 山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看, 农业生产形势较好, 工业生产稳步增长, 服务业保持快速增长态势, 第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升, 产业结构持续改善。从三大需求来看, 固定资产投资增速有所放缓, 居民消费维持较快增长态势, 进出口大幅改善。全国居民消费价格指数(CPI) 有所回落, 工业生产者出厂价格指数(PPI) 和工业生产者购进价格指数(PIRM) 涨幅较大, 制造业采购经理人指数(制造业 PMI) 和非制造业商务活动指数(非制造业 PMI) 均保持扩张, 就业形势良好。

2018 年上半年, 我国继续实施积极的财政政策, 通过减税降费引导经济结构优化转型, 继续发挥地方政府稳增长作用, 在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月, 我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元, 收入同比增幅

(10.6%) 高于支出同比增幅(7.8%); 财政赤字 7261.0 亿元, 较上年同期(9177.4 亿元) 有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境, 市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下, 2018 年 1~6 月, 我国 GDP 同比实际增长 6.8%, 其中西部地区经济增速较快, 中部和东部地区经济整体保持稳定增长, 东北地区仍面临一定的经济转型压力; CPI 温和上涨, PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势; 就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月, 三大产业保持较好增长态势, 农业生产基本稳定; 工业生产增速与上年全年水平持平, 但较上年同期有所回落, 工业企业利润保持较快增长; 服务业保持较快增长, 仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快, 但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓, 导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月, 全国固定资产投资(不含农户) 29.7 万亿元, 同比增长 6.0%, 增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施, 民间投资同比增速(8.4%) 仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款(PSL) 大幅增长推升棚改贷规模等因素影响, 房地产投资保持较快增速(9.7%), 但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧, 导致 2018 年 3 月以来房地

产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1~6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，我国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或

呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将进一步放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将进一步放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将进一步小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，包括地下铁道、轻轨、单轨、有轨电车、市域快轨、磁悬浮线路和磁悬浮（APM）等7种制式。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，具有良好的社会效益。同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业发展概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口的也相应增长，2017年中国城镇化率已达58.52%，城镇化人口达8.13亿元，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续

发展的重大战略。

近年来，全国多城市地铁在建，国内轨道交通事业迅猛发展，近五年运营里程翻倍，完成投资约1.5万亿。根据《城市轨道交通2017年度统计和分析报告》，截至2017年底，中国大陆地区共34个城市开通运营城市轨道交通，共计165条线路，运营线路总长度达5033公里。其中，地铁3884公里，占77.2%。年度新增运营线路长度创历史新高，达879.9公里，同比增长21.2%。全年累计完成客运量185亿人次，同比增长14.9%。拥有2条及以上城轨交通运营线路的城市已增加到26个。

2017年，中国城市轨道交通完成投资4762亿元，同比大幅增长23.8%，截至2017年底，中国共有62个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的18个城市），规划线路总长达7424公里，已批复规划线路总投资38756亿元。未来30年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。十三五期间，全国有100多个城市规划了建设线路，预计新增通车里程超过4000公里，同比增长100%，投资将超过2万亿元，预计到2020年，中国轨道交通运营里程将达到7700公里。

（2）行业竞争概况

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密度客流的出行问题方面均有明显优势。

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然的垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展相对较早，目前的线路网初具规模，而内地二线城市目前还处于

建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来对到交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

（3）轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期比较长的经济特性。目前，中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企业共建的模式。

在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在30~40%左右，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业以政府信用担保通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。由于地铁运营具有公益性特征，轨道交通运营要在很大程度上也依赖政府的财政补贴。

中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一由政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通可持续发展。引入社会资本的模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制以提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）行业关注

① 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，

中国轨道交通占城市公共交通运量不超过15%，主要由于线网效应不明显，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较高，中国大部分城市地铁运营环节均处于亏损状态。

② 价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

③ 原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁、水泥、玻璃等建筑业原材料价格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

(5) 行业发展

中国宏观经济稳定运行及城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。

从行业投资体制和运营模式上来看，轨道交通行业未来将逐步由单一的政府投资转变到投资主体的多元化，有利于增强其资金保障。政府将可能建立更完善的国有资产增值保值机制，同属于一个城市的轨道交通可能被划分给不同的主体经营，实现其在管理效率、经营水平等方面的竞争，形成规模经营、适度竞争的格局。

在快速发展过程中，线路新建申报要求将更加严格和全面，以促进城市轨道交通行业健康持续发展。2018年1月出台的《关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，首次要求拟建项目日均客流量不低于每日每公里0.7万人次、资本金比例不低于40%，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2. 区域经济环境概况

公司主要从事青岛市地铁投资建设，公司的经营、投资状况及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与城市建设、城市发展规划密切相关。青岛市经济状况和地铁综合开发规划对公司的发展有重要意义。

近年来，青岛市经济实力强，发展态势良好，产业结构不断优化，市区人口增长加快，为公司发展提供了良好的外部环境。

2015~2017年，青岛市经济总量近年来持续增长，年均复合增长7.94%，2017年青岛市全年实现GDP为11037.28亿元，按可比价格计算，同比增长7.5%。分产业来看，2017年青岛市第一产业增加值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。产业结构较为合理。近年来，青岛市固定资产投资规模持续增长，2017年全市固定资产投资7777.1亿元，增长7.4%；其中，第一产业投资增长17.8%，第二产业投资下降9.3%，第三产业投资增长22.5%。2018年1~6月，青岛市全市生产总值5985.43亿元，按可比价格计算，增长7.6%。分产业看，第一产业增加值194.17亿元，增长3.1%；第二产业增加值2552.59亿元，增长8.0%；第三产业增加值3238.67亿元，增长7.6%。三次产业比例为3.2:42.6:54.2。

近三年，青岛市常住人口年均复合增长1.06%，2017年，全市常住人口929.05万人，增长0.94%；其中，2015~2017年，青岛市市区常住人口年均复合增长12.94%，2017年市区常住人口625.25万人，增长25.79%。全市居民人均可支配收入38763元，增长8.6%。全市居民人均可支配收入中位数36285元。全市居民人均消费支出25232元，增长8.5%。按常住地分，城镇居民人均消费支出30569元，增长8.1%；农村居民人均消费支出12928元，增长7.7%。总体看，青岛市市区人口规模增长快，人均可支配收入有所增长，为公司发展创造良好外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2017年底，公司注册资本和实收资本共计31.75亿元，青岛市国资委为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争优势

公司是青岛市轨道交通工程建设、运营、管理及轨道交通空间资源开发领域唯一的实施主体，公司承担青岛轨道交通工程投融资、建设、运营与管理，区域专营性强。

公司是青岛市轨道交通建设运营的唯一主体，承担青岛市全部轨道交通工程项目的规划、投融资、招投标、建设、资源开发与运营等职能并享有相应的权益和收益，区域专营性强。

公司与青岛市地铁工程建设指挥部办公室是一套机构、两块牌子，综合行使指挥协调、监督考核、组织房屋征收与补偿、审核线网规划与站点布局、引导扶持地铁装备制造产业发展及相关产业培育等职能。

公司设置三家分公司，分别负责地铁建设、运营和资源开发工作。其中，青岛市地铁建设分公司主要负责地铁线路及配套設施的建设及前期工作；青岛市地铁运营分公司主要承担青岛轨道交通的行车组织、乘客服务、票务收益、系统设备的维修管理以及新线运营筹备等工作；青岛市地铁资源开发分公司主要负责推进地铁沿线土地及上盖物业综合开发、核心资源开发和地铁对外投资工作。

截至2017年底，公司合并范围内共包含子公司12家，合并口径资产总额681.54亿元，所有者权益265.86亿元。

3. 人员素质

公司高管人员文化素质较高，管理经验较丰富，有利于公司的长远发展；公司员工整体素质较好，能够满足日常工作需要。

截至2017年底，公司本部现有高管12人，其中董事长1人、总经理1人、副总经理5人、纪委书记1人、总工程师1人、总会计师1人、财务总监1人、监事会主席1人，均具有大学本科以上学历。公司高层领导均具备较长的从业经历和较高的专业水平。

