

# 信用等级公告

联合〔2020〕2525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及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持青岛地铁集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 青岛地铁绿色债 01/G19QGY1”和“19 青岛地铁绿色债 02/G19QGY2”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年七月二十四日



## 青岛地铁集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
青岛地铁集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 青岛地铁绿色债 01/G19QGY1	AAA	稳定	AAA	稳定
19 青岛地铁绿色债 02/G19QGY2	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 青岛地铁绿色债 01/G19QGY1	10.00 亿元	10.00 亿元	2022/04/19
19 青岛地铁绿色债 02/G19QGY2	20.00 亿元	20.00 亿元	2024/12/12

注: 上述债券仅包括由联合资信评级, 且截至评级时点尚处于存续期的债券; 到期兑付日按首个行权日测算。

评级时间: 2020 年 7 月 24 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(打分卡)	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“地铁集团”或“公司”)是青岛市地铁投资建设、运营管理和资源开发主体。跟踪期内, 青岛市区域经济和财政实力稳定增长, 公司保持专营优势并在资产划拨和营运补贴方面获得较大力度的外部支持; 青岛公共住房建设投资有限公司(以下简称“房投公司”)划入后, 公司的职能定位有所扩展, 公司权益和收入规模增幅明显。同时, 联合资信也关注到公司业务具有较强的公益性特征、盈利能力弱, 债务规模上升快, 地铁项目投资额大、外部融资依赖性较强等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

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。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, 维持“19 青岛地铁绿色债 01/G19QGY1”和“19 青岛地铁绿色债 02/G19QGY2”的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内, 青岛市经济实力增强, 为公司经营发展提供良好外部环境。2019 年, 青岛市实现生产总值 11741.31 亿元, 按可比价格计算增长 6.5%。
2. 保持业务区域专营优势。公司是青岛市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体; 房投公司是青岛市唯一的租赁住房国有企业, 受其划入影响, 公司的职能定位得以扩展。跟踪期内区域专营优势进一步加强。
3. 持续获得外部支持。青岛市政府对公司支持明确, 在财政资金拨付、资产划拨和政府补助等方面给予公司有力支持。2019 年, 公司分别获得营运补贴 15.59 亿元和住房项目建设资金 0.94 亿元, 计入“其他收益”。
4. 公司权益和收入规模增幅明显。跟踪期内, 随着部分线路开通运营, 房投公司的划入, 客流量快速增长, 房地产收入稳定增长, 公司权益和收入规模增幅明显。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa	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	A	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	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构	资本结构	2
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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 郑重 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

关注

1. 公司盈利能力弱, 利润对财政补贴依赖很大。青岛市地铁路网尚未形成规模, 单位运营成本较高, 跟踪期内, 公司营业利润率持续为负, 公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为0.78%和0.50%, 盈利能力弱; 2019年, 公司实现利润总额3.51亿元; 当期公司分别获得政府运营补贴和住房项目建设资金15.59亿元和0.94亿元, 利润对财政补贴依赖很大。
2. 公司债务规模快速增长, 债务负担有所加重。跟踪期内, 公司调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为58.05%和56.68%。
3. 公司外部融资具有较强的依赖性。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。

主要财务数据:

项目	合并口径		
	2017年	2018年	2019年
现金类资产(亿元)	80.21	113.03	133.80
资产总额(亿元)	681.54	919.07	1621.18
所有者权益(亿元)	265.86	343.77	607.39
短期债务(亿元)	33.67	52.19	45.85
长期债务(亿元)	234.61	359.63	772.73
全部债务(亿元)	268.28	411.82	818.58
营业收入(亿元)	2.56	6.34	13.45
利润总额(亿元)	0.38	0.87	3.51
EBITDA(亿元)	4.95	6.83	12.09
经营性净现金流(亿元)	-11.93	-11.41	-17.49
营业利润率(%)	-37.71	-44.13	-41.33
净资产收益率(%)	0.11	0.23	0.50
资产负债率(%)	60.99	62.60	62.53
全部债务资本化比率(%)	50.23	54.50	57.41
流动比率(%)	123.71	125.24	168.89
经营现金流动负债比(%)	-10.78	-7.78	-10.10
现金短期债务比(倍)	2.38	2.17	2.92
EBITDA 利息倍数(倍)	0.26	0.31	1.49
全部债务/EBITDA(倍)	54.15	60.29	67.73
公司本部(母公司)			
项目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	486.25	554.37	753.14
所有者权益(亿元)	200.20	237.83	409.12

全部债务(亿元)	181.70	214.28	233.41
营业收入(亿元)	2.15	5.17	4.73
利润总额(亿元)	-0.11	0.26	1.79
资产负债率(%)	58.83	57.10	45.68
全部债务资本化比率(%)	47.58	47.40	36.33
流动比率(%)	248.40	189.86	250.99
经营现金流动负债比(%)	-13.86	-5.66	7.78

评级历史:

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 青岛地铁绿色债 02/G19QGY2	AAA	AAA	稳定	2019/10/22	唐立倩 魏兰兰 楚方媛	<a href="#">城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907</a> <a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 青岛地铁绿色债 01/G19QGY1	AAA	AAA	稳定	2019/6/21	唐立倩 楚方媛	<a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年)</a> <a href="#">城投行业企业主体信用评级模型(2016年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 青岛地铁绿色债 01/G19QGY1	AAA	AAA	稳定	2019/1/25	竺文彬 王超 楚方媛	<a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年)</a> <a href="#">城投行业企业主体信用评级模型(2016年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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均无版本编号

## 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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 青岛地铁集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于青岛地铁集团有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本仍均为 31.75 亿元，青岛市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“青岛市国资委”）持有公司 94.49% 的股权，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有公司 5.51% 的股权。青岛市国资委仍为公司控股股东和实际控制人。

跟踪期内，公司作为青岛市地铁投资建设、运营管理和资源开发主体，承担着青岛轨道交通工程投融资、建设、运营与管理任务。另外，随着青岛公共住房建设投资有限公司（以下简称“房投公司”）的划入，公司新增青岛市保障房、租赁房的建设和运营板块，业务范围有所扩大。截至 2019 年底，公司本部内设财务部、计划合约部、企业管理部、安全质量部、征迁协调部等 15 个职能部门；合并范围内拥有 15 家二级子公司。

