

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及其拟发行的2019年青岛地铁集团有限公司绿色可续期公司债券(第二期)的信用状况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(第二期)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
二〇一九年十月二十二日



2019年青岛地铁集团有限公司 绿色可续期公司债券（第二期）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

债项概况：

本期债券发行规模：不超过20亿元

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5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10月22日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

青岛地铁集团有限公司（以下简称“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，青岛市经济实力持续增强，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专营优势；公司获得有力的外部支持；公司收入稳定增长。同时，联合资信也关注到公司地铁项目建设周期长且投资大、债务规模上升快、盈利能力很弱及青岛公共住房建设投资有限公司整体划入加重公司债务负担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，赎回权设置使本期债券不赎回的可能性较小。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司整体偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

- 近年来，青岛市经济实力持续增强，发展态势良好，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 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。
- 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。
- 随着部分线路开通运营，客流量快速增长，公司票

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师: 唐立倩 魏兰兰 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
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

务收入稳定增长,同时其他经营性业务的有序开展对公司利润做出较大贡献。

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。
2. 地铁项目建设周期长且投资规模大,所需建设资金较多,公司债务规模持续上升,债务负担偏重。同时,公司近期发生的安全生产事故对地铁线路的建设进度产生一定影响,公司项目施工安全管理面临较大挑战。
3. 青岛市地铁路网尚未形成规模,单位运营成本较高,公司盈利能力很弱,利润依赖财政补贴。
4. 青岛市政府于 2019 年 3 月将青岛公共住房建设投资有限公司整体无偿划入公司,涉及的资产及债务规模较大,对公司未来经营管理及债务负担产生一定影响,联合资信将对此保持密切关注。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
现金类资产(亿元)	24.75	80.21	113.03	166.80
资产总额(亿元)	413.48	681.54	919.07	1456.04
所有者权益(亿元)	158.80	265.86	343.77	514.59
短期债务(亿元)	31.46	33.67	52.19	42.72
长期债务(亿元)	169.31	234.61	359.63	759.17
全部债务(亿元)	200.78	268.28	411.82	801.90
营业收入(亿元)	0.69	2.56	6.34	3.96
利润总额(亿元)	0.08	0.38	0.87	0.77
EBITDA(亿元)	0.14	4.95	6.83	--
经营性净现金流(亿元)	-6.45	-11.93	-11.41	-13.54
营业利润率(%)	-187.30	-37.71	-44.13	-84.11
净资产收益率(%)	0.03	0.11	0.23	--
资产负债率(%)	61.60	60.99	62.60	64.66
全部债务资本化比率(%)	55.84	50.23	54.50	60.91
流动比率(%)	53.74	123.71	125.24	516.02
经营现金流动负债比(%)	-9.19	-10.78	-7.78	--
现金短期债务比(倍)	0.79	2.38	2.17	3.90
EBITDA 利息倍数(倍)	0.02	0.26	0.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	1465.32	54.15	60.29	--

公司本部(母公司)

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
--	--------	--------	--------	--------------

资产总额(亿元)	354.40	486.25	554.37	712.05
所有者权益(亿元)	152.55	200.20	237.83	371.09
全部债务(亿元)	156.90	181.70	214.28	229.55
营业收入(亿元)	0.53	2.15	5.17	2.34
利润总额(亿元)	0.07	-0.11	0.26	0.63
资产负债率(%)	56.95	58.83	57.10	47.88
全部债务资本化比率(%)	50.70	47.58	47.40	38.22
流动比率(%)	110.75	248.40	189.86	247.50
经营现金流动负债比(%)	-12.73	-13.86	-5.66	--

注：公司 2019 年上半年财务报表未经审计

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法和模型	评级报告
AAA	稳定	2019/06/25	唐立倩 楚方媛	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年)	阅读全文
AAA	稳定	2019/04/28	竺文彬 王超 楚方媛	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本号



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 绿色可续期公司债券（第二期）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“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，初始注册资本 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，公司分别收到国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）增资款 15.00 亿元和 16.00 亿元，计入资本公积；2017 年，公司将国开基金出资的 1.75 亿元转至实收资本。截至 2019 年 6 月底，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%。青岛市国资委为公司控股股东和实际控制人。

公司经营范围包括：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；设备检验、检测、认证；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 2019 年 6 月底，公司设有财务部、计划合约部、企业管理部、安全质量部、征迁协调部等 15 个职能部门；合并范围内拥有 13 家一级子公司。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 919.07 亿元，所有者权益合计 343.77 亿元（其中少数股东权益 102.58 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 6.34 亿元，利润总额 0.87 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 1456.04 亿元，所有者权益合计 514.59 亿元（其中少数股东权益 217.90 亿元）。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 3.96 亿元，利润总额 0.77 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 2019 年发行额度不超过 20.00 亿元的绿色可续期公司债券（第二期）（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

在可续期选择权方面，本期债券以每 5 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长 1 个重定价周期（即延续 5 年）或全额兑付本期债券。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前 30 个工作日，在相关媒体上刊登可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。在本期债券存续的第 1 个重定价周期（第 1 个计息年度至第 5 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，则从第 2 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 300 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
第 1 个重定价周期 （第 1 至 5 个计息年度）	当期基准利率+基本利差
从第 2 个重定价周期开始的每个重定价周期 （从第 6 个计息年度开始的每个计息年度）	当期基准利率+基本利差 +300 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。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》。

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，赎回权设置使本期债券不赎回的可能性较小。

2、募投项目概况

本期债券募集资金不超过 20.00 亿元，其中 13.00 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”），7.00 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。

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 年底，3 号线累计完成投资 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 163.67 亿元，主体施工部分的尾款及同期预留工程施工款尚未支付，且部分已实际支付资金系通过银行贷款筹资，拟通过本期募集资金偿还。

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	13.00	65.00%	《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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%-7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费

减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、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，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转

型升级相结合等多种方式,使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看,全国房地产开发投资 12.0 万亿元,同比增长 9.5%,增速较 2017 年(7.0%)加快 2.5 个百分点,全年呈现平稳走势;受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响,全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业) 14.5 万亿元,同比增长 3.8%,增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点;制造业投资增速(9.5%)持续提高,主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大,消费结构不断优化升级。2018 年,全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元,同比增长 9.0%,增速较 2017 年回落 1.2 个百分点,扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年,全国居民人均可支配收入 28228 元,同比名义增长 8.7%,扣除价格因素实际增长 6.5%,增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看,生活日常类消费如日用品类,粮油食品、饮料烟酒类,服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长;升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长,汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高;旅游、文化、信息等服务类消费较快增长;网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓,贸易顺差持续收窄。2018 年,国际环境错综复杂,金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行,国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年,我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元,同比增加 9.7%,增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看,出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元,同比增速分别为 7.1%和 12.9%,较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元,较 2017 年有所减少。从贸易方式来看,2018 年,一般贸易进出口占我国进出口总额的比重(57.8%)较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看,2018 年,我国