贾福宁先生，董事长，1968年生，汉族，研究生学历，中国共产党员，曾任曾任青岛市城市建设综合开发管理处技术员；青岛市城市建设综合开发管理办公室预算财务处处长、青岛市建设委员会建设处长、青岛市市北区政府副区长、青岛市城乡建设委员会副主任、党委委员、青岛市地铁工程建设指挥部常务副总指挥、办公室副主任、党委副书记；现任青岛市地铁工程建设指挥部常务副总指挥、办公室主任、党组书记，及公司董事长、党委书记。

王永亮先生，总经理，1965年生，汉族，硕士研究生学历，中国共产党员，曾任青岛市四方区市政养护管理处计划技术科科长，青岛四方区市政工程养护建设总公司总经理；四方区城市建设管理委员会主任，西藏日喀则市城市建设管理局长；西藏日喀则副市长；青岛四方区政府副区长、党组成员；四方区委常委、宣传部长；青岛地铁工程建设指挥部副总指挥、办公室副主任、党组成员。现任青岛市地铁工程建设指挥部副总指挥、办公室副主任、党组副书记，公司总经理和董事。

2017年底，公司本部员工总数243人。按学历分，拥有本科及以上学历的235人，大专及以下学历的8人；按年龄分，51岁及以上的为15人，30~50岁的为80人，30岁及以下的为148人。公司员工整体素质较好。

4. 外部支持

由于城市轨道交通业具有较强准公益产品特征，运营后通常处于亏损状态，公司作为青岛市轨道交通投资建设的唯一主体，持续获得在设立地铁建设基金、财政资金拨付、资产划拨和政府补贴等方面的外部支持。

(1) 青岛市地方财政实力

近年来，青岛市一般公共预算收入和政府基金收入整体保持增长趋势，全市财政实力不断增强。

一般公共预算收入方面，2015~2017年，青岛市一般公共预算收入年均复合增长7.24%。2017年，青岛市一般公共预算收入1157.11亿元，增长7.1%，其中税收收入完成823.94亿元，增长11.4%；税收收入占一般公共预算收入的71.21%，财政收入稳定性较好；一般公共预算支出1403.03亿元，增长3.7%；财政自给率82.47%，青岛市财政自给能力尚可。基金收入方面，2015~2017年青岛市基金收入年均复合增长6.80%，主要来自于国有土地出让收入。2017年，青岛市政府性基金收入534.35亿元，同比增长20.02%。政府性基金支出637.08亿元，同比增长22.98%。同时，上级补助收入整体保持增长，为财政收入提供一定支撑。

截至2017年底，青岛市地方政府性债务余额1062.38亿元，债务率为32.97%。

2018年上半年，全市一般公共预算收入完成664.46亿元，同比增长6.5%，完成预算的53.9%；全市政府性基金收入312.32亿元，同比增长51.6%。全市一般公共预算支出完成840.45亿元，同比增长8.5%，完成预算的56.3%；全市政府性基金支出291.51亿元，同比增长24.3%。2018年上半年，青岛市财政自给率为79.06%，较上年底小幅下降。

(2) 财政资金拨付

为规范地铁项目建设资金（以下简称地铁资金）的监督管理，提高地铁资金使用效益，保障地铁项目建设顺利实施，青岛市政府制定、颁布了青岛市地铁项目建设资金监督管理办法（以下简称“管理办法”），详细规定了地铁项目建设基金的来源、筹措、归集、使用等相关事宜。资金来源包括市本级财政预算安排的资金、地铁建设基金、规定的出让收益与相关物业开发收益等政府资源性收益资金，用

于地铁项目建设的银行贷款以及以企业债券、中长期票据等融资方式的资金等。市财政设立地铁资金专户，用于归集各种渠道取得的地铁资金。地铁资金流转实行专户储存、专款专用。同时，管理办法也明确公司通过银行贷款、企业债券、中长期票据等方式融资所需的还本付息的资金也由市政府筹集划入专户进行管理。

地铁建设基金方面，根据《青岛市人民政府关于设立地铁建设基金的意见》（青政字[2010]11号），青岛市地铁建设基金自2010年3月1日开始提取，在青岛市下辖市南区、市北区、四方区、李沧区、崂山区、黄岛区、城阳区（含高新区，以下简称“七区”）和即墨市、胶州市、胶南市（以下简称“三市”）的行政区域内，以出让等有偿使用方式配置国有建设用地使用权（不含行政划拨）收取出让金的，按照七区的土地出让金总额的10%、三市的土地出让金总额的5%提取地铁建设基金。根据2016年11月9日颁布并于2017年1月1日执行的《青岛市轨道交通土地资源开发利用管理办法》（青岛市人民政府令[第249号]）规定轨道交通规划线路两侧特定区（沿线1000米内，土地使用权出让收入由市和区（市）按照3:7比例分配）和核心区（沿线200米内的土地出让金除上缴中央、省的部分和土地整理费用外，全额上缴财政计入地铁基金）及其他区域（按照土地使用权出让金额的10%计提地铁建设基金）按规定比例计提土地出让金归集地铁基金。

青岛市政府财政按计划每年平均拨付给地铁建设资金款30亿元左右，部分年度拨付资金可达80亿元。截至2017年底，青岛市财政已汇总拨付各项地铁资金共175.00亿元，建设资金款到位情况良好。

(3) 资产划拨

2014年，政府将国信集团所属青岛市地下铁道公司及其下属公司整体划归公司，资产划转范围包括青岛市地下铁道公司资产、市财政拨付的地铁项目资本金以及地铁3号线银团贷

款等与地铁相关的所有资产（青国资规[2014]7号）。

（4）政府补贴及税收优惠

截至 2017 年底，公司在建的地铁 1 号线、13 号线一期、13 号线二期、4 号线、8 号线均采用政府与社会资本合作的 PPP 模式，上述项目 PPP 实施方案均已通过财政承受能力论证，并获准实施（青财债[2016]17 号、青财债[2016]51 号）。根据财政部《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》（财金[2015]21 号），通过论证且经同级人民政府审核同意实施的 PPP 项目，支出责任应纳入预算统筹安排。未来上述项目所涉及的建设、运营所需现金流将通过财政可行性缺口补助予以保障，补助纳入预算。

对于公司前期在建的 3 号线、2 号线，公司签订了《建设及运营协议》，其中约定政府除在项目建设期提供资金支持之外，还将安排现金流确保项目运营需求。2016~2017 年，项目运营补贴分别为 1.74 亿元和 5.60 亿元。其中，2016 年运营补贴系 3 号线北段营运后收到运营补亏款，计入“营业外收入”；2017 年运营补贴快速增加，系开通线路增多所致。2017 年运营补贴系 3 号线全线及 2 号线运营补亏款，计入“其他收益”科目。截至 2017 年底，政府运营补贴资金到位 2.00 亿元，在“收到其他与经营活动有关现金”科目中体现，运营补贴尚未到位金额 5.34 亿元，在“其他应收款”科目体现。

根据《国家税务总局关于城市公交站场道路客运站场 城市轨道交通系统城镇土地使用税优惠政策的通知》（财税[2016]16 号），为支持公共交通发展，城市轨道交通系统运营用地（包括车站（含出入口、通道、公共配套及附属设施）、运营控制中心、车辆基地（含单独的综合维护中心、车辆段）以及线路用地，不包括购物中心、商铺等商业设施用）免征城镇土地使用税。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告》（机构信用代码：G1037020202071270J），截至 2018 年 11 月 16 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好，截至 2018 年 11 月 21 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依照现代化企业制度要求，建立了包括董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构，运行情况良好。

青岛市国资委代表青岛市人民政府对公司依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等出资人权利。

公司设有股东会，由股东会委行使以下权利：决定公司的经营方针和投资计划；依照有关规定任免、委派董事、监事，决定有关董事的报酬事项；审议批准董事会及监事会报告；审议批准公司的年度经营预决算方案、修改公司章程等重大事项等。国开基金不参与公司日常经营决策。

公司设董事会，现有董事会成员 3 名，由青岛市政府委派，设董事长 1 名。董事会负责决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的中长期发展战略、制定公司的年度经营预决算等事项。董事每届任期三年，任届期满，按照有关规定和程序可以连任。