截至 2019 年底，公司资产总额 1621.18 亿元，所有者权益 607.39 亿元（其中少数股东权益 151.95 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 13.45 亿元，利润总额 3.51 亿元。

公司注册地址：山东省青岛市市北区常宁路 6 号。法定代表人：贾福宁。

### 三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年 6 月底，联合资信所评“19 青岛地铁绿色债 01/G19QGY1”和“19 青岛地铁

绿色债 02/G19QGY2”尚需偿还债券余额合计 30.00 亿元（详见表 1）。跟踪期内，“19 青岛地铁绿色债 01/G19QGY1”已按时支付利息；“19 青岛地铁绿色债 02/G19QGY2”尚未到利息支付时点。

表 1 联合资信所评公司存续债券概况

（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 青岛地铁绿色债 02/G19QGY2	20.00	20.00	2019/12/12	5 (5+N)
19 青岛地铁绿色债 01/G19QGY1	10.00	10.00	2019/04/19	3 (3+N)

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“19 青岛地铁绿色债 01/G19QGY1”募集资金 10.00 亿元，其中 7.00 亿元用于支付青岛市地铁 3 号线项目（以下简称“3 号线”），3.00 亿元用于补充流动资金。截至 2019 年底，募集资金已使用 8.10 亿元，其中 5.33 亿元用于 3 号线建设。

“19 青岛地铁绿色债 02/G19QGY2”募集资金 20.00 亿元，计划 13.00 亿元用于 3 号线，7.00 亿元用于补充流动资金。截至 2019 年底，募集资金尚未使用。

截至 2019 年底，3 号线已建设完毕并投入运营，“19 青岛地铁绿色债 01/G19QGY1”和“19 青岛地铁绿色债 02/G19QGY2”用于 3 号线建设的募集资金尚有 14.67 亿元尚未使用，预计将用于工程尾款及偿还项目贷款（非资本金）。

### 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、房地产和广告业等行业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

### （1）行业概况

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，2019年中国城镇常住人口8.48亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为60.60%，首次突破60%，同时大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。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。

经过多年的发展，截至2019年底，中国大陆地区累计有40个城市建成投运城市轨道交通线路，全国共计208条运营线路，建成投运城市轨道交通线路总长度达6736.2公里。2019年全年累计完成客运量237.1亿人次，2019年中国城市轨道交通完成投资5958.9亿元。

### （2）行业发展

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，一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，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，少数城市由省、市两级政府财力提供支持，并由政府实际控制行使投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）筹措其余部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场化定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上

也依赖票款补贴。

资金需求规模大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。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，也有利于通过竞争机制以提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

**“十三五”四年来，全国城市轨道交通运营线路规模稳步增长。长三角经济圈城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著。上海和北京两城运营规模在全国遥遥领先。**

“十三五”四年来，全国运营线路规模稳步增长，共新增运营线路长度3118.2公里，年均新增运营线路长度779.6公里。根据《城市轨道交通2019年度统计和分析报告》（以下简称“城轨分析报告”），截至2019年底，中国大陆地区累计有40个城市建成投运城市轨道交通线路，其中2019年新增温州、济南、常州、徐州、呼和浩特5个运营城市。全国共计208条运营线路，其中2019年新增运营线路25条，新增运营线路长度974.8公里。2019年全国城市建成投运城市轨道交通线路总长度达6736.2公里，同比增长16.90%，其中地铁5180.6公里，占比76.9%，投运车站3928座。

图1 2012—2019年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

从城市群拥有城市轨道交通运营线网规模在全国的占比看，长三角经济圈的11城开通运营线路54条，运营线路总长度1920公里，占比29%，经济发达且城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；京津冀3城开通运营线路33条，运营线路总长度1049公里，占比16%；珠三角5城开通运营线路27条，运营线路总长度892公里，占比13%；成渝城市群2城开通运营线路18条，运营线路总长度764公里，占比11%。随着城市群、都市圈、同城化建设的大力推进，市域城轨、市域快轨、城际铁路“三网融合”的需求为城轨交通、市域快轨的发展打开了空间。

**“十三五”四年来，全国城轨交通在建项目规模较大且稳步增长，2019年度完成建设投资额创历史新高。**

“十三五”四年来，共有 27 个城市新一轮建设规划或规划调整获国家发改委批复，获批项目初步估算总投资额合计约 25000 亿元。2019 年，共有 4 个城市新一轮城市轨道交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，线路长度共 687.45 公里，总投资 4926.28 亿元。“十三五”四年来，全国共完成城市轨道交通建设投资 19992.7 亿元，年均完成建设投资额接近 5000 亿元。2019 年，中国城市轨道交通完成投资 5958.9 亿元，同比增长 8.9%。据不完全统计（不含地方政府批复项目的资金情况），截至 2019 年底，在建城市轨道交通项目的可研批复投资额累计 46430.3 亿元，在建线路总里程 6902.5 公里，同比增长 8.3%，其中地铁 5942.7 公里，仍为主流。我国城轨在建线路规模稳步增长，年度完成建设投资额创历史新高。

图2 截至2019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：联合资信根据《城轨分析报告》整理

### (3) 行业运营

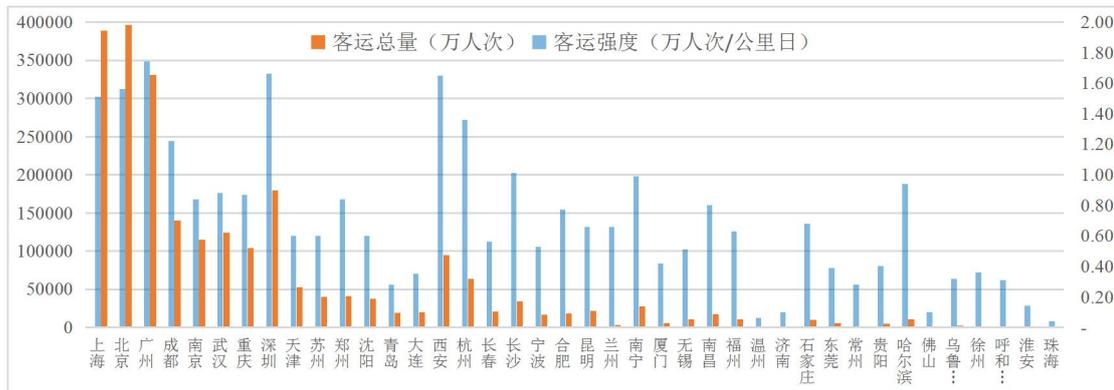
**随着新建线路投入运营，全国各城市客运量不断增长，客运强度总体水平呈逐年下降趋势，但各城市之间客运强度变化有所差异。**

