

信用等级公告

联合〔2019〕2720号

青岛地铁集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的 2019 年绿色可续期公司债券（第二期）进行了主动评级，确定：

青岛地铁集团有限公司主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为“稳定”

青岛地铁集团有限公司拟发行的 2019 年绿色可续期公司债券（第二期）信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十二月十七日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

2019 年青岛地铁集团有限公司

绿色可续期公司债券（第二期）主动评级报告

公司主体信用等级：AAApi

本期债券信用等级：AAApi

评级展望：稳定

发行规模：不超过 20 亿元

债券期限：5+N 年

还本付息方式：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

评级时间：2019 年 12 月 16 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	413.48	681.54	919.07	1,456.04
所有者权益（亿元）	158.80	265.86	343.77	514.59
长期债务（亿元）	180.38	261.25	383.53	783.47
全部债务（亿元）	211.85	294.92	435.72	826.19
营业收入（亿元）	0.69	2.56	6.34	3.96
净利润（亿元）	0.05	0.28	0.78	0.72
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（%）	0.04	0.13	0.25	--
资产负债率（%）	61.60	60.99	62.60	64.66
全部债务资本化比率（%）	57.16	52.59	55.90	61.62
流动比率（倍）	0.54	1.24	1.25	5.16
EBITDA 全部债务比（倍）	0.00	0.02	0.02	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.02	0.26	0.31	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.01	0.25	0.34	--

注：1. 本报告数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部合计数据与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将公司长期应付款计入长期债务核算；4. 公司 2019 年半年度财务数据未经审计

评级观点

青岛地铁集团有限公司（以下简称“公司”）是青岛市轨道交通建设运营的唯一主体。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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，联合评级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。联合评级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，联合评级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，联合评级认为，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

1. 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。
2. 公司是青岛市轨道交通建设运营的唯一主体，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，客流量快速增长，公司票务收入稳定增长，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计等特点，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，公司近期发生的生产安全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，联合评级将对此保持密切关注。

分析师

尹 丹

电话：010-85172818

邮箱：yind@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

青岛地铁集团有限公司（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，负债合计 575.30 亿元，所有者权益 343.77 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 241.19 亿元。2018 年，公司实现营业收入 6.34 亿元，净利润 0.78 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 29.67 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 1,456.04 亿元，负债合计 941.46 亿元，所有者权益 514.59 亿元，其中归属于母公司所有者权益 296.69 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 3.96 亿元，净利润 0.72 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.72 亿元；经营活动产生的现金流量净额-13.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 43.68 亿元。

公司地址：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

公司拟发行额度不超过 20 亿元的绿色可续期公司债券（第二期），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计等特点，联合评级通过对相关条款的分析，认为本期债券在清偿顺序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、行业及区域经济分析

1. 城市轨道交通行业

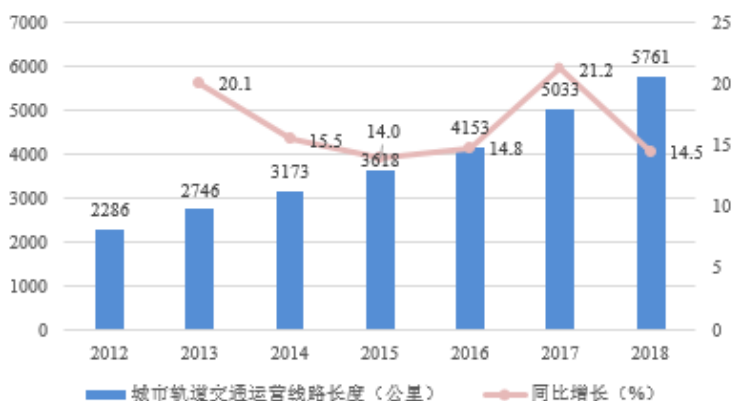
城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，按照国家标准有 7 种制式，分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统（APM）。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，具有良好的社会效益。同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（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 5,761.4 公里，共有 7 种制式同时在运营。其中，地铁 4,354.3 公里，占 75.6%；轻轨 255.4 公里，占 4.4%；单轨 98.5 公里，占 1.7%；市域快轨 656.5 公里，占 11.4%；现代有轨电车 328.7 公里，占 5.7%；磁浮交通 57.9 公里，占 1.0%；APM 10.2 公里，占 0.2%。