公司设监事会，监事会成员共 3 人，包括监事会主席 1 人，设监事会秘书 1 名。监事每届任期三年，被青岛市国资委连续委派或连续当选可以连任。

公司设总经理，总经理对董事会负责，行使以下职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方

案，制定公司的具体规章等。总经理每届任期三年，任届期满，按照有关规定和程序可以连任。

2. 管理水平

根据地铁建设及日常经营需要，公司建立了较为健全管理制度，能够保障公司正常运行。

公司总部设有集团办公室、法律事务部、人力资源部、财务部、计划合约部、安全质量部、信息管理部、征迁协调部等职能部门，能够满足日常管理的需要。公司设立了较完善的内部控制制度，包括财务管理、投融资管理、资金管理以及招投标管理等体系，对公司重大事项进行决策和管理。

预算管理方面，公司制定了《青岛地铁集团有限公司全面预算管理暂行办法》，规定了公司的全面预算包括资本预算、资金预算、业务预算、财务预算四个相互联系的基本组成部分。全面预算管理体系中各项预算应相辅相成，密切关联，前后衔接，形成一个完整的体系，共同实现集团内部控制和管理目标。

重大财务事项方面，公司制定了《青岛地铁集团有限公司权属企业重大财务事项管理暂行办法》，规定了按照权属企业重大财务事项的管理根据事项的性质和对出资人权益的影响程度不同分别采用核准、备案、报告形式。对于权属企业重大财务事项，实行动态监控、全程跟踪的管理制度。

建设工程方面，公司制定了《青岛地铁集团有限公司建设工程计划统计管理办法》，规定了计划合约部是地铁集团计划统计管理的职能部门，对地铁集团计划统计工作实行统一管理和组织协调。地铁集团相关部门、所属单

位在计划合约部的组织协调下，负责本部门、本单位职责内的计划统计工作。

安全生产方面，公司制定了《青岛地铁集团有限公司安全生产管理办法》，规定了各单位应统一协调管理承包、承租单位的安全生产工作，严格审核承包、承租单位的合法性、专业技术能力及安全资质，开展现场作业安全风险分析，做好安全监督管理。承包、承租合同签订时，必须同时签订安全生产管理协议或列明相关条款，明确安全生产责任。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是青岛市轨道交通工程建设、运营、管理及轨道交通空间资源开发领域唯一的实施主体。随着部分线路开通运营，公司经营板块不断丰富，票务收入逐步增长，受业务公益性等因素影响，公司经营持续亏损，对运营补贴依赖较高。

2015~2017年，公司营业收入规模较小但增长较快，年均复合增长196.31%，主要系自2016年公司首条线路开通运营，新增票务以及广告、物业等资源开发板块，相关收入占比快速增长，2017年公司实现营业收入2.56亿元，同比增长273.85%。收入构成上，主营业务收入占比由2015年的38.76%上升至90.09%，收入构成以票务收入和房屋出租收入为主，占比分别为58.23%和18.29%，其他板块收入规模较小，对公司营业收入贡献较小。

受行业特征及运营初期线网效应不明显等影响，2016年起公司毛利率由正转负，2017年公司主营业务综合毛利率为-48.32%，其中票务收入毛利率为-109.20%，广告及房屋出租板块毛利率水平保持在较高水平。

表3 2015~2017年公司营业收入构成(单位:万元)

收入项目	2015年			2016年			2017年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
票务收入				1894.08	27.61	-8.49	14932.14	58.23	-109.20
工程收入	228.70	7.83	24.76	644.74	9.40	16.17	704.66	2.75	29.85

广告收入		0.00	0.00	644.04	9.39	69.61	1376.81	5.37	64.91
房屋出租收入	298.28	10.21	35.87	167.11	2.44	38.91	4690.77	18.29	64.11
利息收入	0.00	0.00	--	--	0.00	0.00	431.98	1.68	100.00
物业收入	--	--	--	--	--	--	737.10	2.87	58.26
商贸收入	--	--	--	--	--	--	55.81	0.22	25.04
其他	605.02	20.71	37.00	81.89	1.19	-780.31	174.27	0.68	89.27
主营业务小计	1132.00	38.76	34.23	3431.86	50.03	-469.39	23103.56	90.09	-48.32
其他业务小计	1788.70	61.24	97.78	3427.45	49.97	97.02	2540.14	9.91	89.84
合计	2920.70	100.00	73.15	6859.31	100.00	-186.37	25643.69	100.00	-34.64

资料来源：审计报告

2. 地铁投资建设

公司地铁建设模式多元，引入社会资本一定程度缓解项目资本支出压力，但在建拟建项目较多，资本支出压力仍较大，公司面临一定的融资压力。

截至2017年底，公司共有7个在建轨道交通项目，主要可以分为PPP建设模式和非PPP建设模式两类。其中，地铁2号线一期工程主要为政府和公司投资共建；城际轨道11号线工程为BOT模式；其余5个在建项目均为PPP建设模式，且相关的《PPP项目实施方案》均已通过青岛市财政局批复。

地铁2号线一期工程资本金由市级财政提供，其余部分采用银行贷款方式筹集。资本金归集在青岛市财政备案的地铁项目建设资金专户。青岛市人民政府与公司签署的《青岛市地铁2号线一期工程项目建设及运营协议》（合同编号：M2-QT-2013-191）中明确财政拨付资本金的金额及分年到位计划，同时项目运营期间政府将拨付资金，满足运营所需现金流。青岛市地铁2号线一期工程总投资185.34亿元，其中，资本金64.87亿元，占总投资的35.00%

城际轨道11号线（即青岛蓝色硅谷段城际轨道），采用“投融资+设计施工总承包+回报”的BOT建设模式。承建方为中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”）。建设资金来源方面，项目征地补偿及房屋拆迁补偿（18.22亿元）由工程沿线区、市政府承担，车辆购置费（11.70亿元）及铺底流动资金（0.16亿元）由公司通过融资租赁解决，其余资金由

中国铁建融资解决。建成时，由公司支付承包方股权转让金和融资费用，受让中国铁建所持股份。股权转让由地铁集团3年4次完成，资金来源为沿线区市。青岛市城际轨道11号线工程总投资194.66亿元，资本金占总投资的30%。城际轨道11号线项目公司不列入地铁集团合并范围。

城际轨道13号线一期（即青岛市红岛—胶南城际（井冈山路—大珠山段））采用PPP模式投资建设，青岛地铁以政府资本身份与社会资本中国交通建设股份有限公司合资成立青岛市西海岸轨道交通有限公司作为项目公司，负责投融资、建设、运营及管理地铁线路。城际轨道13号线一期项目计划总投资119.42亿元，项目资本金占总投资的30%，青岛地铁代表政府持股30%，剩余资本金由社会资本方中国交通建设股份有限公司出资。债务性资金采用银行贷款等方式筹措解决。待项目建成运营后，由公司受让投资方所持股权实现社会资本退出，并承接相应债务。项目运营所需资金由市、区两级政府共同承担。

地铁1号线项目、城际轨道13号线二期、地铁4号线项目和地铁8号线项目均采用“股权合作+BOT”的PPP合作模式。青岛地铁代表政府资本与社会资本合作成立项目公司，上述项目中社会资本方包含施工类投资人和其他类投资人（金融类投资人、基金类投资人等）。2017年，青岛市人民政府授权青岛市地铁工程建设指挥部办公室分别与公司子公司青岛市地铁一号线有限公司、（以下简称“1号线项

目公司”）、子公司青岛市地铁十三号线有限公司（以下简称“13号线项目公司”）、子公司青岛市地铁四号线有限公司（以下简称“4号线项目公司”）和子公司青岛市地铁八号线有限公司（以下简称“8号线项目公司”）签订了各工程项目的PPP合作合同。具体来看，地铁1号线计划总投资399.91亿元，资本金占比35%，其中公司出资占资本金的20%，其余项目资本金由中标的社会资本各方承担，债务性资金通过银团贷款方式解决。城际轨道13号线二期计划总投资126.15亿元，资本金占比40%，其中公司以黄岛区计提的地铁建设基金作为资本金出资，不低于资本金的30%，地铁建设基金额度不足部分由黄岛区政府财政资金及时补充，其余项目资本金由中标的社会资本各方承担，不高于资本金的70%；债务性资金通过银团贷款方式解决。地铁4号线项目计划总投资172.76亿元，资本金占比35%，其中公司资本金出资占30%，其余部分主要由政府与社会资本合作筹措，资本金之外部分出资由公司通过社会化融资手段解决。地铁8号线计划总投资380.52亿元，资本金占比40%，其中公司资本金出资占30%，其余部分主要由政府与社会资本合作筹措，资本金之外部分出资由公司