随着新建线路投入运营，据不完全统计，2019年全国累计完成客运量237.1亿人次，同比增长12.5%；日均6634.1万人次，同比增加772.6万人次；总进站量为149.4亿人次，同比增长12.2%；总客运周转量为2003.1亿人公里，同比

增长13.8%，北京、上海、广州、深圳4市位居前列。

2019年，全国城轨交通平均客运强度为0.71万人次/公里日，同比有所下降。但各城市之间客运强度变化有所差异，北京、成都、沈阳等城市客运强度同比稳中有降，上海、天津、重庆等城市客运强度同比依然增长。2019年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、西安、北京和上海。

图3 2019年中国各城市轨道交通客运量和客运强度



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

2019年，全国城轨交通平均运营成本和收入同比均有所下降，但入不敷出依然是行业普遍状况，行业运营对政府补贴依赖高。

据不完全统计（该部分计入31个城市数，不含部分市域快轨和有轨电车数据和数据填报不完整城市），2019年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本23.4元，同比下降0.4元。平均单位人公里运营成本0.69元，同比下降0.15元。平均单位车公里运营收入16.7元，同比下降0.5元，平均单位人公里运营收入0.47元，同比下降0.01元，车公里运营收入和人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、杭州、长沙、青岛、厦门5市；平均单位票款收入0.28元/人公里，同比增长0.01元。

2019年，全国平均运营收支比为72.7%，其中，运营收支比超过100%的城市有杭州、深圳、北京、青岛4市，均为资源经营收入较高的城市；其余城市运营收支比均低于100%。整体看，城轨交通运营入不敷出依然是普遍状况，对政府补贴依赖高。

#### （4）行业政策

**因城市轨道交通行业特殊性，国家和地方政府已出台一系列政策，保障行业健康快速发展。**

城市轨道交通行业特点是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大。国家和地方政府已出台一系列政策，保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表2 近期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	《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）	国务院	2018.07
2	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
3	《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09
4	《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03

资料来源：联合资信整理

据国务院办公厅2018年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》，申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在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。上述政策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小时3万人次以上、1万人次以上。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，上述规定有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2020 年 3 月，中国城市轨道交通协会发布了《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》（以下简称“《纲要》”），从行业层面对智慧城轨建设的发展战略、建设目标、重点任务、实施路径、体制机制和保障措施等进行了统筹规划、顶层设计。旨在以此作为城轨交通行业今后一个时期（2020—2035 年）制订智慧城轨发展的技术政策、技术规范、发展规划和实施计划的指导性文件。

#### （5）未来发展

**随着科技革命和产业变革，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，逐步发展智慧型地铁，同时政府对行业的资金安排也给新基建的城轨交通发展带来了新的机遇。**

“十三五”时期，我国已进入城市轨道交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，但经济发达地区的城市轨道交通建设投资增速和规模仍较大。到 2020 年底，全国城市轨道交通运营线路预计将达到 7700 公里左右。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动下，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，《纲要》的发布，给未来城轨交通强国的建设提供了更加明确的目标和方向。“十四五”即将到来，部分经济发达城市地铁在加快新线建设的同时，也将率先全力打造智慧型地铁。

2020年初，受突如其来的新冠疫情影响，在平衡建设进度、安全生产和成本管控等方面，城轨企业将存在较大的压力，2020年整体客运量将可能有所下降。

2020 年政府工作报告提出，2020 年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，并提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，其中包括加强新基建、加强交通在内的重大工程建设，

体现了以民生为导向、支撑内需扩大的重要出发点，契合了高质量发展的需要，给城轨交通发展带来了新的机遇。

#### 2. 区域经济概况

**跟踪期内，青岛市经济实力继续增强，固定资产投资保持较快增长，为公司创造了良好的外部环境。**

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。

2019 年，青岛市实现全市生产总值 11741.31 亿元，按可比价格计算，增长 6.5%。其中，第一产业增加值 409.98 亿元，增长 1.6%；第二产业增加值 4182.76 亿元，增长 4.7%；第三产业增加值 7148.57 亿元，增长 8.0%。三次产业比例为 3.5:35.6:60.9，产业结构较为合理。人均生产总值 124282 元。

2019 年，青岛市全市全部工业增加值 3159.86 亿元，增长 2.8%，其中规模以上工业企业增加值增长 0.6%。全市固定资产投资增长 21.6%，分产业看，第一产业投资增长 3.5%，第二产业投资增长 18.2%，第三产业投资增长 22.7%。青岛市经济实力很强，发展态势良好，为公司发展提供了良好的外部环境。

### 五、基础素质分析

#### 1. 股权状况

跟踪期内，公司注册资本和实收资本仍为 31.75 亿元，青岛市国资委仍为公司控股股东和实际控制人。

#### 2. 外部支持

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，同时房投公司划入后，公司承担起青岛市保障性住房、租

赁住房、人才公寓等建设和后期运营工作，以及承担起全市危旧房改造融资等职能，区域专营性强。

**跟踪期内，青岛市财政实力继续增强，财政自给能力尚可；由于城市轨道交通业具有较强的准公益产品特征以及公司承担全市保障房建设的职能，公司在财政资金拨付、资产划拨、政府补贴和政策支持等方面继续获得外部支持。**

青岛市一般公共预算收入和政府性基金收入整体保持增长趋势。2019年，青岛市实现一般公共预算收入1241.7亿元，增长0.8%，其中税收收入完成901.7亿元，下降0.5%，税收收入占一般公共预算收入的72.62%，一般公共预算收入质量较好。2019年，青岛市一般公共预算支出1576.6亿元，增长1.1%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%）为78.76%，青岛市财政自给能力尚可。2019年，青岛市全市完成政府性基金收入1205.1亿元，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2019年底，青岛市政府性债务余额为1581.7亿元（其中一般债务784.8亿元、专项债务796.9亿元）。