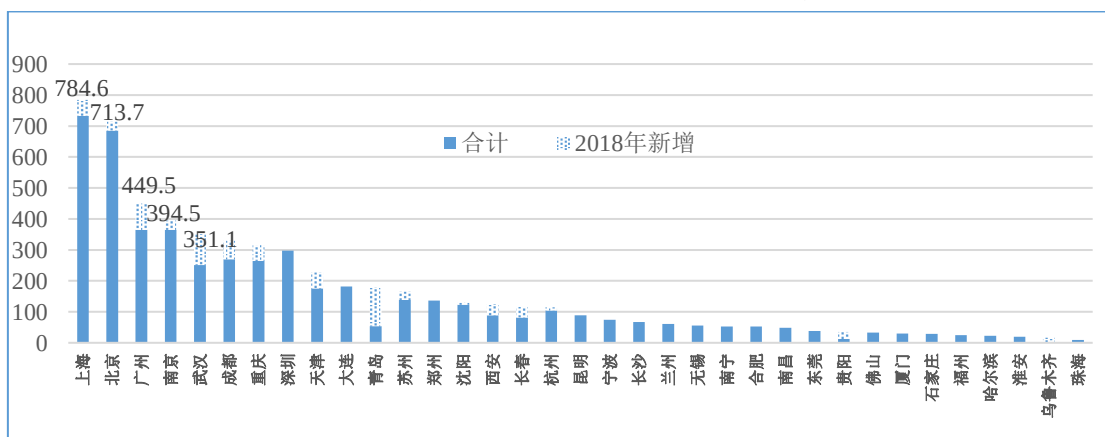
图1 2012-2018年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合评级整理

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2,143.4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）



（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。

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。

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。

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。

资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇传统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 3,000 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 1,500 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	国家发改委、教育部、人社部关于加强城市轨道交通人才建设的知道意见（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：联合评级整理

（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由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 3,500 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 7,000 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

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 12,001.5 亿元，按可比价格计算，增长 7.4%，人均生产总值 128,459 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 4,850.6 亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 6,764.0 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 42,019 元，增长 8.4%；全市居民人均消费支出 27,319 元，增长 8.3%。

2018 年，青岛市全市全部工业增加值 4,137.1 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%。

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 3,705.5 亿元，增长 15.0%；一般公共预算收入 1,231.9 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 1,561.2 亿元，增长 11.3%，其中一般公共预算服务支出 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，青岛市地方政府债务余额 1,272.4 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，青岛市政府债务负担一般。

总体看，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，青岛市财政实力持续增强，财政自给能力尚可，公司发展面临良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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，具有区域专营地位。

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。

总体看，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，承担青岛轨道交通工程投融资、建设、运营与管理，具有区域专营地位。

2. 人员素质

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 97.60%、大专及以下学历人员占 2.40%；按年龄分，50 岁以上人员占 8.50%、30~50 岁人员占 61.10%、30 岁以下人员占 30.40%。公司员工以中青年为主，整体素质较好。

总体看，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。

3. 外部支持

(1) 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1,000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30.00亿元左右。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。

(2) 资产划拨

2014年,青岛市政府将指青岛国信(发展)集团有限责任公司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。

(3) 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。

总体看,公司作为青岛市轨道交通投资建设的唯一主体,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持续获得外部支持。

五、公司管理

1. 治理结构

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。

总体看，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。

2. 管理体制

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、安全生产管理等管理制度，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。联合评级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，联合评级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。

总体看，公司根据地铁建设及日常经营需要，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。

六、经营分析

1. 经营概况

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，较上年大幅增加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保持在较高水平。

表 4 2016—2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
票务收入	1,894.08	27.61	-8.49	14,932.14	58.23	-109.20	29,261.63	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	1,376.81	5.37	64.91	2,316.40	3.65	48.16
房屋出租收入	167.11	2.44	38.91	4,690.77	18.29	64.11	10,696.52	16.88	85.51
利息收入	--	--	--	431.98	1.68	100.00	5,874.83	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	10,011.30	15.80	99.32
其他	81.89	1.19	-780.31	174.27	0.68	89.27	2,084.49	3.29	93.42
主营业务小计	3,431.86	50.03	-469.39	23,103.56	90.09	-48.32	61,442.90	96.95	-46.34
其他业务小计	3,427.45	49.97	97.02	2,540.14	9.91	89.84	1,933.75	3.05	76.34
合计	6,859.31	100.00	-186.37	25,643.69	100.00	-34.64	63,376.65	100.00	-42.59

资料来源：公司提供

总体看，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。

2. 地铁投资建设

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35.00%，其中公司出资占资本金的20.00%，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40.00%，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30.00%，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70.00%；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35.00%，其中公司资本金出资占30.00%，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40.00%，其中公司资本金出资占30.00%，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	1,470.77	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	1,649.91	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和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 1,470.77 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，联合评级将持续关注资本金的到位情况。