对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%,对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元,同比增长 13.3%,我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放,成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度,受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响,全球经济增长动能继续减弱,经济复苏压力加大。在此背景下,我国积极的财政政策继续加力增效,稳健的货币政策加强逆周期调节,保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度,我国经济展现出较强的韧性,延续了近年来平稳增长的态势,国内生产总值(GDP) 21.3 万亿元,同比实际增长 6.4%,增速与上季度持平,较上年同期有所下降;物价水平温和上涨;PPI、PPIRM 企稳回升;就业形势总体稳定。从三大产业来看,农业生产略有放缓;工业生产总体平稳,工业企业利润增速有所回落;服务业增速也有所放缓,但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看,固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中,房地产投资增速环比和同比均有所提高;基础设施投资增速企稳回升,但较上年同期仍明显回落;制造业投资增速环比明显下降,同比仍有所上升。居民消费环比有所回升,同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年,国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下,我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策,通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑,同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展,2019 年我国经济运行仍将

保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

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，按照国家标准有 7 种制式，分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统（APM）。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，城市人口也相应增长，2018 年中国城镇常住人口 8.31 亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为 59.58%，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 2018 年度统计和分析报告》，截至 2018 年底，中国内地累计有 35 个城市建成投运城市轨道交通线路，共计 185 条线路，运营线路总长度达 5761.4 公里，共有 7 种制式同时在运营。其中，地铁 4354.3 公里，占比 75.6%；轻轨 255.4 公里，占比 4.4%；单轨 98.5 公里，占比 1.7%；市域快轨 656.5 公里，占比 11.4%；现代有轨电车 328.7 公里，占比 5.7%；磁浮交通 57.9 公里，占比 1.0%；APM 10.2 公里，占比 0.2%。

图1 2012—2018年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

进入“十三五”以来，全国城市轨道交通运营线路保持快速增长，累计新增运营线路长度为 2143.4 公里，年均新增线路长度为 714.5 公里。2018 年受城市轨道交通建设门槛提高和审批趋严影响，运营线路增幅有所放缓，仅新

增乌鲁木齐1个运营城市，全国新增运营线路长度728.7公里、新增运营线路20条。2018年全年累计完成客运量210.7亿人次，同比增长14%。截至2018年底，在建成投运城市中，

运营线路长度排名前五位的分别为上海（784.6公里）、北京（713.7公里）、广州（449.5公里）、南京（394.5公里）和武汉（351.1公里）。

图2 截至2018年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信整理

2018年，中国城市轨道交通完成投资5470.2亿元，同比增长14.9%。在建线路总规模6374公里，同比增长2.0%。其中北京、广州两市建设规模超过400公里，成都、武汉、杭州3市建设规模超过300公里。截至2018年底，中国共有63个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的19个城市），其中，城轨交通线网建设规划正在实施的城市共计61个，在实施的建设规划线路总长7611公里（不含已开通运营线路）。其中，国家发改委审批共44个城市规划线路，总计6864.4公里，占比90.2%，总投资达38911.1亿元。上海、北京、广州、杭州、深圳、武汉6市投资计划均超过2000亿元，6市规划线路投资总额达15438.8亿元。

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，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、人口规模及城镇化水平等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也相对较早，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，未来轨道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：沿线土地资源运作等）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，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营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，未来大规模投资将对地方财政带来较大资金压力。目前，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，这也有利于通过竞争机制提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）行业关注

城市轨道交通行业发展面临规模经济约束、价格水平较低、原材料价格波动、资金不足等突出矛盾。

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输量不高，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。

④ 资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇统筹筹资难度增大的双重压力。从投入需求看，建设规模和运营规模不断扩大，建设资金和运营费用大幅增加。从筹资能力看，按照《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》精神，要严防金融风险，严控过度举债；加之原先作为重要筹资手段的城市可转让土地受到国家政策控制，将对地方政府资金收入产生较大影响。因此，能否在防范金融风险的前提下进一步引入市场机制，扩充筹资渠道，成为城市轨道交通可持续发展的重要条件。

（5）行业政策

城市轨道交通行业特点之一是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大。一旦决策失误，其损失将不可估量。所以城市轨道交通建设门槛很高，国家和地方政府已出台一系列政策来保障城市轨道交通行业的健康快速发展，政策详见下表3。

《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，并指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在300亿元以上，地区生产总值在3000亿元以上，市区常住人口在300万人以上。引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在150亿元以上，地区生产总值在1500亿元以上，市区常住人口在150万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别

不低于每日每公里 0.7 万人次 0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰每小时 3 万人次以上、1 万人次以上（以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整），除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的

项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于 40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

表 3 城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发单位	发布日期
1	《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》（国办发〔2003〕81 号）	国务院	2003.09
2	《住房城乡建设部关于加强城市轨道交通线网规划编制的通知》（建城〔2014〕169 号）	住建部	2014.11
3	《关于做好城市轨道交通项目环境影响评价工作的通知》（环办〔2014〕117 号）	环保部	2014.12
4	《国家发展改革委关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》（发改基础〔2015〕49 号）	发改委	2015.01
5	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发〔2015〕51 号）	国务院	2015.09
6	《国家发展改革委、住房城乡建设部关于优化完善城市轨道交通建设规划审批程序的通知》（发改基础〔2015〕2506 号）	发改委、住建部	2015.12
7	《城市公共交通“十三五”发展纲要》	交通运输部	2016.07
8	《交通基础设施建设重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	2016.11
9	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016 年本）的通知》（国发〔2016〕72 号）	国务院	2016.12
10	《国家发展改革委关于进一步下放政府投资交通项目审批权的通知》（发改基础〔2017〕189 号）	发改委	2017.01
11	《国家发展改革委、教育部、人社部关于加强城市轨道交通人才建设的若干意见》（发改基础〔2017〕74 号）	发改委、教育部、人社部	2017.01
12	《十三五现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2017.02
13	《关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见》（发改基础〔2017〕1173 号）	发改委、住建部、交通部、铁路局、铁总	2017.06
14	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52 号）发布	国务院	2018.07
15	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08

资料来源：联合资信整理

（6）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。目前在国内外大都市中，其高峰时段城市轨道交通占公共交通出行的比重高达 60%以上，而在我国北京、上海等轨道交通最发达的城市，该项比例仅为 30%左右。国外的地铁承运率已经达到 70%~80%，而目前我国只有 40%，提升空间很大。

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，有利于扩大其资金来源。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。

“十三五”时期，我国已进入城市轨道交通建设大发展阶段，并由省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，预计新建 3500 公里左右，相当于前 50 年的总和，2020 年底全国城市轨道交通运营线路预计 7000 公里左右，2025 年底将超过 1 万公里，2030 年底可能接近 1.5 万公里。

2. 区域经济概况

近年来，青岛市经济实力持续增强，固定资产投资保持稳定增长，人口规模持续增加，为公司发展提供了良好的外部环境。

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。

根据《青岛市国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年，青岛市经济总量持续增长。2018年，青岛市实现地区生产总值12001.5亿元，按可比价格计算，增长7.4%，人均生产总值128459元；其中，第一产业增加值386.9亿元，增长3.5%；第二产业增加值4850.6亿元，增长7.3%；第三产业增加值6764.0亿元，增长7.7%。三次产业比例为3.2:40.4:56.4，产业结构较为合理。

截至2018年底，青岛市全市常住总人口939.48万人，增长1.1%；其中市区常住人口635.25万人，增长1.6%。2018年全年全市居民人均可支配收入42019元，增长8.4%；全市居民人均消费支出27319元，增长8.3%。

2018年，青岛市全市全部工业增加值4137.1亿元，增长6.9%，其中规模以上工业企业增加值增长6.8%。全市固定资产投资增长7.9%，分产业看，第一产业投资增长14.3%，第二产业投资增长9.1%，第三产业投资增长7.5%。