公司作为青岛市轨道交通投资建设和住房租赁的唯一主体，在财政资金拨付、资产划拨和政府补贴等方面继续获得外部支持。青岛市人民政府财政按计划每年平均拨付地铁建设资金30亿元左右，部分年度拨付资金可达80亿元。截至2019年底，青岛市财政累计拨付各项地铁资金267.17亿元，其中2019年公司收到地铁建设资金47.11亿元，资金到位情况良好。2019年，公司获得营运补贴15.59亿元，计入“其他收益”。

2019年3月，青岛市人民政府将房投公司划入公司，房投公司主要负责青岛市房地产开发建设经营、土地一级开发整理、房屋租赁以及以自有资金对外投资运营等业务。截至2019

年底，房投公司资产总额424.48亿元，所有者权益137.69亿元，实收资本80.00亿元；2019年，房投公司实现营业收入6.80亿元，利润总额1.56亿元。2019年，公司获得房投项目建设资金、公租房管理费和维修费共计0.94亿元，计入“其他收益”。

跟踪期内，青岛市人民政府颁布了《青岛市人民政府办公厅关于进一步加强轨道交通资金筹措等有关事项的通知》和《青岛市轨道交通成本规制办法》，有效引导促进青岛市地铁建设和地铁营运及盈利能力提升。

### 3. 企业信用记录

**跟踪期内，公司过往债务履约情况良好，联合资信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2020年6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2020年7月20日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、管理制度等方面未发生重大变化，高管人员发生一定变动，安全制度进一步加强。

跟踪期内，公司董事长正常调任、总会计师正常卸任，新任董事长、总会计师尚未到岗，经青岛市国资委批准，（职务）职责由公司总经理代为履行，联合资信将持续关注公司高管到位情况。

截至2019年底，公司在原有制度的基础上加强了安全管控制度，完善了应急管理制度体系建设、强化了安全生产红线意识和底线思维、提升了基础应急能力。通过强化事前样板、事中验收、事后检测的全过程质量管控，有效杜绝安全事故的发生。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，随着房投公司的划入以及其他经营板块业务的继续推进，公司营业收入大幅增长；受业务公益性等因素影响，公司经营持续亏损。

2019年公司实现营业收入13.45亿元，同

比大幅增加7.11亿元，主要系房地产收入、票务收入、利息收入和物业收入增长所致。

受地铁业务公益性等因素影响，公司经营持续亏损，2019年公司综合毛利率为-38.77%，其中票务收入毛利率为-282.50%；房地产板块收入、房屋租赁收入、利息收入和物业收入板块毛利率水平保持在较高水平。

表3 2018—2019年公司营业收入情况（单位：万元、%）

收入项目	2018年			2019年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房地产收入	--	--	--	62702.75	46.63	33.60
票务收入	29261.63	46.17	-195.52	36433.46	27.09	-282.50
工程收入	495.09	0.78	30.24	417.14	0.31	16.18
广告收入	2316.40	3.65	48.16	1677.00	1.25	5.88
租赁收入	10696.52	16.88	85.51	9681.71	7.20	79.36
利息收入	5874.83	9.27	100.00	13447.11	10.00	100.00
物业收入	702.63	1.11	80.51	1837.32	1.37	75.57
商贸收入	10011.30	15.80	99.32	--	--	--
其他	2084.49	3.29	93.42	3175.37	2.36	65.38
主营业务小计	61442.90	96.95	-46.34	129371.87	96.20	-44.13
其他业务	1933.75	3.05	76.34	5107.88	3.80	97.00
合计	63376.65	100.00	-42.59	134479.75	100.00	-38.77

资料来源：公司提供及审计报告

### 2. 业务经营分析

#### (1) 地铁运营

跟踪期内，随着部分线路陆续开通及地铁运行不断成熟，地铁客运总量继续增加，票务收入逐步增长；但地铁运营业务仍处于亏损状态，对补贴依赖高。

截至2019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176公里，运营站点数82个。

2019年，公司年内运营里程共计7216.34万公里，客运量18752.80万人次。2019年，青岛市轨道交通仍实行计程票制，票价水平及政策维持不变。公司实现票务收入3.64亿元，同比增加0.71亿元，收入主要来自于3号线票款收入。随着新增运营线路及地铁运行的不断成熟，地铁客运总量持续大幅增加，带动公司票务收入快速增长。地铁轨道运营具有准公益性特点，随着地铁轨道运营成本的持续加大，2019年公司铁路运营毛利率大幅下降至-282.50%。

表4 2018—2019年地铁线路运营指标

项目	2018年			2019年			
	3号线	2号线（一期东段）	11号线	3号线	2号线（一期东段）	11号线	13号线
票务收入（万元）	17928.38	8754.95	2520.06	18650.96	10458.16	3817.07	3507.27

客运总量(万人次)	9072.31	4874.40	1327.34	9159.56	6425.64	1845.88	1321.75
平均日客运量(万人次/日)	24.86	13.35	5.25	25.09	17.60	5.06	3.62
列车正点率(%)	99.96	99.99	99.94	99.99	99.99	99.99	100.00
运营里程(万公里)	1659.60	91.98	1397.74	1857.96	1598.70	1975.00	1784.69

注：此处票务收入为不含税收入

资料来源：公司提供

短期内受新冠疫情影响，公司票务收入增长面临一定压力；但未来随着地铁新开线路的增多及路网效应的显现，公司票务收入或将持续提升。

## (2) 房地产业务

跟踪期内，随着房投公司的划入，公司收入大幅增加。公司在建项目充足，且负责全市的棚改以及政策性住房项目的后期运营管理，业务持续性好。公司其他业务有序开展，对公司的整体收入形成了一定的补充。

根据《青岛市国资委关于青岛公共住房建设投资有限公司国有产权无偿划转的通知》（青国资委〔2019〕21号），青岛市国资委将房投公司划转至公司，公司新增房地产收入。房投公司主要负责青岛市保障性住房、棚户区改造、人才公寓、公租房等的投资建设及运营。截至2019年，公司实现房地产收入6.27亿元，占营业收入的46.62%。