3. 经营板块分析

(1) 地铁运营

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暂行办法》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 4,776 万车公里，实现客运量 15,294 万人次；当年实现票务收入 2.93 亿元，较上年大幅增加 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）	1,922.21	14,568.61	364.96	17,928.38	8,754.95	2,520.06	58.24
客运总量（万人次）	1,102.41	6,363.80	209.41	9,072.31	4,874.40	1,327.34	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（万车公里）	614.58	1,659.60	91.98	1,803.60	1,544.34	1,397.74	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。联合评级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。

总体看，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。

（2）广告及物业业务

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、1,376.81万元和2,316.40万元。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。

总体看，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。

（3）工程、房租及其他业务

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、4,690.77万元和10,696.52万元，其中2018年较上年大幅增长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5,874.83万元，毛利率均为100.00%。

2018年公司商贸收入大幅增加9,955.48万元，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9,905.66万元，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3,427.45万元、2,540.14万元和1,933.75万元；其他业务毛利率高，基本维持在75.00%以上。

总体看，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。

4. 重大事项

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 80.00 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%。联合评级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。

总体看，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。

5. 未来发展

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%，占中长途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。

总体看，公司未来发展规划较为清晰，发展方向明确。

七、财务分析

1. 财务概况

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 12 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家房投公司，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

2016—2018年，公司资产快速增长，年均复合增长49.09%。截至2018年底，公司合并资产总额919.07亿元，较年初增长34.85%。其中，流动资产占19.99%，非流动资产占80.01%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产

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，较年初增长34.12%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占61.34%）、其他应收款（占14.61%）和其他流动资产（占15.34%）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增长203.15%，其中2017年底较年初大幅增加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93.96%，欠款方分布集中且账龄主要在1年以内。

2016—2018年，公司其他流动资产年均复合增长69.75%。截至2018年底，公司其他流动资产28.19亿元，较年初变化不大，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。

非流动资产

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，较年初增长35.03%，主要系在建工程大幅增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占22.91%）和在建工程（占70.41%）构成。

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，较年初增长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，较年初大幅增长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）；非流动资产较年初增长 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，较年初增长 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，应收款项及固定资产占比较大，房投公司的合并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。联合评级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 330.00 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。

总体看，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，公司受限资产规模较大，资产流动性弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，截至 2018 年底，公司负债总额 575.30 亿元，较年初增长 38.40%。其中，流动负债占 25.50%，非流动负债占 74.50%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

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，较年初增长 32.48%，主要系短期借款和应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 25.34%）、应付票据及应付账款（占 54.31%）、其他应付款（占 7.89%）和一年内到期的非流动负债（占 10.25%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 37.16 亿元，较年初增加 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。

2016—2018 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 52.43%。截至 2018 年底，公司非流动负债 428.62 亿元，较年初增长 40.54%，主要由长期借款（占 79.24%）和长期应付款（占 16.10%）构成。

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长 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，较年初减少 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，较年初变化不大，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。本报告将公司长期应付款全部调整至长期债务核算。

2016—2018 年，公司全部债务连续增长，年均复合增长 43.41%。截至 2018 年底，公司全部债务 435.72 亿元，较年初增长 47.74%。其中，短期债务占 11.98%，长期债务占 88.02%，以长期债务为主。短期债务 52.19 亿元，较年初增长 55.03%。长期债务 383.53 亿元，较年初增长 46.81%。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.60%、55.90%和 52.73%，较年初分别提高 1.60 个百分点、3.31 个百分点和 3.17 个百分点。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，较年初增长 63.65%，主要系长期借款大幅增长 117.64%至 739.17 亿元所致。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—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。

债务方面，截至 2019 年 6 月底，公司全部债务共计 801.90 亿元，较年初增长 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年初均有所上升，分别为 64.66%、60.91%和 59.60%，公司债务负担进一步加重。同时，联合评级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。联合评级将对公司有息债务规模及增速保持密切关注。

总体看，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，公司负债水平或将进一步上升。

所有者权益

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，较年初增长 29.31%，主要系资本公积和少数股东权益的增长所致。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益占比为 70.16%，少数股东权益占比为 29.84%。归属于母公司所有者权益 241.19 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 13.16%、86.30%和 0.52%。

截至 2017 年底，公司实收资本较年初增长 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。

2016—2018 年，公司资本公积占所有者权益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，较年初增加 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，较年初增加 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，较年初增长 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，较年初增加 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，较年初增长 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，较年初增长 20.67%，系房投公司净资