通过社会化融资手段解决。上述PPP项目社会资本方出资部分将由公司作为政府出资代表在项目建成后，根据运营及竣工决算等相关情况与社会资本协商启动股权受让计划，各PPP项目实施方案均已通过财政承受能力论证并获准实施，财政支出责任通过可行性缺口补助的形式纳入预算统筹安排。

拟建工程中地铁6号线一期计划总投资179.14亿元，资本金比例为40%，具体融资方案正在探讨中。

从以上各条线路的投融资模式来看，公司工程建设资金主要系政府和社会资本方共同出资项目所需资本金，剩余建设资金由银行中长期贷款予以解决。截至2017年底，公司在建项目总投资1578.76亿元，其中项目资本金合计为562.20亿元，项目已完成投资555.49亿元，已到位为216.22亿元，资本金到位情况良好。从现有在建、拟建线路的投资计划看，2018~2020年投资规模大，已有具体规划的公司在建及拟建项目计划总投资约750亿元左右，公司未来将面临较大的融资压力，同时各级政府资本金、地铁建设基金和社会资本方资本金等资金到位情况将影响地铁项目进度，联合资信将持续关注资本金的到位情况。

表4 截至2017年底公司在建及拟建项目建设模式情况（单位：公里、亿元、%）

项目名称	全长	总投资	资本金	已到位资本金	已投资	计划工期	公司持股比例	项目模式	未来计划投资		
									2018年	2019年	2020年
2号线（一期）	25.18	185.34	64.87	50.68	137.91	2012-2019	100	资本金+银团	10.13	22.00	0.00
11号线	58.35	194.66	58.40	7.15	142.04	2012-2018	0	BOT	6.26	6.00	0.00
1号线	59.97	399.91	139.97	52.08	96.98	2015-2020	20	PPP	53.12	109.00	104.00
13号线（一期）	28.80	119.42	35.83	41.25	81.82	2015-2018	30	PPP	8.45	0.00	0.00
13号线（二期）	41.14	126.15	50.46	24.06	49.25	2015-2019	30	PPP	21.64	22.00	0.00
4号线	26.00	172.76	60.47	22.87	13.07	2016-2021	30	PPP	12.90	35.59	62.66
8号线	60.74	380.52	152.21	18.13	34.42	2017-2021	30	PPP	50.38	91.01	72.25
小计	300.18	1578.76	562.20	216.22	555.49	--	--	--	162.88	285.60	238.91
拟建											
6号线一期	30.19	179.14	--	--	0.87	--	100	--	0.82	8.00	56.48
小计	30.19	179.14	--	--	0.87	--	--	--	0.82	8.00	56.48
合计	330.37	1757.90	562.2	216.22	556.36	--	--	--	163.70	293.60	295.39

注：公司在建和拟建项目的总投资额和资本金额数据来源为可研或概算批复数据；2号线一期东段于2017年底已通车，西段仍处于在建建设中，仍归类在在建项目；11号线项目不纳入合并报表范围，其他各地铁项目均纳入公司合并报表范围。

资料来源：公司提供

3. 经营板块分析

(1) 地铁运营

自部分线路陆续开通运营以来，公司票务收入逐年增长，但票务运营业务仍处于亏损状态，对补贴依赖高。

2015年12月16日，青岛地铁3号线北段开通试运营，运营线路为北段10个站点，试运营里程为12公里；2016年12月18日，3号线全段已于实现全线开通运营，总里程达29公里。受2016年1~11月试运营期间运营里程短，客流量少的影响，该线2016年平均日客流量为3.01万人次/日，实现扣税后票务收入1894.08万元；2017年，日均客流量增至17.44万人次左右，实现票务收入1.46亿元。3号线主体工程自2016年底转为固定资产（3号线同期实施的预留工程尚未结算，在“在建工程”核算）。

2号线一期东段于2017年底开通运营，运营里程为19.65公里，年内运营里程和票务收入均处于较低水平，2017年实现票务收入364.96万元，平均日客运量为9.52万人次。

2016~2017年，公司对青岛地铁3号线、2号线相关固定资产暂不计提折旧，待《青岛市轨道交通建设运营财政补助资金管理办法》出台后，公司将明确固定资产折旧计提方式问题。

青岛市轨道交通实行行程票制。票价政策为：起步价2元，起步里程5公里。5~10公里（含），票价为3元。10~17公里（含），票价为4元。17~27公里（含），票价为5元。27~38公里（含），票价为6元。超过38公里后，票价每增加1元，可乘坐20公里。

表5 2016~2017年地铁线路运营指标

	2016年	2017年	
	3号线	3号线	2号线
票务收入（万元）	1894.08	14568.61	364.96
客运总量（万人次）	1102.41	6363.80	209.41
平均日客运量（万人次/日）	3.01	17.44	9.52

列车正点率（%）	99.98	99.96	99.99
运营里程（万车公里）	614.58	1659.60	91.98

注：此处票务收入为不含税收入；

资料来源：公司提供

预计未来随着青岛市开通线路的增多和地铁网络效应的显现，公司票务收入将成为公司收入主要来源，但同时由于地铁轨道运营准经营性的特点，随着营业成本的确认，公司营运亏损不可避免，联合资信将继续关注公司地铁运营亏损和政府对公司的票务补贴情况。

(2) 广告及物业业务

随着运营地铁线路增加，公司广告及物业收入大幅增长。

公司传媒业务主要为广告设计、制作及发布收入，由子公司青岛地铁文化传媒有限公司负责运营，2016年，随着3号线投入运营，公司传媒业务取得营业收入644.04万元，毛利率为69.61%。2017年青岛地铁2号线投入运营，当年公司传媒业务取得营业收入1376.81万元。未来该公司的定位涵盖地铁报、地铁移动电视、地铁杂志、地铁图书阅读设备、新媒体融合，以及其他多种形式的地铁空间媒体运营，打造地铁全媒体传播平台。同时，通过对地铁全媒体的市场运营，稳步提升在青岛传媒领域的市场份额。

2017年公司新增物业收入737.10万元，由资源开发公司负责经营，主要为地铁站点周边物业，毛利率为58.26%，伴随着线路开通增多，该部分业务收入增加较快。

(3) 工程、房租及其他业务

公司其他业务有序开展，租赁业务及接口费、广告经营权业务收入对公司收入形成一定补充。

公司目前处于建设运营初期，工程、房租及其他业务收入对公司营业收入影响较大。工程收入方面，实施主体为子公司青岛地铁实业公司，主要为围挡安装等工程项目，2015~2017年分别确认收入228.70万元、644.74万元和704.66万元，收入规模受地铁项目建设集中度

差异波动较大；三年毛利率分别为24.76%、16.17%和29.85%。

房屋出租方面，出租收入主要是子公司青岛地铁实业公司、青岛益群地下城开发有限公司（以下简称“群益地下城公司”）和集团本部的自有房屋和地下车库的出租收入，2015~2017年公司分别确认房屋出租收入298.28万元、167.11万元和4690.77万元，2017年租赁收入增加主要是由于当年益群公司火车站地下商场重装开业，租赁面积大幅增长，相应的出租价格较高导致。

2017年新增利息收入431.98万元，主要是子公司青岛地铁金融控股有限公司融资租赁等业务产生的利息收入，毛利率为100.00%。

公司主营业务中的其他收入主要为街道维护、劳务收入和快餐业务收入等，近三年收入波动较大，其中2016年因地铁1号线和3号线火车站站点施工，群益停车场和快餐业务考虑安全因素停业，该板块收入规模较2015年大幅减小。

公司其他业务收入主要为接口费收入、广告经营权收入，近三年分别为1788.70万元、3427.45万元和2540.14万元；其他业务毛利率高，基本维持在90%左右。

整体看，公司目前收入规模较小，随着更多地铁线路的正式运营，公司将新增票务和广告等业务板块，预计公司收入规模将有所上升，工程收入、房屋出租收入及其他收入将对公司收入形成一定补充。

4. 未来发展规划

根据《青岛市轨道交通线网规划调整（2015）》，青岛市轨道交通远景年线网由市区轨道交通和轨道交通快线组成，共规划有18条线路，全长807公里。“十三五”期间，公司将继续建设1号线、2号线一期、11号线、13号线等线路，开工建设4号线、6号线一期、6号线二期、8号线、12号线、青平城际、2号线二期、7号线、9号线一期、16号线及支线等10