图3 2015-2018年青岛市全市生产总值及增速



资料来源：青岛市国民经济和社会发展统计公报

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年6月底，公司注册资本和实收资本均为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设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。

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；公司员工以中青年为主，整体素质较好，能够满足日常工作需要。

截至2018年底，公司本部董事长1人；高管人员9人，其中总经理1人、副总经理5人、财务总监1人、总工程师1人、总会计师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。

截至2018年底，公司本部员工总数247人，按学历分，拥有本科及以上学历人员占97.6%，大专及以下学历人员占2.4%；按年龄分，50岁以上人员占比8.5%，30~50岁人员占比61.1%，30岁以下人员占比30.4%。公司员工以中青年为主，整体素质较好。

4. 外部支持

青岛市财政实力持续增强，财政自给能力尚可；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。

2016—2018年，青岛市一般公共预算收入保持增长态势。《根据关于青岛市2018年预算执行情况和2019年预算草案的报告》，2018年青岛市全年财政总收入3705.5亿元，增长15.0%；一般公共预算收入1231.9亿元，增长6.5%，其中税收收入完成905.9亿元，增长9.9%，税收收入占一般公共预算收入的73.54%，财政收入稳定性较好。2018年，一般公共预算支出1561.2亿元，增长11.3%，其中

一般公共服务支出162.7亿元，增长6.9%；教育支出263.0亿元，增长3.6%；社会保障和就业支出156.1亿元，增长1.8%；城乡社区事务支出332.0亿元，增长3.0%。2018年青岛市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）78.91%，财政自给能力尚可。

2016—2018年，青岛市政府性基金收入持续增长。2018年青岛市全市完成政府性基金收入855.52亿元，主要来自于国有土地出让收入；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2018年底，青岛市地方政府性债务余额1272.4亿元（其中一般债务705.9亿元、专项债务566.5亿元），比财政部下达的青岛市地方政府债务限额低305.2亿元，政府债务负担一般。

图4 2015-2018年青岛全市一般公共预算收入及增速



资料来源：青岛市国民经济和社会发展统计公报

(2) 财政资金拨付

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。

青岛市财政按计划每年平均拨付给公司地铁建设资金款约 30 亿元左右。截至 2018 年底，青岛市财政已汇总拨付各项地铁资金共 213.14 亿元，其中 2018 年公司收到地铁建设资金款 38.44 亿元，建设资金款到位情况良好。

（3）资产划拨

2014 年，青岛市政府将国信集团所属青岛市地下铁道公司及其下属子公司整体划归公司，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）。2019 年 3 月，青岛市政府将青岛市财政资产管理中心所属青岛公共住房建设投资有限公司（以下简称“房投公司”）及其下属子公司整体划入公司，由公司持有房投公司 100% 股权，房投公司经审计资产总额为 400.99 亿元（截至 2019 年 3 月底），上述资产划转已完成工商变更。

（4）政府补贴及税收优惠

公司建设的地铁 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。上述项目所涉及的运营补亏、还本付息及社会资本合

理回报等都将通过财政可行性缺口补助予以保障，补助纳入预算。

对于公司建设的 3 号线、2 号线，公司与政府签订了《建设及运营协议》，其中约定政府除在项目建设期提供注资支持之外，还将安排现金流确保项目运营及未来还本付息需求等。2016—2018 年，公司营运补助分别为 1.74 亿元、5.60 亿元和 9.71 亿元（2016 年计入“营业外收入”核算、2017—2018 年计入“其他收益”核算）。

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 2019 年 9 月 6 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 2019 年 10 月 8 日，未发现公司被列入失信被执行人名单。

6. 重大事项关注

由青岛市政府无偿划入的房投公司资产及债务规模较大，对公司未来经营管理及债务负担产生一定影响。

根据公司提供的《关于加强市属国有企业统一监管工作的实施方案》（青发〔2019〕14 号）：“为进一步深化国有企业改革，市政府将青岛市财政资产管理中心下属房投公司划入公司，保持房投公司在经营、管理等方面的

整体性和相对独立性，确保青岛市保障性住房、租赁住房以及各类政策性住房、棚改等工作的连续性和稳定性”。房投公司系于2011年6月成立的国有独资公司，注册资本80亿元，主要承担青岛市保障性住房、人才公寓、租赁住房、机关干部住房等政策性住房的部分集中建设和后期运营管理工作，以及青岛市危旧房改造融资等职能，目前已形成了以“项目建设、资产运营管理、投融资业务”为核心主业，以农用地整治为有效补充的“3+1”多元发展新格局，先后被确定为青岛市唯一的省级危旧房改造融资平台和全省首批、全市唯一的租赁住房国有重点企业。未来房投公司将贯彻“订单公租房标准化开发、养老地产差异化开发、地铁上盖地产BTD模式集中高品质开发、实施财团持有方式融资开发、深耕租赁住房运营管理品牌、助力青岛租赁住房发展”的总体发展方略，稳步发展。根据公司提供的房投公司未经审计的2019年1-6财务报表，截至2019年6月底，房投公司资产总额391.30亿元、负债总额293.90亿元，所有者权益合计97.40亿元，资产负债率为74.43%。联合资信将对上述资产划转后对公司未来经营管理、债务偿付及整体信用状况的影响保持密切关注。

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。

公司设立股东会，由青岛市国资委和国开基金组成，是公司最高权力机构。股东会定期会议应于每年度举行一次。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。国开基金享有的权利包括：取得投资收益、优先清算权、知情权；国开基金不向公司股东会提出董事、监事人选，不向董事会提出其他高级管理人员人选。

公司设董事会，对股东负责。董事会由3-7名董事组成，设董事长1名，视情况可设副董事长1名，按有关规定和程序产生；职工董事由公司员工民主选举产生。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，监事会成员不少于5人，包括监事会主席1人，专职监事和公司内部兼职监事若干人，其中职工代表的比例不得低于三分之一，监事会可设专职秘书1人。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1名，副总经理若干名，按照有关规定程序聘任或解聘。董事经批准可受聘兼任高级管理人员。总工程师、总会计师等按照有关规定设立。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的管理制度，基本能够保障公司正常运行。但公司近期施工安全事故的发生或将对地铁线路的建设进度造成不利影响，公司安全建设管理方面仍有待提高。

公司本部内设集团办公室、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、工程管理部等职能部门，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，包括预算管理、重大财务事项管理、建设工程管理、安全生产管理等体系，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承，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财务管理制度》，规定了公司财务管理的组织机构、财务核算、财务报告、内部控制与监督管理等。

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公司计划统计管理的职能部门，对公司计划统计工作实行统一管理和组织协调。公司相关部门、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。

2019年5月27日，由中铁二十局施工建设的青岛地铁4号线沙子口静沙区间施工段发生坍塌事故，造成5人死亡。2019年7月4日，青岛地铁1号线胜利桥施工围挡处发生塌陷，直径约10米，造成1名地面施工人员遇

难。上述事故调查工作仍在进行中。联合资信认为公司近期生产安全事故的发生对公司地铁线路的建设进度产生一定影响，同时随着公司在建地铁线路建设工作的大力开展，将对公司安全施工管理能力提出挑战，联合资信将对上述事故原因及对公司项目安全建设管理、地铁项目建设进度的影响保持关注。