作为青岛市保障性安居工程集中建设平台，房投公司根据政府安排，先后开发建设了

白沙上苑、惠水和苑、香江和苑、金岭美地、青岛理工大学人才公寓、长沙路人才公寓等多个政策性住房项目，相关项目建成后由政府进行回购，部分限价房、经适房等则销售给政府指定的具有购买资格的居民，项目建设资金来源主要包括财政资金、自有资金和外部融资。目前，白沙上苑、惠水和苑、金岭美地、香江和苑等项目均已正式交付使用，青岛理工大学人才公寓项目已竣工，长沙路人才公寓项目尚处于在建状态。

除保障房建设外，房投公司还负责政策性住房项目的后期运营管理，获得相应的物业管理和公租房租金收入。目前公司参与运营的政策性住房包括白沙上苑、蓝海港湾、香江和苑等公租房，模式主要为房投公司代收后上缴财政。

截至2019年底，公司在售房地产项目可售面积33.70万平方米，已售面积29.40万平方米，累计确认收入22.06亿元。

表5 截至2019年底公司在售房产项目情况表(单位:万平方米、万元)

项目名称	资金来源	项目类型	项目进度	计划总投资额	已投资额	可售面积	已售面积	累计确认收入
白沙上苑	自筹资金+项目贷款	房地产	已竣工	129900	126200	19.15	18.17	102700.10
惠水和苑	全国试点公积金中心贷款	房地产	已竣工	53300	55300	11.19	11.07	71528.29
香江和苑	自有资金+财政资金	房地产	已竣工	60000	41800	3.36	0.16	46374.03
合计		--	--	243200	223300	33.70	29.40	220602.42

资料来源：公司提供

表6 截至2019年底公司已售房屋管理费情况(单位:套、m<sup>2</sup>、元/m<sup>2</sup>)

项目名称	已售数量	管理面积	物业费
白沙上苑	1212	73397.4	0.98
蓝海港湾	1276	76678.16	0.98
香江和苑	1077	65673.63	0.9-1.5

资料来源：公司提供

表7 截至2019年底公司在建和完工房产项目情况表(单位:万元)

项目名称	总投资额	已投资额	建设周期
珠江花园项目	280000	147900	2019.6-2022.6

衡阳路项目	200000	300	取得施工许可后36个月完成
长沙路项目	31300	13100	2017-2020.9
夏庄项目	140000	6200	取得施工许可后36个月交付
隆德花园项目	70000	23600	2019.5-2022.5
<b>在建合计</b>	<b>721300</b>	<b>191100</b>	--
青岛理工大学项目	90000	46100	2016.11-2019.12
完工合计	90000	46100	--
<b>合计</b>	<b>811300</b>	<b>237200</b>	--

资料来源：公司提供

### (3) 其他业务

公司目前处于地铁建设运营初期，广告、房租、商贸及其他业务收入是公司营业收入的有利补充。2019年公司确认租赁收入0.97亿元，同比下降9.35%，主要系广告业务市场下滑，地铁车厢、车站广告租赁业务下降所致。

随着子公司青岛地铁金融控股有限公司（以下简称“金控公司”）开展的债权及相关业务规模的扩大，2019年公司利息收入由上年的5874.83万元增至13447.11万元，毛利率为100%。

2019年公司无商贸收入，主要系商贸收入为公司与2018年收取的一次性项目合作管理费，后续不再产生相关收入所致。

2019年公司资源部房地产业务总投270亿，主要项目有大型商盖、产业园区，土地储备方面，只有和政府的框架协议，依据政府的要求来进行作业，具体的规模未能确定。

整体看，跟踪期内公司票务收入规模尚可，房地产、广告、房租、商贸及其他业务对公司收入形成有利补充。未来地铁线路的正式运营与地铁网络效应的显现将带动公司其他业务板块快速发展，拉动公司收入规模上升。

### 3. 未来发展

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，但在建项目较多，资本支出压力仍较大，公司面临一定的融资压力。房地产方面，公司未来暂无拟建计划，仍然负责政策性住房的后期运营管理。

截至2019年底，公司在建轨道交通项目共计6个，分为PPP建设模式和财政资金建设模式两类。其中地铁4号线东段、6号线一期和2号线西延段主要为政府和公司投资共建；其余3个在建项目均为PPP建设模式，相关的《PPP项目实施方案》均已经青岛市财政局审批。

表 8 截至 2019 年底公司主要在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		
								2020年	2021年	2022年
1号线	59.97	399.91	139.97	61.39	230.48	2015-2021	PPP	45.00	60.00	13.00
4号线	26.11	184.19	64.47	38.34	61.30	2016-2021	PPP	30.00	40.00	56.00
4号线东段	4.80	67.42	26.97	0.00	7.85	2019-2022	财政资金			
8号线	61.40	380.52	152.21	51.46	163.42	2016-2021	PPP	31.00	58.00	69.00
6号线一期	30.48	196.99	78.80	2.00	2.09	2019-2024	财政资金	16.00	19.00	36.00
2号线西延段	3.84	28.66	11.46	--	1.35	2019-2023	财政资金	4.00	9.00	11.00
<b>合计</b>	<b>186.60</b>	<b>1257.69</b>	<b>473.88</b>	<b>153.19</b>	<b>466.49</b>	--	--	<b>126.00</b>	<b>186.00</b>	<b>185.00</b>

注：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，后续根据实际施工会有调整

资料来源：公司提供

从公司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筹集项目所需资本金，剩余建设资金由项

目公司外部融资获取。截至2019年底，公司在建项目总投资1257.69亿元，其中项目资本金合计为473.88亿元；项目已完成投资466.49

亿元，已到位资本金 153.19 亿元，资本金到位情况一般。从现有在建线路的投资计划看，2020—2022 年投资规模大，公司未来将面临较大的投资压力，同时各级政府及社会资本方资本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到位情况。房地产业务方面，公司在未来暂无拟建计划，联合资信将持续关注公司房投业务的持续性情况。

## 八、财务分析

公司提供了 2019 年合并财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并报表范围方面，2019 年，公司合并口径新增子公司 16 家，减少子公司 2 家。截至 2019 年底，公司合并范围内二级子公司 15 家。新并表的房投公司对公司的营业收入、长期应收款、固定资产和长期借款影响很大。