条地铁线，实现1号线、2号线一期、3号线、4号线、11号线、13号线等6条地铁线通车，并结合城市发展需求适时启动西海岸经济技术开发区、新区中心区、城阳现状城区、红岛经济区、即墨中心城区、蓝色硅谷核心区的有轨电车建设，实现地铁与有轨电车的有效衔接。

至“十三五”末，青岛市轨道交通在建里程396公里，通车运营里程342公里（含有轨电车74公里），轨道交通日客运量达到约230-280万人次。轨道交通出行约占公共交通出行的26%，占中长距离公共交通出行的42%。实现主城区与“一谷两区”之间、各组团内部的两个45分钟交通圈以及各组团外围与主城区的1小时快速联系。东岸中心城区初步建成以轨道交通为骨干的城市公共交通体系，形成“三横五纵”的轨道交通网络，缓解城市交通拥堵问题。北岸城区结合蓝色硅谷核心区、新机场、济青高铁红岛枢纽建设，建成连接中心城区、西海岸新区的轨道交通快线网络；西岸城区依托国家级西海岸新区规划和发展，建成新区内部的轨道交通体系。

此外，公司积极发展金融板块，打造轨道交通产业链金融业务。公司于2016年7月成立青岛地铁金融控股有限公司，注册资本8.00亿元，系公司全资子公司。青岛地铁金融控股有限公司主要从事以自有资金投资、企业管理、投资咨询、地铁项目投资、运营、管理，融资租赁业务，先后参股青岛资产管理有限公司、青岛闪收付信息技术有限公司、山东利安佰通信息科技有限公司，并控股青岛地铁融资租赁股份有限管理公司、青岛地铁股权投资基金管理公司、青岛地铁商业保理有限公司。公司金融板块将成为公司未来业务的重要补充。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对三年财务报

告分别进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并报表范围方面，截至2017年底公司合并范围内共包含子公司12家。其中：2015年公司新纳入合并范围3家子公司，青岛市西海岸轨道交通有限公司、青岛市十三号线有限公司和青岛市地铁一号线有限公司，均为公司投资设立；2016年公司新纳入合并范围子公司6家，青岛地铁物业管理有限公司、青岛市地铁八号线有限公司、青岛市地铁四号线有限公司、青岛地铁文化传媒有限公司、青岛地铁资源开发有限公司和青岛地铁投资发展有限公司（后更名为青岛地铁金融控股有限公司），均为公司投资设立。2017年公司新纳入合并范围子公司5家，青岛市地铁六号线有限公司、青岛地铁股权投资基金管理有限公司、青岛常宁创新股权投资基金（有限合伙）、青岛地铁商业保理有限公司和青岛市地铁十四号线有限公司，均

为投资设立。上述涉及变动的子公司所涉及的资产、权益规模均较小，公司合并范围变动对财务可比性影响小。

截至2017年底，公司资产总额681.54亿元，所有者权益265.86亿元（含少数股东权益64.74亿元）；2017年公司实现营业收入2.56亿元，利润总额0.38亿元。

2. 资产质量

近三年，公司资产规模快速增长；资产以地铁在建和完工项目为主，在建工程和固定资产占比较大；受限资产规模大；公司资产流动性弱，资产质量一般。

2015~2017年，公司资产快速增长，年均复合增长60.45%。截至2017年底，公司资产总额681.54亿元，同比增长64.83%。公司资产以非流动资产为主。

表6 公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项目	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.34	5.04	24.75	5.99	80.10	11.75
其他应收款	0.21	0.08	2.88	0.70	25.54	3.75
其他流动资产	3.39	1.28	9.78	2.37	29.37	4.31
流动资产合计	17.02	6.43	37.73	9.12	136.97	20.10
可供出售金融资产	0.00	0.00	5.27	1.27	5.65	0.83
固定资产	0.66	0.25	147.72	35.73	147.72	21.67
在建工程	227.17	85.80	195.94	47.39	357.51	52.46
其他非流动资产	19.50	7.37	25.64	6.20	31.83	4.67
非流动资产合计	247.74	93.57	375.76	90.88	544.58	79.90
资产总额	264.75	100.00	413.48	100.00	681.54	100.00

资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司流动资产快速增长，年均复合增长183.72%。2017年底，公司流动资产136.97亿元，较上年增加99.24亿元，主要系货币资金、其他应收款和其他流动资产的增长。

2017年底，公司货币资金80.10亿元，主要由银行存款构成，货币资金受限于0.35亿元，主要系付款保函保证金，货币资金受限

规模较小。

2015~2017年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长998.90%，2017年底，公司其他应收款25.54亿元，较上年增加22.66亿元，主要系应收拆借给关联方青岛地铁华润置地开发有限公司12.76亿元及青岛市财政局的往来款5.34亿元，账龄均在1年以内，账龄较短，公司未计提坏账准备。其他应收款前五名占比

98.13%，欠款方分布集中。

2015~2017年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长194.18%。2017年底，公司其他流动资产29.37亿元，较上年增加19.58亿元。其他流动资产中待抵扣进项税15.82亿元、理财产品11.71亿元、信托收益权1.10亿元。

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长48.26%。2017年底，公司非流动资产544.58亿元，同比增长44.93%，主要系在建工程和其他非流动资产的增长。

2015~2017年，公司在建工程波动增长，年均复合增长25.45%。2017年底，公司在建工程357.51亿元，同比增长82.46%，主要系公司增加对地铁1号线、2号线、13号线一期和二期、地铁8号线等工程建设投资所致。截至2017年底，公司在建工程中主要系地铁2号线129.34亿元、地铁1号线66.07亿元、地铁13号线一期58.08亿元和二期38.68亿元、地铁8号线15.56亿元、地铁3号线16.62亿元等项目。

2015~2017年，公司固定资产波动增长，

年均复合增长1400.35%。截至2017年底，公司固定资产147.72亿元，与2016年底固定资产规模差异不大，构成主要系青岛地铁3号线项目(账面价值147.04亿元)和部分运营机车、运输工具和办公设备等。2017年底，固定资产累计折旧额为0.54亿元，主要系工具和办公设备折旧，青岛地铁3号线未计提折旧。

2015~2017年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长27.77%，截至2017年底公司其他非流动资产31.83亿元，主要系公司预付的工程款项(根据施工合同，公司预付10%工程款，随施工进度抵扣。由于跨年度抵扣，因此计入公司非流动资产)。

受限资产方面，截至2017年底，公司受限的资产为293.35亿元，占资产总额的43.04%，资产受限比例高，主要系地铁3号线、地铁2号线资产抵押受限。

3. 资本结构

近三年，公司持续获得股东注资，少数股东权益增长较快，公司整体所有者权益稳定性一般。

表7 公司所有者权益主要构成(单位:亿元、%)

项目	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	30.00	25.73	30.00	18.89	31.75	11.94
资本公积	81.89	70.23	122.56	77.18	168.81	63.50
少数股东权益	4.40	3.77	5.94	3.74	64.74	24.35
所有者权益合计	116.60	100.00	158.80	100.00	265.86	100.00

资料来源:公司财务报告

2015~2017年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长51.00%。2017年底，公司所有者权益265.86亿元，同比增长67.42%，主要系资本公积和少数股东权益的增长所致。

2017年底，公司实收资本31.75亿元，实收资本由青岛市国资委(占94.49%)和国家开发基金有限公司(5.51%)出资构成。2017年底，公司实收资本同比增长1.75亿元，资金来源为国开基金1.75亿元资本公积调至实收资

本。

2015~2017年，公司资本公积快速增长，年均复合增长43.58%。2015年底，公司资本公积81.89亿元，主要由青岛市财政局地铁项目资本金和国开基金注资(15.00亿元)。2016年底，公司资本公积122.56亿元，同比增加40.67亿元，主要系收到青岛市财政局拨付地铁项目资本金24.67亿元和国开基金资金16.00亿元。2017年底，公司资本公积168.81

亿元，同比增加 46.25 亿元，主要系收到青岛市财政局下达地铁项目资金支出预算 48.00 亿元，同期减少国开基金 1.75 亿元资本公积投入。

2015~2017 年，公司少数股东权益快速增长

长，年均复合增长 283.58%。截至 2017 年底，公司少数股东权益 64.74 亿元，较上年增加 58.80 亿元，主要系 PPP 项目公司社会资本方出资增加所致。