七、经营分析

1. 经营概况

随着部分线路开通运营及其他经营板块业务持续推进，公司营业收入大幅增长；但受业务公益性等因素影响，公司经营持续亏损。

公司自2016年开通首条线路运营以来，新增广告、物业、租赁等资源开发板块，经营业态不断丰富，票务收入及各经营板块开展带动公司营业收入持续大幅增长；2016—2018年，公司营业收入年均复合增长203.97%，收入构成以票务收入和房屋出租收入为主，其他板块对公司营业收入做出有益补充。2018年公司实现营业收入6.34亿元，同比大幅增加3.78亿元，主要系票务收入、房屋租赁收入、利息收入和商贸收入增长所致。

受业务公益性等因素影响，公司经营持续亏损，2018年公司综合毛利率为-42.59%，其中票务收入毛利率为-195.52%，房屋租赁收入、利息收入和商贸收入板块毛利率水平保持在较高水平。

表4 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：万元、%）

收入项目	2016年			2017年			2018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	29261.63	46.17	-195.52
工程收入	644.74	9.40	16.17	704.66	2.75	29.85	495.09	0.78	30.24
广告收入	644.04	9.39	69.61	1376.81	5.37	64.91	2316.40	3.65	48.16
房屋出租收入	167.11	2.44	38.91	4690.77	18.29	64.11	10696.52	16.88	85.51
利息收入	--	--	--	431.98	1.68	100.00	5874.83	9.27	100.00
物业收入	--	--	--	737.10	2.87	58.26	702.63	1.11	80.51
商贸收入	--	--	--	55.81	0.22	25.04	10011.30	15.80	99.32
其他	81.89	1.19	-780.31	174.27	0.68	89.27	2084.49	3.29	93.42

主营业务小计	3431.86	50.03	-469.39	23103.56	90.09	-48.32	61442.90	96.95	-46.34
其他业务小计	3427.45	49.97	97.02	2540.14	9.91	89.84	1933.75	3.05	76.34
合计	6859.31	100.00	-186.37	25643.69	100.00	-34.64	63376.65	100.00	-42.59

资料来源：公司提供及审计报告

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2018年底，公司共有6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4个在建项目均为PPP建设模式，相关的《PPP项目实施方案》均已通过青岛市财政局批复；拟建工程中地铁6号线一期具体融资方案正在探讨中。

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设立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，满足各项费用支出。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。项目建成时，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；股权转让金按3年4次支付，拟主要由崂山区、即墨市财政先安排资金，青岛市财

政局给予一定支持。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公司合并范围。

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。公司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%，地铁建设资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184.19亿元，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，全长30.19公里，具体融资方案尚在探讨中。

表5 截至2018年底公司主要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	项目模式	未来计划投资		
								2019年	2020年	2021年
2号线（一期）	25.18	185.34	64.87	55.34	151.97	2012-2020	资本金+银团	13.28	2.00	--
11号线	58.35	194.66	58.40	45.73	152.42	2012-2020	BOT	5.67	1.70	--
1号线	59.97	399.91	139.97	52.08	158.49	2015-2020	PPP	69.83	125.76	--
13号线（二期）	41.14	126.15	50.46	41.57	69.52	2015-2020	PPP	6.49	15.93	--
4号线	26.11	184.19	64.47	24.90	29.28	2016-2021	PPP	34.86	71.50	35.00
8号线	69.50	380.52	152.21	28.09	91.85	2017-2021	PPP	56.39	84.12	62.35
小计	280.25	1470.77	530.38	247.71	653.53	--	--	186.52	301.01	97.35
拟建6号线一期	30.19	179.14	--	--	--	--	--	0.44	--	--
小计	30.19	179.14	--	--	--	--	--	0.44	--	--
合计	310.44	1649.91	530.38	247.71	653.53	--	--	186.96	301.01	97.35

注：1. 2号线一期东段于2017年底已通车，西段在建状态；

2. 11号线项目建设不纳入合并报表范围但其票务收入纳入合并报表范围，其他各地铁项目建设及收入均纳入公司合并报表范围；

3. 表中已投资、计划投资的合计数与总投资之间的差异系总投资为项目立项时预估数

资料来源：公司提供

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2018年底，公司在建项目总投资1470.77亿元，其中项目资本金合计为530.38亿元；项目已完成投资653.53亿元，已到位资本金247.71亿元，资本金到位情况良好。从现有在建、拟建线路的投资计划看，2019—2021年投资规模大，公司未来将面临一定的融资压力，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。

3. 经营板块分析

公司目前票务收入规模不大，广告、房租、商贸及其他业务对公司收入形成较大补充。未来随着更多地铁线路的正式运营、地铁网络效应的显现，公司其他经营性业务有序开展，将带动公司收入规模持续上升。

（1）地铁运营

公司收入主要来源于地铁票务运营，随着部分线路陆续开通及地铁运行不断成熟，地铁客运总量持续大幅增加，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。

截至2018年底，公司已开通运营的地铁线路共4条，包括地铁3号线、2号线（一期东段）、11号线部分线路和13号线（一期、二期南段）；其中，3号线于2016年底实现全线开通运营，2号线（一期东段）于2017年底开通运营，11号线部分线路于2018年4月开通运营，13号线（一期、二期南段）于2018年底开通运营；已开通运行的地铁线路运营总长度171.79公里，运营站点数80个。

公司对运营地铁线路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。

青岛市轨道交通实行计程票制，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。

2018 年，公司年内运营里程共计 4776 万公里，实现客运量 15294 万人次；当年实现票务收入 2.93 亿元，同比大幅增加 1.43 亿元，

收入主要来自于 3 号线和 2 号线（一期东段）地铁票款收入。随着新增运营 11 号部分线路及地铁运行的不断成熟，地铁客运总量持续大幅增加，预计将带动公司票务收入大幅增长。因地铁轨道运营具有准经营性，随着地铁轨道运营成本的持续加大，2018 年公司铁路运营毛利率大幅下降至-195.52%。

表 6 2016—2018 年公司地铁线路运营指标

	2016 年	2017 年		2018 年			
	3 号线	3 号线	2 号线（一期东段）	3 号线	2 号线（一期东段）	11 号线	13 号线（一期、二期南段）
票务收入（万元）	1922.21	14568.61	364.96	17928.38	8754.95	2520.06	58.24
客运总量（万人次）	1102.41	6363.80	209.41	9072.31	4874.40	1327.34	20.07
平均日客运量（万人次/日）	3.01	17.44	9.52	24.86	13.35	5.25	3.34
列车正点率（%）	99.98	99.96	99.99	99.99	99.98	99.94	99.88
运营里程（万公里）	614.58	1659.60	91.98	1803.60	1544.34	1397.74	30.20

注：此处票务收入为不含税收入

资料来源：公司提供

作为公司收入主要来源的票务收入，未来将随着青岛市开通线路的增多和地铁网络效应的显现，票务收入占公司营业收入比重将持续增大。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情况和政府对公司的票务补贴情况。

（2）广告及物业业务

近三年，公司广告收入持续增加；随着运营地铁线路的增加，公司广告及物业收入未来有望大幅增长。

公司广告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—2018 年，随着投入运营地铁线路的增加，公司广告收入不断增加，分别为 644.04 万元、1376.81 万元和 2316.40 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，主要为地铁站点周边物业，2017—2018 年公司实现物业收入分别为 737.10 万元和 702.63 万元，毛利率分别为 58.26%和 80.51%。未来随着地铁线路开通增多，预计该部分业务收入增速较快。