### 1. 资产质量

**跟踪期内，公司资产规模快速增长，以非流动资产为主，其中在建工程和固定资产占比较大；公司受限资产规模大，资产流动性弱，资产质量一般。**

截至 2019 年底，公司资产总额 1621.18 亿元，较上年底增长 76.39%，主要系非流动资产增长所致；公司资产以非流动资产为主，占资产总额的 81.96%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	112.68	12.26	133.71	8.25
应收账款	6.34	0.69	4.80	0.30
其他应收款	26.50	2.88	57.11	3.52
存货	7.68	0.84	44.58	2.75
其他流动资产	28.19	3.07	47.30	2.92
<b>流动资产合计</b>	<b>183.70</b>	<b>19.99</b>	<b>292.46</b>	<b>18.04</b>
可供出售金融资产	5.92	0.64	7.30	0.45

长期应收款	--	--	265.20	16.36
长期股权投资	7.40	0.81	13.13	0.81
固定资产	168.45	18.33	282.84	17.45
在建工程	517.77	56.3	724.39	44.68
其他非流动资产	35.35	3.85	34.55	2.13
<b>非流动资产合计</b>	<b>735.37</b>	<b>80.01</b>	<b>1328.72</b>	<b>81.96</b>
<b>资产总额</b>	<b>919.07</b>	<b>100.00</b>	<b>1621.18</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司流动资产 292.46 亿元，较上年底增长 59.21%，主要系货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产增加所致。截至 2019 年底，公司货币资金 133.71 亿元，较上年底增长 18.67%，货币资金受限规模 15.48 亿元；公司其他应收款 57.11 亿元，较上年底大幅增长 115.51%，主要系 2019 年预提运营资金缺口补助及房投公司纳入合并范围影响所致；公司存货 44.58 亿元，较上年底大幅增长 480.59%，主要系开发成本和库存商品大幅增加所致；公司其他流动资产 47.30 亿元，较上年底增长 67.81%，主要系待抵扣进项税增加所致。

跟踪期内，公司非流动资产快速增长。截至 2019 年底，公司非流动资产 1328.72 亿元，较上年底增长 80.69%，主要系长期应收款、固定资产和在建工程大幅增长所致；公司长期应收款 265.20 亿元，主要系房投公司的棚改专项贷款统贷本息，房投公司为国开行指定的青岛市棚改贷款统一转贷平台，转贷资金实际偿债责任由各使用主体承担；公司长期股权投资 13.13 亿元，较上年底增长 77.44%，主要系追加对青岛蓝色硅谷城际轨道交通有限公司以及青岛地铁润置投资有限公司的投资所致；公司固定资产 282.84 亿元，较上年底快速增长 67.91%，主要为 3 号线及房投公司划入带来的固定资产 114.65 亿元。截至 2019 年底，公司固定资产累计折旧 1.00 亿元。公司尚未对 3 号线计提折旧，主要系轨道交通建设运营财政补助资金管理办法尚未出台，对固定资产折旧计提方式暂不明确；待上述管理办法出台后，公司将对于 3 号线的折旧情况予以追溯；公司

在建工程 724.39 亿元，较上年底增长 39.91%，主要系地铁 1 号线、8 号线等在建地铁项目投入增加所致。

受限资产方面，截至 2019 年底，公司受限资产 614.85 亿元，占资产总额的 37.96%，资产受限比例高，主要包括质押长期应收款 264.95 亿元和抵押固定资产（3 号线、2 号线）334.22 亿元。

## 2. 资本结构

跟踪期内，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尚可。

截至 2019 年底，公司所有者权益 607.39 亿元，较上年底增长 76.68%，主要系资本公积、少数股东权益和其他权益工具增长所致。公司实收资本 31.75 亿元，较上年底未发生变化；资本公积 389.88 亿元，较上年底增长 87.30%，增长主要系当期增加的地铁项目及其他资金 45.55 亿元、房投公司并表增加 136.55 亿元（审计后净资产 97.25 亿元、因所有者权益变动增加 39.31 亿元）。2019 年底，公司少数股东权益 151.95 亿元，较上年底增加 48.13%，主要系 PPP 项目公司社会资本方出资增加所致。

表 10 公司主要负债和所有者权益构成情况  
(单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	37.16	4.04	4.54	0.45
应付账款	79.66	8.67	83.55	8.24
预收款项	1.61	0.28	8.61	0.85
其他应付款	10.63	1.16	32.03	3.16
一年内到期的非流动负债	15.03	1.64	41.31	4.08
<b>流动负债</b>	<b>146.68</b>	<b>15.96</b>	<b>173.17</b>	<b>17.08</b>
长期借款	339.63	36.95	752.73	74.25
应付债券	20.00	2.18	20.00	1.97
长期应付款	23.90	2.60	21.93	2.16
专项应付款	45.09	4.91	45.96	4.53
<b>非流动负债</b>	<b>428.62</b>	<b>46.64</b>	<b>840.62</b>	<b>82.92</b>
<b>负债总额</b>	<b>575.30</b>	<b>62.60</b>	<b>1013.79</b>	<b>100.00</b>
实收资本	31.75	3.45	31.75	5.23

资本公积	208.15	22.65	389.88	64.19
少数股东权益	102.58	11.16	151.95	25.02
<b>所有者权益合计</b>	<b>343.77</b>	<b>37.40</b>	<b>607.39</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，债务负担有所加重；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。截至 2019 年底，公司负债总额 1013.79 亿元，较上年增长 76.22%，主要系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 82.92%。

截至 2019 年底，公司流动负债 173.17 亿元，较上年底增长 18.06%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2019 年底，公司短期借款 4.54 亿元，较上年底减少 32.62 亿元；公司应付账款微增至 83.55 亿元，主要为公司应付的地铁建设工程款，账龄在 1 年内的占 56.27%，公司应付账款综合账龄较短；公司其他应付款 32.03 亿元，较上年底增长 201.24%，主要是应收关联方往来款。

截至 2019 年底，公司非流动负债 840.62 亿元，较上年底快速增长 96.12%，主要系长期借款大幅增加 121.63%至 752.73 亿元所致；长期借款中抵押及质押借款 682.59 亿元、保证借款 65.00 亿元、信用借款 37.16 亿元，抵押借款抵押物主要为地铁项目未来收益以及地下商业、广告等权益形成的应收账款。