表 8 公司负债主要构成 (单位: 亿元、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.00	3.38	27.75	10.90	23.00	5.53
应付账款	20.75	14.00	35.05	13.76	68.43	16.46
其他应付款	2.46	1.66	2.76	1.08	6.85	1.65
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	3.55	1.39	10.67	2.57
流动负债	28.70	19.37	70.21	27.57	110.71	26.63
长期借款	105.97	71.53	149.31	58.63	214.61	51.63
应付债券	10.00	6.75	20.00	7.85	20.00	4.81
长期应付款	0.00	0.00	11.07	4.35	26.64	6.41
专项应付款	3.43	2.32	4.09	1.61	43.72	10.52
非流动负债	119.45	80.63	184.48	72.43	304.97	73.37
负债总额	148.15	100.00	254.69	100.00	415.68	100.00

资料来源：公司财务报告

公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，目前债务负担尚可；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 67.51%。2017 年底，公司负债总额 415.68 亿元，较上年增长 63.21%，公司负债以非流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 96.41%。2017 年底，公司流动负债 110.71 亿元，同比增长 57.69%，主要系应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 114.48%。2017 年底，公司短期借款 23.00 亿元。其中保证借款和信用借款分别为 11.00 亿元和 12.00 亿元；其中保证借款系公司本部为子公司青岛市地铁八号线有限公司、青岛市地铁十三号线有限公司提供担保而形成的担保借款。

2015~2017 年，随着工程项目推荐，公司应付账款快速增长，年均复合增长 81.61%，2017 年底，公司应付账款 68.43 亿元，主要为公司应付的地铁建设工程款。从账龄来看，公司应付账款账龄以 1 年内的为主，占 85.06%。整体看，公司应付账款综合账龄较短。

2015~2017 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 67.07%，截至 2017 年底公司其他应付款 6.85 亿元，较上年增加 4.09 亿元，主要系是暂扣工程款项、暂收蓝硅项目公司转款和保证金的增加所致。公司其他应付款中账龄在 1 年以内的占 72.59%，账龄较短，集中度高。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债增长较快，分别为 0 亿元、3.55 亿元和 10.67 亿元。2017 年公司一年内到期非流动负债大幅增加，主要系长期借款和长期应付款将于 1 年内到期所致。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 59.79%。2017 年底，公司非流

动负债 304.97 亿元，同比增长 65.32%，主要系长期借款、长期应付款和专项应付款的增长所致。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长率 42.31%。2017 年底，公司长期借款 214.61 亿元。其中，抵押及质押借 188.56 亿元、保证借款 26.05 亿元。抵押借款抵押物主要系青岛地铁 2 号线和 3 号线（2017 年底账面价值 293.00 亿元）；保证借款主要系为公司本部为子公司青岛市地铁十三号线有限公司、青岛市地铁八号线有限公司、青岛市地铁四号线有限公司和青岛市地铁六号线有限公司提供担保形成的保证借款。

2015~2017 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 41.42%。截至 2017 年底，公司应付债券 20.00 亿元，较上年保持不变，为公司于 2015 年和 2016 年分别发行的中期票据“15 青岛地铁 MTN001”10.00 亿元、“16 青岛地铁 MTN001”10.00 亿元，期限为 5 年期。

2017 年，公司长期应付款 26.64 亿元，较上年增加 15.57 亿元，主要系应付道生国际融资租赁股份有限公司和青岛地铁融资租赁股份有限公司（道生国际融资租赁有限公司持股 39%、公司子公司青岛地铁金融控股有限公司持股 36%）融资租赁款增加所致。

2015~2017 年，公司专项应付款快速增长，年均复合增长 256.84%。截至 2017 年底，公司专项应付款 43.72 亿元，较上年增加 39.63 亿元，主要系 2017 年崂山区政府拨付地铁 2 号线辽阳东路土地出让资金返还款所致。

有息债务方面，考虑到长期应付款全部为有息债务，故将其调整至长期债务。2015~2017 年，公司调整后全部债务规模快速增长，年均复合增长 56.13%。截至 2017 年底，公司调整后全部债务 294.92 亿元（长期债务占比 88.58%），同比增长 39.21%。集中兑付方面，2018 年 11 月~12 月、2019 年和 2020 年分别到期的有息债务为 7.24 亿元、14.16 亿元和 27.92 亿元。2015~2017 年底，公司资产负债率、调

整后的全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动增长，受所有者权益快速增长影响，2017 年底上述指标较上年均有所下降，分别为 60.99%、52.59%和 49.56%，整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

随着地铁线路开通运营，公司营业收入快速增长，但规模仍较小，由于行业特征，公司经营处于亏损状态，利润总额对财政补贴依赖较大，整理盈利能力弱。

2015~2017 年，公司营业收入不断增长，分别为 0.29 亿元、0.69 亿元和 2.56 亿元。2017 年，营业收入增长较快，主要系公司 3 号线北段的正式运营使得票款收入、广告收入以及租赁收入大幅增长所致。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用不断上升，分别为 0.11 亿元、0.48 亿元和 4.87 亿元，主要系财务费用的增长。2015~2017 年，期间费用占营业收入比重不断上升，由 2015 年 36.54%快速上升至 2017 年的 189.87%，主要系随着公司债务规模的快速增长，利息支出大幅增加所致。

2016~2017 年，公司分别获得政府运营补贴 1.74 亿元和 5.60 亿元。其中，2017 年政府运营补贴中 5.60 亿元体现在“其他收益”。2015~2017 年，公司利润总额分别为 0.21 亿元，0.08 亿元和 0.38 亿元。总体看，公司利润总额对政府补贴依赖较大。

盈利指标方面，2015~2017 年，公司营业利润率由正转负，分别为 67.99%、-187.30%和 -37.71%。2016 年营业利润率大幅下降主要是 3 号线北段正式运营产生亏损，且计提的补亏收入 1.74 亿元计入营业外收入。2015~2017 年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率波动幅度较大。受公司债务及所有者权益规模大幅上升影响，2017 年公司调整后总资本收益率下降至 0.83%；同期，净资产收益率上升至 0.11%，较 2016 年增长 0.08 个百分点。随着未

来部分地铁线路陆续开始运营，公司整体盈利能力有望增强。

5. 现金流分析

近三年，由于运营线路较少公司经营活动产生的现金流入规模较小，经营活动净现金流由正转负并持续净流出；随着地铁建设工作推进，公司投资规模不断扩大，投资活动持续净流出；筹资活动现金流入快速增加，公司整体对筹资活动依赖程度大。

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入波动增长，分别为1.68亿元、0.70亿元和5.89亿元。2017年，销售商品、提供劳务收到的现金上升至2.75亿元，主要系开通3号线、2号线使得地铁运营票款收入大幅增加所致。近三年，公司收到其他与经营活动有关的现金波动增长，分别为1.54亿元、0.18亿元和3.14亿元；2017年收到其他与经营活动有关现金增加，系公司收到部分地铁运营补亏资金所致。2015~2017年，公司经营活动现金流出不断增长，分别为0.58亿元、7.15亿元和17.82亿元，主要系受拆借款以及保证金支出增加影响，支付其他与经营活动有关现金支出较上年大幅增加，主要系公司为子公司代付的项目保证金及竞拍土地缴纳的土地保证金。2015~2017年公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.11元、-6.45亿元和-11.93亿元；公司现金收入比分别为50.32%、74.80%和107.25%，收入实现能力不断增强。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入分别为2.37亿元、0.02亿元和0.49亿元。2015年公司收到其他与投资活动有关的现金流入主要系收到青岛蓝色硅谷城际轨道交通有限公司归还借款2.00亿元。2015~2017年，随着地铁建设资金投入持续加大，公司投资活动现金流出不断增加，分别为89.18亿元、101.54亿元和145.37亿元；2017年，公司支付其他与投资活动现金为12.76亿元，同比大幅增加，系公司本部及子公司金融