（3）工程、房租及其他业务

公司其他业务有序开展，租赁、房租、商贸业务收入对公司收入形成较大的补充。

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；2016—2018 年分别确认收入 644.74 万元、704.66 万元和 495.09 万元，收入规模较小且受地铁项目建设集中度差异波动较大。

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“益群地下城公司”）和集团本部的自有房屋和地下车库的出租收入。2016—2018 年公司分别确认房屋出租收入 167.11 万元、4690.77 万元和 10696.52 万元；其中 2018 年同比大幅增长 128.03%，主要系当期租赁面积大幅增长，相应的出租价格较高所致，毛利率

提升至85.51%。

2017年公司新增利息收入主要系子公司青岛地铁金融控股有限公司（以下简称“金控公司”）融资租赁等业务产生的利息收入。随着金控公司开展的债权及相关业务规模的扩大，2018年公司利息收入由上年的431.98万元增至5874.83万元，毛利率均为100%。

2018年公司商贸收入大幅增加9955.48万元，毛利率大幅提升至99.32%，系公司实现的地下空间资源使用费收入9905.66万元，相应成本为零。

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，近三年收入增长较快。

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3427.45万元、2540.14万元和1933.75万元；其他业务毛利率高，基本维持在75%以上。

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。

八、财务分析

1. 财务质量概况

公司提供了2016年、2017年和2018年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述三年财务报告分别进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年1-6月财务报表未经审计。

合并报表范围方面，截至2018年底，公司合并范围内一级子公司13家。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；2018年公司新纳入合并范围子公司2家：青岛地铁置业市南有限公司和青岛地铁置业西海岸有限公司，均为投资设立；2019年上半年公司新纳入合并范围子公司1家青岛公共住房建设投资有限公司，系无偿划转。2016—2018年，涉及变动的子公司资产、权益规模均较小，合并范围变动对财务可比性影响小；2019年上半年划入的房投公司资产、权益规模较大，对公司合

并财务数据可比性有一定的影响。

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；受限资产规模较大；公司资产流动性弱，资产质量一般。

2016—2018年，公司资产快速增长，年均复合增长49.09%。截至2018年底，公司资产总额919.07亿元，同比增长34.85%，资产规模保持较快增长；资产以非流动资产为主，占资产总额的比重为80.01%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24.75	5.99	80.10	11.75	112.68	12.26	166.72	11.45
其他应收款	2.88	0.70	25.54	3.75	26.50	2.88	57.29	3.93
其他流动资产	9.78	2.37	29.37	4.31	28.19	3.07	34.64	2.38
流动资产合计	37.73	9.12	136.97	20.10	183.70	19.99	580.43	39.86
可供出售金融资产	5.27	1.27	5.65	0.83	5.92	0.64	6.07	0.42
固定资产	147.72	35.73	147.72	21.67	168.45	18.33	236.07	16.21
在建工程	195.94	47.39	357.51	52.46	517.77	56.3	579.77	39.82
其他非流动资产	25.64	6.20	31.83	4.67	35.35	3.85	44.93	3.09
非流动资产合计	375.76	90.88	544.58	79.90	735.37	80.01	875.61	60.14
资产总额	413.48	100.00	681.54	100.00	919.07	100.00	1456.04	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2019年半年报整理

2016—2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长120.66%；截至2018年底，公司流动资产183.70亿元，同比增长34.12%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和其他流动资产构成。

截至2018年底，公司货币资金112.68亿元，主要由银行存款构成；货币资金受限合计3.26亿元，主要系存出投资款，货币资金受限规模较小。

2016—2018年，公司其他应收款年均复合大幅增长203.15%，其中2017年底较上年底大幅增加22.66亿元主要系应收拆借款12.76亿元及青岛市财政局营运补贴款5.34亿元，账龄均在1年以内。截至2018年底，公司其他应收款26.50亿元，其中应收前五名合计余额占比93.96%，欠款方分布集中且账龄主要在1年以内。

截至2018年底，公司应收账款6.34亿元，同比大幅增加6.08亿元，大幅增长系应收账款保理业务所致。

2016—2018年，公司其他流动资产年均复合增长69.75%。截至2018年底，其他流动资产28.19亿元，较上年底变化不大，其中待抵扣进项税26.57亿元、理财产品0.16亿元、信托受益权0.95亿元、短期委托贷款0.40亿元。

2016—2018年，公司非流动资产年均复合增长39.89%。截至2018年底，公司非流动资产735.37亿元，同比增长35.03%，主要系在建工程大幅增长所致。

2016—2018年，公司在建工程持续大幅增长，年均复合增长62.56%。截至2018年底，公司在建工程517.77亿元，同比增长44.83%，主要系公司对在建地铁项目的建设投资持续增加所致（13号线一期于2018年底通车，但由于部分工程款尚未结算仍归类在在建项目中）。

2016—2018年，公司固定资产规模相对较为稳定，年均复合增长6.78%。截至2018年底，公司固定资产168.45亿元，主要为地铁3号线固定资产（账面价值167.70亿元）、自有房产、办公设备等；固定资产累计折旧额0.58亿元，

主要系工具和办公设备折旧，青岛地铁3号线未计提折旧。

2016—2018年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长17.41%，截至2018年底，其他非流动资产35.35亿元，主要系公司预付的工程款（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，因此计入公司其他非流动资产）。

截至2019年6月底，公司资产总额1456.04亿元，较2018年底大幅增长58.43%，非流动资产占比降至60.14%，资产规模及结构变化主要系房投公司并入所致，其中公司货币资金大幅增至166.72亿元、应收账款增加276.43亿元、其他应收款增长116.19%、存货增长309.00%（主要为房产开发成本）、其他流动资产34.64亿元（系待抵扣进项税额）；非流动资产较2018年底增长19.07%，主要系固定资产和在建工程增长所致，其中固定资产236.07亿元，较2018年底增长40.15%，系房投公司并入所致；随着在建地铁项目的投资持

续，在建工程增至579.77亿元。根据公司提供的房投公司未经审计的2019年1—6财务报表，截至2019年6月底，房投公司资产总额391.39亿元，其中应收账款276.97亿元，其他应收款19.13亿元、存货18.79亿元，固定资产67.61亿元，应收款项及存货占比较大，房投公司资产质量较差，降低了公司整体资产的流动性。根据公司提供的房投公司应收账款情况说明，截至2018年底房投公司应收账款288.08亿元，系房投公司应收青岛市各区棚户区改造项目款。联合资信将对公司的应收款项回收进度保持密切关注。

截至2019年6月底，公司受限资产共计330亿元，占资产总额的比重为22.66%，资产受限比例较高，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，公司所有者权益稳定性一般。

表10 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	30.00	18.89	31.75	11.94	31.75	9.24	31.37	6.10
资本公积	122.56	77.18	168.81	63.50	208.15	60.55	251.17	48.81
少数股东权益	5.94	3.74	64.74	24.35	102.58	29.84	217.90	42.34
所有者权益合计	158.80	100.00	265.86	100.00	343.77	100.00	514.59	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2019年半年报整理

2016—2018年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长47.13%。截至2018年底，公司所有者权益343.77亿元，同比增长29.31%，主要系资本公积和少数股东权益的增长所致。

截至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。截至2018年底，公司实收资本维持为31.75亿元。

近三年，公司资本公积占权益总额的比重较大且增长较快。截至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。截至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。截至2018年底，公司资本公积208.15亿元，同比增长23.31%，主要系当期收到青岛市财政局下达地铁项目资金支出预算38.47亿元。