有息债务方面，考虑到长期应付款全部为有息债务，故将其计入调整后长期债务。截至 2019 年底，公司调整后全部债务 840.52 亿元（长期债务占比 94.54%），较上年底增长 92.90%。截至 2019 年底，公司资产负债率与上年变化不大，为 62.53%，调整后的全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率指标较上年均有所上升，分别为 58.05%和 56.68%，公司整体债务负担有所加重。2020 年 4—12 月、2021 年、2022 年到期有息债务

分别为 56.74 亿元、101.85 亿元和 60.53 亿元。

### 3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入随房投公司划入而快速增长，但收入规模相对于资产体量仍较小；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大，整体盈利能力弱。

2019 年，公司实现营业收入 13.45 亿元，同比快速增长 112.19%，主要系公司新增房地产收入所致。同期，营业成本快速增长 106.51%。营业利润率仍为负且亏损规模有所增加，为 -41.33%。

期间费用方面，2019 年，公司期间费用由上年的 6.78 亿元增至 9.30 亿元，主要由财务费用和管理费用均有增长，主要系人工成本及债务规模有所增长所致；期间费用占营业收入的 69.14%，对营业收入构成较大侵蚀。

2019 年，公司实现利润总额 3.51 亿元；当期公司分别获得政府运营补贴和住房项目建设资金 15.59 亿元和 0.94 亿元（体现在“其他收益”科目）。总体看，公司利润总额对政府补贴依赖很大。

盈利指标方面，2019 年，公司营业利润率为 -41.33%；公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 0.78% 和 0.50%，盈利能力弱。

### 4. 现金流分析

跟踪期内，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，公司整体对筹资活动依赖程度大。

2019 年，公司经营活动现金流仍保持较大规模的净流出，现金流量净额 -17.49 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金上升至 14.86 亿元，主要系运营收入、预售房款收入增加所致；收到其他与经营活动有关现金增加至 37.52 亿元，同比增长 184.05%，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其他与经营活动有关的现金显著增加影响，公司经营现金流出增长较快，为 69.87 亿元。2019 年，公司现金收入比 110.50%，收入实现能力有所增强。

跟踪期内，随着对下属子公司地铁建设基金投入持续加大，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，当年公司投资活动现金流净额 -215.04 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，2019 年，公司筹资活动现金流入主要为吸收投资收到的现金（股东投入的地铁项目资本金 129.95 亿元）和取得借款收到的现金 195.92 亿元；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。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 241.34 亿元，公司维持较大的融资规模，整体现金流对筹资活动依赖程度大。

### 5. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产不断增加，短期偿债能力良好；随着地铁建设投入加大及房投公司的划入，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支持力度大，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底公司流动比率和速动比率较去年均有所增长，分别为 168.89% 和 143.14%。2019 年底，公司现金类资产 133.80 亿元，现金类资产是同期短期债务的 2.92 倍。公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019 年公司 EBITDA 为 12.09 亿元，随着地铁建设投入加大及房投公司的划入，公司有息债务规模大幅增加，公司调整后全部债务/EBITDA 增至 69.54 倍。总体看，公司长期偿债能力弱。

截至 2019 年底，公司及子公司（合并口径）获得各银行授信额度 1120.29 亿元，尚未使用额度 514.74 亿元，公司间接融资渠道较畅

通。

截至2019年底，公司对外担保金额1.35亿元，为所有者权益的0.22%，主要为对参股企业青岛地铁华润置地投资有限公司的担保，公司对外担保规模很小，被担保企业经营正常，公司或有负债风险很低。

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；综合来看，公司偿债能力极强。

#### 6. 母公司财务情况

跟踪期内，母公司资产总额有所增长，所有者权益较上年快速增长，母公司资产总额和负债占合并口径的比重较低，债务规模较上年有所下降，债务负担较轻。母公司营业收入占合并口径的比重较低，利润总额占合并口径的比重较高。

截至2019年底，母公司资产总额753.14亿元，较上年底增加35.85%，主要系货币资金、长期股权投资和在建工程增加所致。其中非流动资产占79.99%，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46.46%。

截至2019年底，母公司所有者权益合计409.12亿元，较上年底增加72.02%，母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成。

截至2019年底，母公司负债合计344.02亿元，较上年底小幅增长8.68%，主要系其他应付款增加所致。其中非流动负债占82.54%，公司以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的33.93%，占比较低。截至2019年底，公司资产负债率为45.68%，全部债务资本化比率为36.33%，债务规模较上年底有所下降。

2019年，母公司实现营业收入4.73亿元，同比小幅下降0.44亿元，占合并报表营业收入比重为35.17%；母公司利润总额为1.79亿元，占合并报表利润总额的51.00%。母公司利润总额占合并报表的比重较高。

## 九、存续期债券偿债能力分析

**截至2020年6月底，公司存续债券余额50.00亿元，一年内到期偿付债券10.00亿元，2024年可能存在一定集中兑付压力。**

截至2020年6月底，公司存续债券余额50.00亿元，应于一年内到期偿付债券10.00亿元；若“19青岛地铁绿色债02/G19QGY2”于2024年全部回售，则公司于2024年达到待偿债券峰值20.00亿元。截至2019年底，公司现金类资产133.80亿元，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为52.38亿元、-17.49亿元和12.09亿元，对公司存续债券保障情况见表11。公司经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障程度较好，但经营活动现金净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力弱。

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2019年
截至2020年6月底一年内到期债券余额	10.00
未来待偿债券本金峰值	20.00
现金类资产/截至2020年6月底一年内到期债券余额	13.38
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.62
经营活动现金净额/未来待偿债券本金峰值	-0.87
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.60

资料来源：联合资信整理

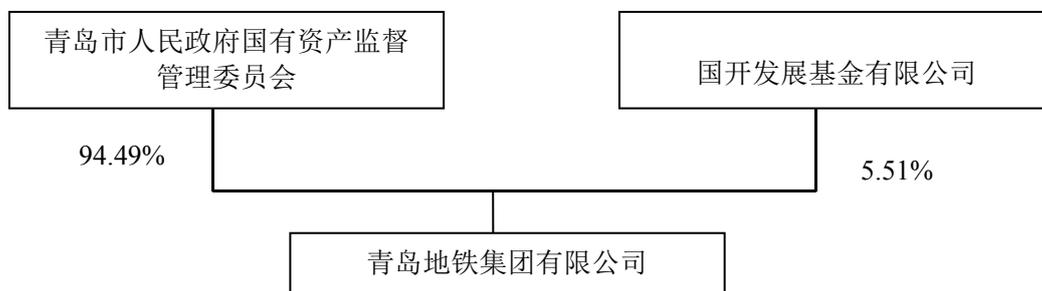
根据《青岛市地铁项目建设资金监督管理办法》，公司通过银行贷款、企业债券、中长期票据等方式融资获得的资金到期需还本付息的资金由市政府筹集划入地铁项目贷款专户，统筹解决。此外，青岛市政府在《青岛市地铁项目建设资金监督管理办法》中对地铁建设融资还本付息的安排极大的增强公司存续债券的还本付息能力。总体来看，公司整体债券偿还风险较小。