产划入所致；少数股东权益较年初大幅增长 112.42%，系社会资本方出资增加所致。

总体看，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。

4. 盈利能力

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。

从期间费用看，2016—2018年，公司费用总额连续增长，年均复合增长276.84%。2018年，公司期间费用总额为6.78亿元，较上年增长39.23%，主要系管理费用和财务费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为0.70%、18.65%和80.66%。其中管理费用为1.26亿元，较上年增长69.70%，主要系人工成本增长所致；财务费用为5.47亿元，较上年增长32.68%，主要系利息支出增长所致。2016—2018年，公司费用收入比分别为69.59%、189.87%和106.96%，公司费用控制能力弱。

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”）

从盈利指标看，2016—2018年，公司营业利润率分别为-187.30%、-37.71%和-44.13%，呈持续亏损状态。公司总资产收益率分别为0.02%、1.00%和0.97%，波动增长。公司总资产报酬率分别为0.02%、0.87%和0.83%，波动增长。公司净资产收益率分别为0.04%、0.13%和0.25%，连续增长。公司整体盈利水平很弱。

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，营业成本较上年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，联合评级将持续关注。

总体看，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。

5. 现金流

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较上年增加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。

总体看，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，需要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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 0.54 倍、1.24 倍和 1.25 倍，连续增长。2016—2018 年，公司速动比率分别为 0.54 倍、1.23 倍和 1.20 倍，波动增长。公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 0.79 倍、2.38 倍和 2.17 倍，波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度较强。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，短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 0.14 亿元、4.95 亿元和 6.83 亿元，连续增长。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.02 倍、0.26 倍和 0.31 倍，连续增长，EBITDA 对利息的覆盖程度很弱。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.00 倍、0.02 倍和 0.02 倍，波动增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度很弱。整体看，公司长期偿债能力弱。

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。

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。

总体看，公司短期偿债能力很强，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。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 554.37 亿元，较年初增长 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，较年初增加 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，较年初增长 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%。

2018 年，母公司实现营业收入 5.17 亿元，较上年小幅增加 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。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至 2018 年 6 月底，公司全部债务为 826.19 亿元，本期拟发行债券规模不超过 20.00 亿元，对公司现有债务规模影响不大。

以 2019 年 6 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 64.66%、61.62%和 60.36%上升至 65.14%、62.18%和 60.96%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 6.83 亿元，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 0.34 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力较低。2018 年经营活动产生的现金流入额为 18.26 亿元，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 0.91 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较低。2018 年经营活动现金流量净额为-11.41 亿元，无法覆盖本期发债额度。

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7 募投项目收入情况（单位：亿元）

项目	合计	债券存续期					
		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
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 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	

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

九、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。

总体看，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、综合评价

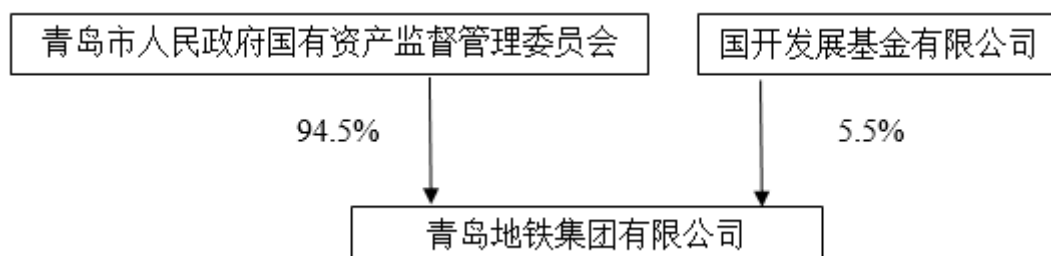
公司是青岛市轨道交通建设运营的唯一主体。联合评级对公司的评级反映了，近年来青岛市经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境；公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营优势；公司获得有力的外部支持；公司收入稳定增长。同时，联合评级也关注到公司地铁项目建设周期长且投资大、债务规模上升快、盈利能力很弱及青岛公共住房建设投资有限公司整体划入加重公司债务负担等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