2016—2018年，公司少数股东权益大幅增长，年均复合增长315.41%。截至2018年底，

公司少数股东权益 102.58 亿元，同比增加 58.45%，主要系 PPP 项目公司社会资本方出资增加所致。

截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益 514.59 亿元，较 2018 年底增长 49.69%，主要系资本公积和少数股东权益大幅增长所致；其中，公司资本公积 251.17 亿元，较 2018 年底增长 20.67%，系房投公司净资产划入所致；少数股东权益较 2018 年底大幅增长 112.42%，系社会资本方出资增加所致。

近三年，公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，债务负担偏重；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。

随着公司各板块业务持续推进，负债规模快速增长，2016—2018 年，公司负债总额年均复合增长 50.29%。截至 2018 年底，公司负债总额 575.30 亿元，较上年底增长 38.40%，主要系当期长期借款大幅增加所致；公司负债以非流动负债为主，非流动负债占负债总额的比重为 74.50%。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	27.75	10.90	23.00	5.53	37.16	6.46	12.32	1.31
应付账款	35.05	13.76	68.43	16.46	79.66	13.85	36.10	3.83
其他应付款	2.76	1.08	6.85	1.65	10.63	1.85	26.06	2.77
一年内到期的非流动负债	3.55	1.39	10.67	2.57	15.03	2.61	30.40	3.23
流动负债	70.21	27.57	110.71	26.63	146.68	25.50	112.48	11.95
长期借款	149.31	58.63	214.61	51.63	339.63	59.04	739.17	78.51
应付债券	20.00	7.85	20.00	4.81	20.00	3.48	20.00	2.12
长期应付款	11.07	4.35	26.64	6.41	23.90	4.15	69.80	7.41
专项应付款	4.09	1.61	43.72	10.52	45.09	7.84	--	--
非流动负债	184.48	72.43	304.97	73.37	428.62	74.50	828.97	88.05
负债总额	254.69	100.00	415.68	100.00	575.30	100.00	941.46	100.00

注：2019 年 6 月底长期应付款包含专项应付款

资料来源：根据公司审计报告及 2019 年半年报整理

2016—2018 年，公司流动负债年均复合增长 44.54%；截至 2018 年底，公司流动负债 146.68 亿元，同比增长 32.48%，主要系短期借款和应付账款增长所致。

截至 2018 年底，公司短期借款 37.16 亿元，同比增加 14.16 亿元，其中信用借款 30.00 亿元；其他应付款 10.63 亿元，其中暂扣工程款 3.22 亿元、暂收蓝硅项目公司转款 2.61 亿元、保证金 0.65 亿元；一年内到期的非流动负债 15.03 亿元，其中一年内到期长期借款和长期应付款分别为 5.95 亿元和 9.08 亿元。

2016—2018 年，随着工程项目推进，公司应付账款快速增长，年均复合增长 50.77%。截

至 2018 年底，公司应付账款由 2017 年底的 68.43 亿元增至 79.66 亿元，主要为公司应付的地铁建设工程款；账龄以 1 年内为主，比重为 78.58%，公司应付账款综合账龄较短。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款构成，2016—2018 年，年均复合增长 52.43%。截至 2018 年底，公司非流动负债 428.62 亿元，同比增长 40.54%。

2016—2018 年，公司长期借款持续快速增长，年均复合增长率 50.82%。截至 2018 年底，公司长期借款大幅增加 58.25% 至 339.63 亿元，其中抵押及质押借款 303.33 亿元、保证借款 25.00 亿元、信用借款 11.30 亿元，抵押借款抵

押物主要系青岛地铁2号线和3号线，保证借款主要系公司本部为子公司青岛市地铁一号线有限公司、青岛市地铁八号线有限公司、青岛市地铁四号线有限公司提供担保形成的保证借款。

截至2018年底，公司应付债券20.00亿元，系公司于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，期限均为5年期。截至2018年底，公司长期应付款23.90亿元，较上年底减少2.74亿元，其中应付道生国际融资租赁股份有限公司5.83亿元、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%）15.06亿元、交银金融租赁有限责任公司3.01亿元的融资租赁款。截至2018年底，公司专项应付款45.09亿元，较上年变化不大，主要为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40.26亿元。

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。2016—2018年，公司调整后全部债务规模快速增长，年均复合增长43.41%。截至2018年底，公司调整后全部债务435.72亿元（调整后长期债务占比88.02%），同比增长47.74%。债务偿付方面，2019—2021年公司每年应偿还的到期债务（融资口径且不含房投公司债务情况）分别为35亿元（截至2018年底公司短期债务52.19亿元，其中17.19亿元由长期项目银团贷款承接偿还）、34亿元和45亿元，债务偿付压力分布均匀。截至2018年底，受债务规模快速增加影响，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指标较上年底均有所上升，分别为62.60%、55.90%和52.73%，公司整体债务负担偏重。

截至2019年6月底，公司负债总额941.46亿元，较2018年底增长63.65%，主要系长期借款大幅增长117.64%至739.17亿元。根据公司提供的房投公司未经审计的2019年1—6财

务报表，截至2019年6月底，房投公司负债总额293.90亿元，其中长期借款280.97亿元（均为从国家开发银行取得的棚改专项资金）、短期借款4.50亿元，根据公司提供的房投公司长期借款偿还计划（融资口径），还款负担分布较为均匀，其中2019年7月—12月及2020—2023年分别偿还长期借款11.43亿元、22.32亿元、22.73亿元、22.24亿元和23.94亿元。有息债务方面，截至2019年6月底，公司有息债务共计801.90亿元，较2018年底增长94.72%，其中长期债务759.17亿元；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指标较2018年底均有所上升，分别为64.66%、60.91%和59.60%，公司债务负担进一步加重。同时，联合资信关注到房投公司的并入对公司有息债务规模影响较大，但考虑到房投公司债务主要为期限较长、利率较低的政策性棚改专项资金，公司整体债务风险可控；联合资信将对公司有息债务规模及增速保持密切关注。

4. 盈利能力

近三年，随着地铁线路的开通运营及其他经营性业务的开展，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很强，整体盈利能力很弱。

2016—2018年，公司营业收入不断增长，分别为0.69亿元、2.56亿元和6.34亿元。2018年，公司营业收入增长较快，主要系票务收入、房屋租赁收入、利息收入和商贸收入增长所致。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用受财务费用和管理费用增加影响不断上升，分别为0.48亿元、4.87亿元和6.78亿元，其中2018年公司管理费用受人工成本增长而增至1.26亿元，财务费用因债务利息支出增长而增至5.47亿元。2018年，公司期间费用占营业收入比重106.96%，期间费用率很高。

2016—2018年，公司实现的利润总额分别

为0.08亿元、0.38亿元和0.87亿元；同期，公司营运补助分别为1.74亿元、5.60亿元和9.71亿元（2016年计入“营业外收入”核算、2017-2018年计入“其他收益”核算）。总体看，公司利润总额对政府补贴依赖很强。

盈利指标方面，2016—2018年，公司营业利润率分别为-187.30%、-37.71%和-44.13%，其中2016年营业利润率很低系计提的补亏补贴收入计入营业外收入核算所致。2018年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为0.84%和0.23%，整体盈利水平很弱。