## 十、结论

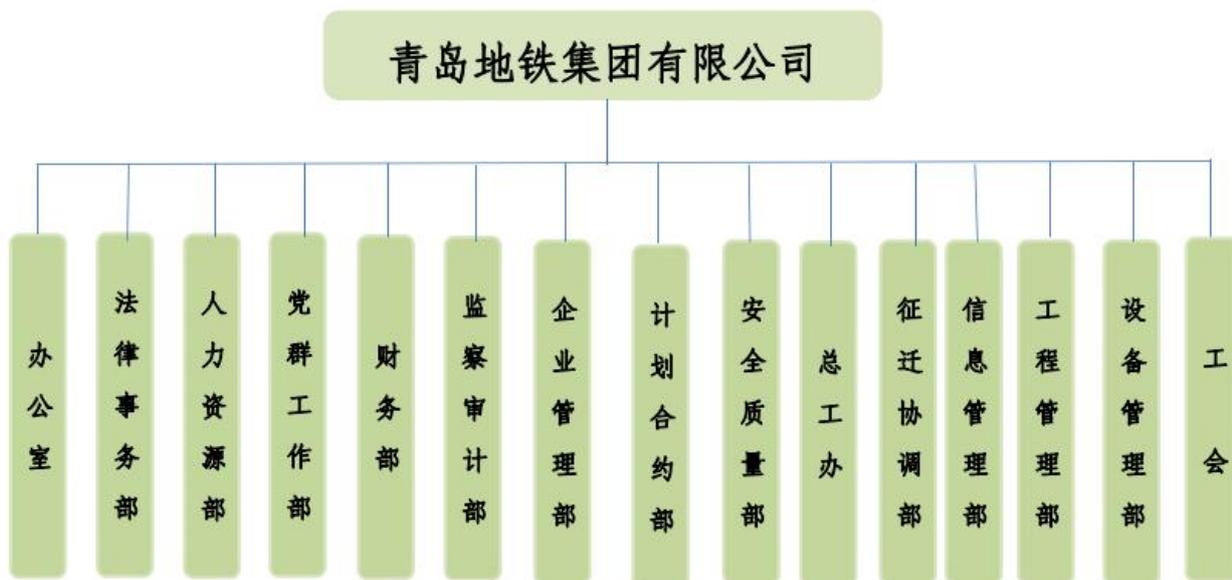
综合评估，联合资信确定维持公司主体长

期信用等级为 AAA，维持“19 青岛地铁绿色债 01/G19QGY1”和“19 青岛地铁绿色债 02/G19QGY2”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	80.21	113.03	133.80
资产总额(亿元)	681.54	919.07	1621.18
所有者权益(亿元)	265.86	343.77	607.39
短期债务(亿元)	33.67	52.19	45.85
长期债务(亿元)	234.61	359.63	772.73
调整后长期债务(亿元)	261.25	383.53	794.66
全部债务(亿元)	268.28	411.82	818.58
调整后全部债务(亿元)	294.92	435.72	840.52
营业收入(亿元)	2.56	6.34	13.45
利润总额(亿元)	0.38	0.87	3.51
EBITDA(亿元)	4.95	6.83	12.09
经营性净现金流(亿元)	-11.93	-11.41	-17.49
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	19.54	1.92	2.41
存货周转次数(次)	5.17	2.01	0.71
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01
现金收入比(%)	107.25	79.70	110.50
营业利润率(%)	-37.71	-44.13	-41.33
总资本收益率(%)	0.87	0.86	0.78
净资产收益率(%)	0.11	0.23	0.50
长期债务资本化比率(%)	46.88	51.13	55.99
调整后长期债务资本化比率(%)	49.56	52.73	56.68
全部债务资本化比率(%)	50.23	54.50	57.41
调整后全部债务资本化比率(%)	52.59	55.90	58.05
资产负债率(%)	60.99	62.60	62.53
流动比率(%)	123.71	125.24	168.89
速动比率(%)	122.51	120.01	143.14
经营现金流流动负债比(%)	-10.78	-7.78	-10.10
现金短期债务比(倍)	2.38	2.17	2.92
全部债务/EBITDA(倍)	54.15	60.29	67.73
调整后全部债务/EBITDA(倍)	59.53	63.79	69.54
EBITDA 利息倍数(倍)	0.26	0.31	1.49

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

**附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)**

项目	2017 年	2018 年	2019 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	36.69	43.96	79.24
资产总额(亿元)	486.25	554.37	753.14
所有者权益(亿元)	200.20	237.83	409.12
短期债务(亿元)	6.70	19.38	18.98
长期债务(亿元)	175.00	194.90	214.43
全部债务(亿元)	181.70	214.28	233.41
营业收入(亿元)	2.15	5.17	4.73
利润总额(亿元)	-0.11	0.26	1.79
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-6.10	-3.17	4.67
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	17.15	8.14	6.62
存货周转次数(次)	4.73	6.17	8.97
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01
现金收入比(%)	99.00	67.67	119.93
营业利润率(%)	-48.19	-69.38	-200.27
总资本收益率(%)	-0.03	0.06	0.28
净资产收益率(%)	-0.05	0.11	0.44
长期债务资本化比率(%)	46.64	45.04	34.39
全部债务资本化比率(%)	47.58	47.40	36.33
资产负债率(%)	58.83	57.10	45.68
流动比率(%)	248.40	189.86	250.99
速动比率(%)	245.39	187.19	248.27
经营现金流动负债比(%)	-13.86	-5.66	7.78
现金短期债务比(倍)	5.48	2.27	4.17
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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=

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 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 4-3 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