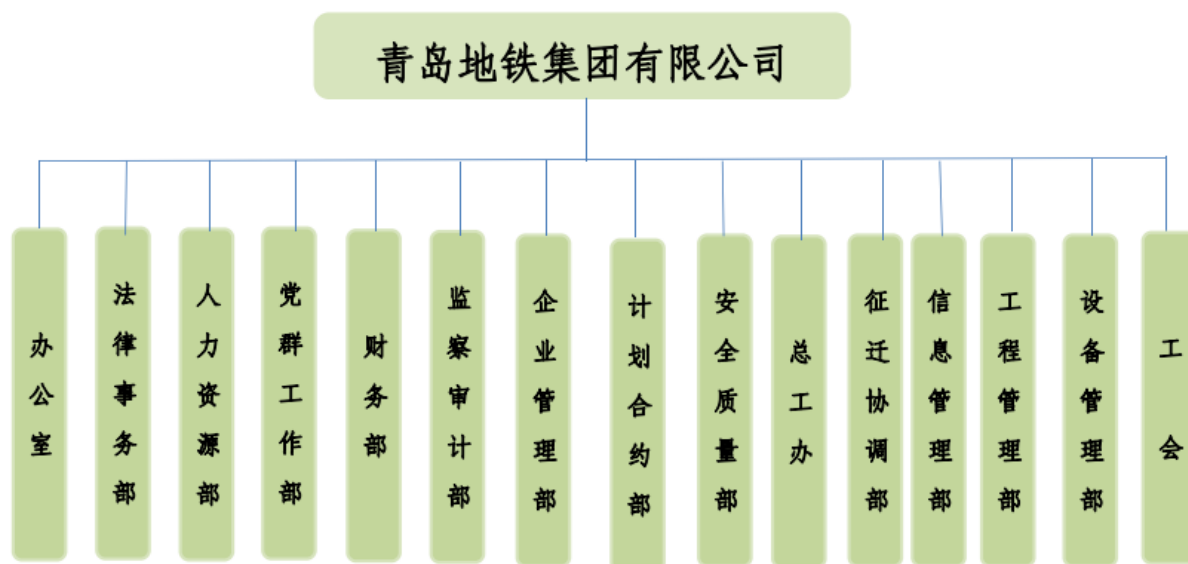
本期债券含可续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合评级通过对相关条款的分析，认为本期债券在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置使本期债券不赎回的可能性较小。

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，联合评级认为，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。

附件 1 青岛地铁集团有限公司
股权结构图（截至 2019 年 6 月底）



附件 2 青岛地铁集团有限公司
组织架构图（截至 2019 年 6 月底）



附件 3 青岛地铁集团有限公司 合并范围子公司情况（截至 2019 年 6 月底）

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	4,159.00	100.00	资产划拨
2	青岛益群地下城开发有限公司	5,660.00	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]	60,000.00	30.00	投资设立
4	青岛市地铁十三号线有限公司 ^[2]	60,000.00	30.00	投资设立
5	青岛市地铁一号线有限公司 ^[3]	29,000.00	20.00	投资设立
6	青岛市地铁八号线有限公司 ^[4]	24,000.00	30.00	投资设立
7	青岛市地铁四号线有限公司 ^[5]	30,000.00	30.00	投资设立
8	青岛地铁文化传媒有限公司	3,000.00	52.00	投资设立
9	青岛地铁资源开发有限公司	10,000.00	100.00	投资设立
10	青岛地铁金融控股有限公司	80,000.00	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，其中中交建推荐 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 5,000.00 万元，截至 2018 年 12 月 31 日尚未出资。

资料来源：公司提供

附件 4 青岛地铁集团有限公司

主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额 (亿元)	413.48	681.54	919.07	1,456.04
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)	180.38	261.25	383.53	783.47
全部债务 (亿元)	211.85	294.92	435.72	826.19
营业收入 (亿元)	0.69	2.56	6.34	3.96
净利润 (亿元)	0.05	0.28	0.78	0.72
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
应收账款周转次数 (次)	8.36	12.51	1.92	--
存货周转次数 (次)	36.49	4.87	2.01	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.00	0.01	--
现金收入比率 (%)	74.80	107.25	79.70	403.40
总资本收益率 (%)	0.02	1.00	0.97	0.42
总资产报酬率 (%)	0.02	0.87	0.83	0.38
净资产收益率 (%)	0.04	0.13	0.25	--
营业利润率 (%)	-187.30	-37.71	-44.13	-84.11
费用收入比 (%)	69.59	189.87	106.96	108.28
资产负债率 (%)	61.60	60.99	62.60	64.66
全部债务资本化比率 (%)	57.16	52.59	55.90	61.62
长期债务资本化比率 (%)	53.18	49.56	52.73	60.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.02	0.26	0.31	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.00	0.02	0.02	--
流动比率 (倍)	0.54	1.24	1.25	5.16
速动比率 (倍)	0.54	1.23	1.20	4.88
现金短期债务比 (倍)	0.79	2.38	2.17	3.90
经营现金流动负债比率 (%)	-9.19	-10.78	-7.78	-12.04
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.01	0.25	0.34	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将公司长期应付款计入长期债务核算；4. 公司 2019 年半年度财务数据未经审计

附件 5 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务

C 级：不能偿还债务

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。