2019年1—6月，公司实现营业收入3.96亿元；确认营业成本7.20亿元，营业成本同比大幅增长主要系地铁11号线、13号线（一期、二期南段）于2018年开通运营，线路相关支出不再符合资本化条件，由原运营筹备费（计入在建工程）列支转入利润表中成本费用项目所致；期间费用4.29亿元，期间费用占营业收入比重为108.29%；实现利润总额0.77亿元，当期公司获得政府运营补贴7.47亿元（在“其他收益”核算）。房投公司的并入将对公司未来营业收入及利润水平产生一定的影响，联合资信将对此保持持续关注。

5. 现金流分析

近三年，公司经营活动现金流和投资活动现金流维持较大规模的净流出状态；通过筹资活动弥补现金缺口，公司整体资金需求对筹资活动依赖程度大。

经营活动方面，2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量持续为净流出，分别为-6.45亿元、-11.93亿元和-11.41亿元。2018年，公司经营活动现金流仍保持较大规模的净流出，其中，销售商品、提供劳务收到的现金5.05亿元，系收到的各业务板块收入及预售房款；收到其他与经营活动有关现金同比增加10.07亿元，主要系金控公司收到前期委贷、保理业务回款所致；受购买商品、接受劳务支付的现金及支付给职工以及为职工支付的现金显著增加影响，公司经营活动现金流出增长较快，

为29.68亿元。2016—2018年，公司现金收入比分别为74.80%、107.25%和79.70%，整体收入实现质量有所波动。

投资活动方面，2016—2018年，公司投资活动现金流净额分别为-101.52亿元、-144.88亿元和-155.64亿元，随着对地铁建设资金投入持续加大以及公司本部和子公司金控公司等对外股权投资规模增加，公司投资活动现金流出规模持续扩大。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，2016—2018年，公司筹资活动现金流入快速增加，分别为131.95亿元、268.63亿元和264.48亿元，主要为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。受公司债务规模增加影响，用于偿还债务和利息支付的现金持续增长，2016—2018年公司筹资活动现金流出分别为12.79亿元、56.37亿元和67.76亿元。2016—2018年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为119.16亿元、212.26亿元和196.72亿元。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。

2019年1—6月，公司经营活动现金净流出13.54亿元，商品及劳务的收支规模较大主要系合并房投公司所致；投资活动现金净流出115.59亿元，主要系在建地铁项目建设投入；筹资活动净现金流入172.81亿元，其中取得借款收到的现金为149.78亿元。

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，总体短期偿债能力较强；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，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2016—2018年公司流动比率和速动比率波动增长，2018年底上述指标基本与上年底持平，分别为125.24%和

120.01%。2016—2018年底，公司现金类资产分别为24.75亿元、80.21亿元和113.03亿元。2018年现金类资产是同期短期债务的2.17倍。总体看，考虑到公司短期债务规模相对较小，公司现金类资产较充裕，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年公司EBITD持续增加，分别为0.14亿元、4.95亿元和6.83亿元；同期，公司调整后全部债务/EBITDA分别为1546.13倍、59.53倍和63.79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，同时考虑到青岛市政府对公司支持明确；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年底，公司及子公司（合并口径）获得各银行授信额度共计人民币999.16亿元，尚未使用额度552.29亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2018年底，公司合并口径范围无对外担保。

7. 母公司财务情况

截至2018年底，母公司资产总额554.37亿元，同比增长14.01%，主要系长期股权投资、固定资产和在建工程增加所致。其中非流动资产占80.83%，资产以非流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的61.32%。

截至2018年底，母公司所有者权益合计237.83亿元，同比增加18.80%，母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成。

截至2018年底，母公司负债合计316.54亿元，同比增长10.66%，主要系长期借款增加所致。其中非流动负债占82.31%，母公司以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的55.02%，占比较高。截至2018年底，公司资产负债率为57.10%，全部债务资本化比率为47.40%，债务规模同比有所增长。

2018年，母公司实现营业收入5.17亿元，同比小幅增加3.02亿元，占合并报表营业收入

比重为81.55%；母公司利润总额为0.26亿元，占合并报表利润总额的30.23%。母公司利润总额占合并报表的比重一般。

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不超过20.00亿元，以额度上限20亿元计算，本期债权为2018年底公司调整后全部债务的4.59%，相当于调整后长期债务的5.21%。截至2018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62.60%和55.90%；以2018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，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率将分别上升至63.39%和57.00%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为0.70亿元、5.89亿元和18.26亿元，分别为本期债券发行额度上限的0.04倍、0.29倍和0.91倍；2016—2018年，公司EBITDA分别为0.14亿元、4.95亿元和6.83亿元，为本期债券发行额度上限的0.007倍、0.25倍和0.34倍；经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券覆盖程度均较低。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、租赁等资源业务拓展，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2019年发行成功本期债券（规模按照最高发行限额20.00亿元测算），并于第1个定价周期末一次性还本，则公司将于2024年一次性偿还本期债券本金20.00亿元，募投项目在本期债券存续期内共产生营业收入52.05亿元和实现净收益29.32亿元，对本期债

券本金覆盖倍数分别为 2.60 倍和 1.47 倍；若公司 2019 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 2029 年一次性偿还本期债券本金 20.00 亿元，募投项目在本期债券存续期内共产生营业收入 104.72 亿元，实现净收益 61.02 亿元，对本期债券本金覆盖倍数分别为 5.24 倍和 3.05 倍。

综上，如果本期债券在 2019 年发行成功，且公司在第一个定价周期末一次性偿还本金，则募投项目的收入和净收益均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。

表12 募投项目收入情况（单位：亿元）

项目	合计	债券存续期					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024
票款收入	38.52	6.73	7.04	7.35	7.69	8.04	8.40
其他业务净收入	6.79	1.01	1.06	1.10	1.15	1.21	1.26
营业总收入	52.05	7.74	8.09	8.46	8.84	9.25	9.67
经营成本	21.22	3.39	3.43	3.48	3.53	3.64	3.75
营业税金及附加	1.49	0.22	0.23	0.24	0.25	0.27	0.28
净收益	29.32	4.13	4.42	4.73	5.06	5.34	5.64
	合计	2025	2026	2027	2028	2029	
票款收入	45.81	8.65	8.90	9.15	9.42	9.69	
其他业务净收入	6.86	1.30	1.33	1.37	1.41	1.45	
营业总收入	52.67	9.94	10.23	10.53	10.83	11.14	
经营成本	19.47	3.84	3.87	3.89	3.92	3.95	
营业税金及附加	1.51	0.29	0.29	0.30	0.31	0.32	
净收益	31.70	5.82	6.07	6.33	6.60	6.88	

资料来源：根据《青岛市地铁一期工程（3 号线）可行性研究报告》整理

十、债券保护条款分析

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期债券到期本金和利息，公司聘请中国民生银行股份有限公司青岛分行（以下简称“民生银行”或“账户及资金监管人”）作为本次债券账户及资金监管人，公司在账户及资金监管人处开立募集资金使用专户和偿债资金专

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期债券募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。

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，并由民生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，青岛市经济实力持续增强，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。