公司等对外股权投资规模增加所致。近三年公司投资活动现金流净额分别为-86.81亿元、-101.52亿元和-144.88亿元。随着公司地铁建设进度的进一步开展，预计公司未来将继续保持较大的投资支出规模。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入快速增加，分别为93.47亿元、131.95亿元和268.63亿元，主要系公司吸收投资收到的现金（股东投入的地铁项目资本金）和取得借款收到的现金。2017年，公司收到其他与筹资活动有关的现金38.89亿元，系公司收到地铁2号线的土地出让金返还款。2015~2017年，公司筹资活动现金流出分别为9.88亿元、12.79亿元和56.37亿元，主要为偿还债务和利息支付的现金。2015~2017年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为83.59亿元、119.16亿元和212.26亿元，公司融资规模大幅增加，整体现金流对筹资活动依赖程度大。

6. 偿债能力

近三年，公司现金类资产不断增加，公司短期债务支付能力不断增强，总体短期偿债能力良好；随着地铁建设投入加大，公司有息债务规模大幅增加，长期偿债能力弱，但考虑到政府对公司项目建设的支持，公司整体偿债能力强。

从短期偿债能力指标看，2015~2017年公司流动比率和速动比率波动增长，2017年同比分别由53.74%和53.62%上升至123.71%和122.51%。2015~2017年，公司现金类资产分别为13.34亿元、24.75亿元和80.21亿元。2017年现金类资产是同期短期债务的2.38倍。总体看，考虑到公司短期债务规模小，公司现金类资产较充裕，随着更多地铁线路投入运营，公司经营活动获现能力对短期债务的保障逐步增强，短期偿债能力良好。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年公司EBITDA波动增长，分别为0.25亿元、0.14

亿元和 4.95 亿元，年均复合增长 345.89%；公司调整后全部债务/EBITDA 分别为 485.50 倍、1546.13 倍和 59.53 倍。总体看，公司长期偿债能力弱，未来随着地铁线路的运营，公司收入规模有望增长，同时考虑到青岛政府对公司支持明确，由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入和到期债务的还本付息；对于 PPP 模式的项目，政府给予纳入财政预算的可行性缺口补助予以保障，综合来看，公司偿债能力极强。

截至 2018 年 9 月底，公司及子公司（合并口径）共获得各银行授信额度共计人民币 972 亿元，尚未使用额度 574 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

截至 2018 年 10 月底，公司合并口径范围无对外担保。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划发行额度为 10.00 亿元，为 2017 年底公司调整后全部债务的 3.39%，相当于调整后长期债务的 3.83%，对公司现有债务影响较小。

截至 2017 年底，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率分别为 60.99% 和 52.59%。以 2017 年底财务报表为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 61.56% 和 53.42%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 1.68 亿元、0.70 亿元和 5.89 亿元，分别为本期债券发行额度的 0.17 倍、0.07 倍和 0.59 倍；2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 0.25 亿元、0.14 亿元和 4.95 亿元，为本期债券发行额度的 0.03 倍、0.01 倍和 0.50 倍；经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度均很低。预计随着公司后续地铁线路联网，票款收

入的大幅增加及广告等资源业务拓展，及青岛市政府地铁项目资金保障，公司对本期债券保障程度会有较大的提高。

3. 募投项目偿债能力分析

募投项目于 2010 年 3 月开工建设，于 2016 年 12 月 18 日全线通车。运营期限为 25 年。假设公司于 2018 年发行成功本期债券（规模按照最高发行限额 10.00 亿元测算），并于第 1 个定价周期末一次性还本，则公司将于 2021 年一次性偿还本期债券本金 10.00 亿元，募投项目在本期债券存续期内共产生营业收入 31.69 亿元和实现净收益 17.13 亿元，对本期债券本金覆盖倍数分别为 3.17 倍和 1.71 倍；若公司 2018 年发行成功本期债券，并于第 2 个定价周期末一次性还本，则公司将于 2024 年一次性偿还本期债券本金 10.00 亿元，募投项目在本期债券存续期内共产生营业收入 59.45 亿元，实现净收益 33.17 亿元，对本期债券本金覆盖倍数分别为 5.95 倍和 3.32 倍。综上，如果本期债券在 2018 年发行成功，且公司在第一个定价周期末一次性偿还本金，则募投项目可覆盖本期债券本金。若公司选择在本期债券第二个定价周期末一次性偿还本金，则募投项目营业收入和净收益对本期债券本金覆盖能力较强。

此外，根据《青岛市地铁项目建设资金监督管理办法》，公司通过银行贷款、企业债券、中长期票据等方式融资获得的资金到期需还本付息的资金由市政府筹集划入地铁项目贷款专户，统筹解决。考虑到青岛市地方财力雄厚，且近年持续增长，其对本期债券的保障能力很强；同时，青岛市政府在《青岛市地铁项目建设资金监督管理办法》中对地铁建设融资还本付息的安排将极大的增强本期债券的还本付息能力。

表9 募投项目收入情况（单位：亿元）

项目	债券存续期							
	合计	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
票款收入	51.69	6.44	6.73	7.04	7.35	7.69	8.04	8.40
其他业务净收入	7.76	0.97	1.01	1.06	1.10	1.15	1.21	1.26
营业总收入	59.45	7.40	7.74	8.09	8.46	8.84	9.25	9.67
经营成本	24.56	3.34	3.39	3.43	3.48	3.53	3.64	3.75
营业税金及附加	1.7	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25	0.27	0.28
净收益	33.17	3.85	4.13	4.42	4.73	5.06	5.34	5.64

资料来源：《青岛市地铁一期工程（3号线）可行性研究报告》

十、债权保护条款分析

公司为青岛市铁路投融资、建设及运营主体，地铁项目借款本息的偿还由地铁建设发展专项资金账户负责（目前存有缺口计入其他应收款中），公司每年从财政获得大额地铁专项资金（包括项目建设资本金和还本付息资金）用于地铁项目建设和还本付息。此外，公司日常经营获得的收入、政府补贴收入均可用于保障本期债券本息偿还；同时，为确保本期债券本息按期兑付，保障投资者利益，公司还专门设立专项偿债账户。

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本次债券到期本金和利息，公司聘请兴业银行股份有限公司青岛分行（以下简称“兴业银行”或“账户及资金监管人”）作为本次债券账户及资金监管人，公司在本期债券发行首日前5个工作日于账户及资金监管人处开立唯一的募集资金使用专户和唯一的偿债资金专户，与账户及资金管理人签署了《账户及资金监管协议》，委托账户及资金监管人对上述账户进行监管。其中募集资金使用专户专门用于本次债券募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。公司应于本期债券付息日或兑付日前7个工作日，按照《募集说明书》确定的利息/本金金额向偿债资金专户中划入偿债资金。

为保护债券持有人的合法权益，公司聘请海通证券股份有限公司作为本次债券债权代理人，并与之签署了《债权代理协议》，共同制定《债券持有人会议规则》。根据该协议及债券持有人会议规则，债权代理人代理债券持

有人与公司之间的谈判、诉讼及债券持有人会议授权的其他事项。

整体看，公司为本期债券设立了偿债专户，并由上兴业银行作为资金监管人对偿债专户进行监管，能够在一定程度上加强本期债券本息偿还的安全性。

十一、 结论

公司是青岛市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，业务专营性强。近年来，青岛市经济实力强，发展态势良好，为公司发展提供了良好的外部环境；公司在财政资金拨付、资产划拨和政府补助等方面获得有力的外部支持，用以保障地铁项目建设的资本金投入和到期债务的还本付息。

公司地铁项目处于建设期，尚未开始全面运营，前期投资成本所需资金较多，融资压力大；但考虑到公司在青岛市轨道交通建设中的重要地位以及青岛市政府给予公司的有力支持，同时，公司未来随着路网的逐渐完善、运营里程的增加和地铁地下空间扩充，公司盈利能力有望提升。

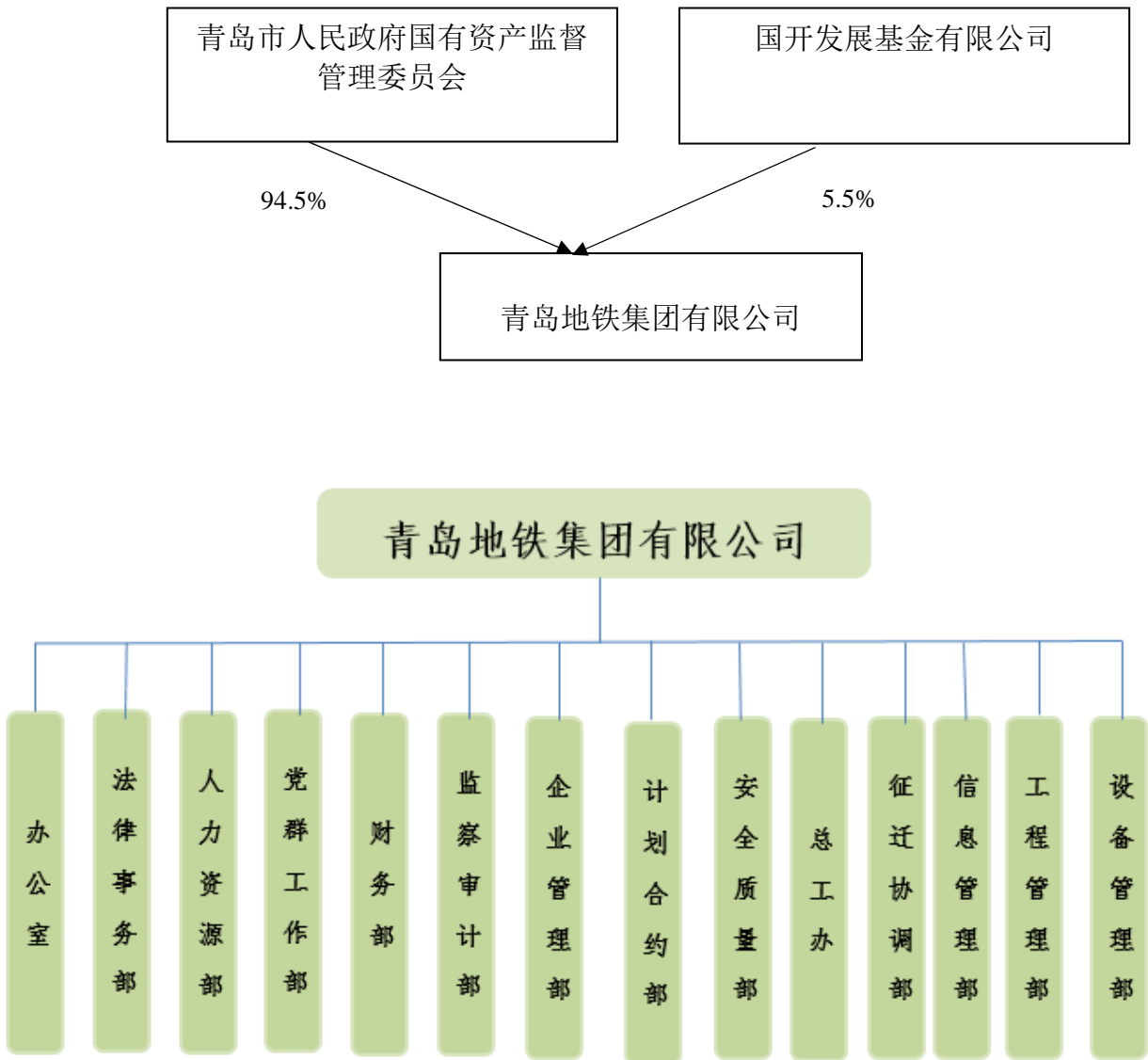
鉴于公司地铁项目借款本息偿还由地铁建设发展专项资金账户负责，公司每年从财政获得大额地铁专项资金用于地铁项目建设和还本付息。公司为本期债券设置了募集资金托管专户和偿债资金专户，有助于本期债券资金的合规使用与归集。

本期债券含可续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关

条款的分析，认为本期债券在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，利息支付条款设置使本期债券递延支付利息可能性较小；赎回权设置使本期债券在前2个重定价周期赎回存在不确定性。

总体来看，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2017 年底公司合并范围一级子公司（单位：万元、%）

序号	企业名称	实收资本	持股比例	取得方式
1	青岛市地下铁道公司	4159.00	100.00	资产划拨
2	青岛益群地下城开发有限公司	5660.00	60.00	非同一控制下的 企业合并
3	青岛市西海岸轨道交通有限公司 ^[1]	60000.00	30.00	投资设立
4	青岛市地铁十三号线有限公司 ^[2]	60000.00	30.00	投资设立
5	青岛市地铁一号线有限公司 ^[3]	29000.00	20.00	投资设立
6	青岛市地铁八号线有限公司 ^[4]	24000.00	30.00	投资设立
7	青岛市地铁四号线有限公司 ^[5]	30000.00	30.00	投资设立
8	青岛地铁文化传媒有限公司	3000.00	52.00	投资设立
9	青岛地铁资源开发有限公司	10000.00	100.00	投资设立
10	青岛地铁金融控股有限公司	80000.00	100.00	投资设立
11	青岛市地铁六号线有限公司	500.00	100.00	投资设立
12	青岛市地铁十四号线有限公司	--	100.00	投资设立

注：1、根据《青岛市西海岸有限公司章程》第五章第四十二条约定，董事会由 3 名董事组成，其中中建推荐 1 名，地铁集团推荐 2 名。董事会设董事长 1 名，由地铁集团推荐，股东会表决任命。

2、根据章程规定，公司对青岛市地铁十三号线有限公司股东会表决事项中不合理事项具有一票否决权，董事会由 5 名董事组成，其中本公司推荐 3 名，认为公司对青岛市地铁十三号线有限公司控制。

3、根据章程规定，青岛市地铁一号线有限公司董事会由 3 名董事组成，其中地铁集团委派 2 名。另外协议约定，其他股东不参加对公司的治理。认为公司对青岛市地铁一号线有限公司控制。

4、根据章程规定，本公司对青岛市地铁八号线有限公司股东会表决拥有一票否决权。另外协议约定，本公司全面负责公司的经营管理，其他股东不参与对公司的治理。认为本公司对青岛市地铁八号线有限公司控制。

5、根据章程规定，公司对青岛市地铁四号线有限公司股东会表决具有一票否决权。另外协议约定，公司全面负责公司的经营管理，其他股东不参与对公司的治理。认为公司对青岛市地铁四号线有限公司控制。

6、青岛市地铁十四号线有限公司成立于 2017 年 8 月 16 日，注册资本为人民币 5,000.00 万元，截止至 2017 年 12 月 31 日尚未出资。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.34	24.75	80.21
资产总额(亿元)	264.75	413.48	681.54
所有者权益(亿元)	116.60	158.80	265.86
短期债务(亿元)	5.01	31.46	33.67
长期债务(亿元)	115.97	169.31	234.61
调整后长期债务(亿元)	115.97	180.38	261.25
全部债务(亿元)	120.98	200.78	268.28
调整后全部债务(亿元)	120.98	211.85	294.92
营业收入(亿元)	0.29	0.69	2.56
利润总额(亿元)	0.21	0.08	0.38
EBITDA(亿元)	0.25	0.14	4.95
经营性净现金流(亿元)	1.11	-6.45	-11.93
财务指标			
销售债权周转次数(次)	11.48	8.36	12.51
存货周转次数(次)	4.93	36.49	4.87
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
现金收入比(%)	50.32	74.80	107.25
应收类款项/资产总额(%)	0.09	0.73	3.79
营业利润率(%)	67.99	-187.30	-37.71
总资本收益率(%)	0.06	1.97	2.19
调整后总资本收益率(%)	0.06	1.91	0.83
净资产收益率(%)	0.13	0.03	0.11
长期债务资本化比率(%)	50.92	51.60	46.88
调整后长期债务资本化比率(%)	50.92	53.18	49.56
全部债务资本化比率(%)	50.92	55.84	50.23
调整后全部债务资本化比率(%)	50.92	57.16	52.59
资产负债率(%)	55.96	61.60	60.99
流动比率(%)	59.29	53.74	123.71
速动比率(%)	59.21	53.62	122.51
经营现金流动负债比(%)	3.85	-9.19	-10.78
全部债务/EBITDA(倍)	485.50	1465.32	54.15
调整后全部债务/EBITDA(倍)	485.50	1546.13	59.53

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款有息部分

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 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%
债务结构指标	
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	
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 2019年青岛地铁集团有限公司 绿色可续期公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

青岛地铁集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后2个月内发布跟踪评级报告。

青岛地铁集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对青岛地铁集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，青岛地铁集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注青岛地铁集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现青岛地铁集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对青岛地铁集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如青岛地铁集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对青岛地铁集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与青岛地铁集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。