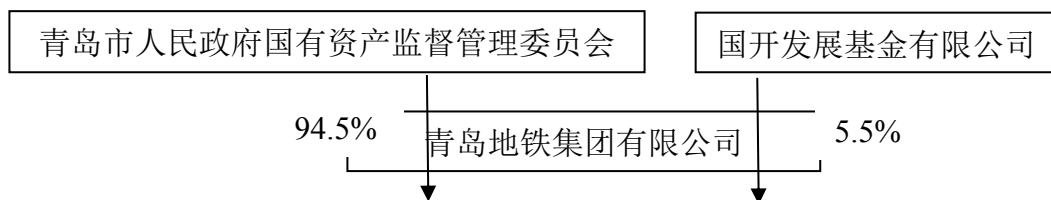
公司地铁项目处于建设期，尚未开始全面运营，前期投资成本所需资金较多，融资压力大；但考虑到公司在青岛市轨道交通建设中的重要地位以及青岛市政府给予公司的有力支持，同时，公司未来随着路网的逐渐完善、运营里程的增加和地铁地下空间扩充，公司盈利能力有望提升。

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。

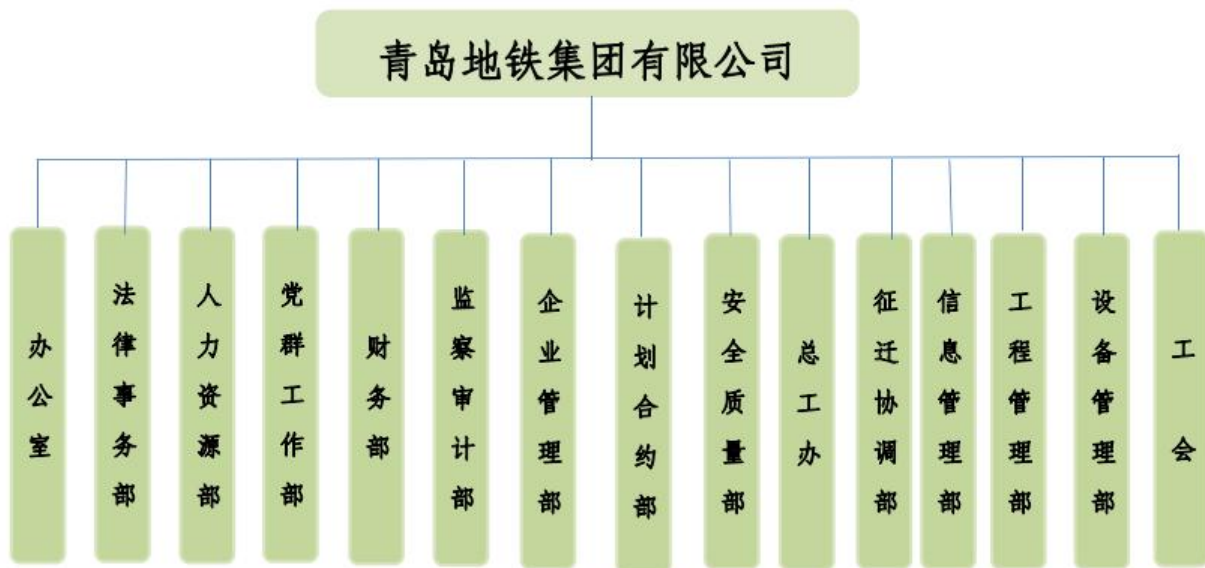
本期债券含可续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，利息支付条款的设置和赎回权设置使本期债券不赎回和递延支付利息的可能性较小。

总体来看，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 6 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年 6 月底合并范围子公司情况

序号	企业名称	实收资本（万元）	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 ^[6]	--	100.00	投资设立
13	青岛公共住房建设投资有限公司	43.30	100.00	资产划拨

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，其中中建建推荐 1 名，公司推荐 2 名。董事会设董事长 1 名，由公司推荐，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，其中公司推荐 3 名

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，其中公司委派 2 名。另外协议约定，其他股东不参加对公司的治理

4、根据章程规定，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，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

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

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 5000.00 万元，截止至 2018 年 12 月 31 日尚未出

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.75	80.21	113.03	166.80
资产总额(亿元)	413.48	681.54	919.07	1456.04
所有者权益(亿元)	158.80	265.86	343.77	514.59
短期债务(亿元)	31.46	33.67	52.19	42.72
长期债务(亿元)	169.31	234.61	359.63	759.17
调整后长期债务(亿元)	180.38	261.25	383.53	--
全部债务(亿元)	200.78	268.28	411.82	801.90
调整后全部债务(亿元)	211.85	294.92	435.72	--
营业收入(亿元)	0.69	2.56	6.34	3.96
利润总额(亿元)	0.08	0.38	0.87	0.77
EBITDA(亿元)	0.14	4.95	6.83	--
经营性净现金流(亿元)	-6.45	-11.93	-11.41	-13.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.30	12.51	1.92	--
存货周转次数(次)	46.99	4.87	2.01	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.01	--
现金收入比(%)	74.80	107.25	79.70	403.40
营业利润率(%)	-187.30	-37.71	-44.13	-84.11
总资本收益率(%)	0.01	0.87	0.86	--
净资产收益率(%)	0.03	0.11	0.23	--
长期债务资本化比率(%)	51.60	46.88	51.13	59.60
调整后长期债务资本化比率(%)	53.18	49.56	52.73	--
全部债务资本化比率(%)	55.84	50.23	54.50	60.91
调整后全部债务资本化比率(%)	57.16	52.59	55.90	--
资产负债率(%)	61.60	60.99	62.60	64.66
流动比率(%)	53.74	123.71	125.24	516.02
速动比率(%)	53.62	122.51	120.01	488.10
经营现金流流动负债比(%)	-9.19	-10.78	-7.78	--
现金短期债务比(倍)	0.79	2.38	2.17	3.90
全部债务/EBITDA(倍)	1465.32	54.15	60.29	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	1546.13	59.53	63.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.02	0.26	0.31	--

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

公司 2019 年上半年财务报表未经审计

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.77	36.69	43.96	71.84
资产总额(亿元)	354.40	486.25	554.37	712.05
所有者权益(亿元)	152.55	200.20	237.83	371.09
短期债务(亿元)	3.55	6.70	19.38	14.75
长期债务(亿元)	153.35	175.00	194.90	214.80
全部债务(亿元)	156.90	181.70	214.28	229.55
营业收入(亿元)	0.53	2.15	5.17	2.34
利润总额(亿元)	0.07	-0.11	0.26	0.63
EBITDA(亿元)	0.08	-0.10	5.44	--
经营性净现金流(亿元)	-4.75	-6.10	-3.17	0.93
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.79	13.98	8.14	--
存货周转次数(次)	46.16	4.45	6.17	--
总资产周转次数(次)	0.003	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	77.99	99.00	67.67	105.77
营业利润率(%)	-254.12	-48.19	-69.38	-186.39
总资本收益率(%)	0.02	-0.03	1.19	--
净资产收益率(%)	0.03	-0.05	0.11	--
长期债务资本化比率(%)	50.13	46.64	45.04	36.66
全部债务资本化比率(%)	50.70	47.58	47.40	38.22
资产负债率(%)	56.95	58.83	57.10	47.88
流动比率(%)	110.75	248.40	189.86	247.50
速动比率(%)	110.53	245.39	187.19	244.39
经营现金流动负债比(%)	-12.73	-13.86	-5.66	--
现金短期债务比(倍)	5.57	5.47	2.27	4.87
全部债务/EBITDA(倍)	1955.24	-1895.13	39.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：公司 2019 年上半年财务报表未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

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 / 营业收入 × 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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 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 5-1 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 5-2 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

附件 5-3 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

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（第二期）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，在企业年报披露后两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，及时对该事项进行分析，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。