

信用等级公告

联合[2016]021号

青岛国信发展（集团）有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对青岛国信发展（集团）有限责任公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

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

青岛国信发展（集团）有限责任公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年一月十一日



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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

青岛国信发展（集团）有限责任公司

2016 公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AAA
 公司主体信用等级：AAA
 评级展望：稳定
 发行规模：25 亿元
 债券期限：10 年（7+3）
 还本付息方式：按年付息、到期一次还本
 评级时间：2016 年 1 月 11 日

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对青岛国信发展（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为青岛市国有独资公司，其资产规模大、业务经营稳健，受政府支持力度强。公司金融产业布局良好，持有的银行、保险、信托和基金等金融机构盈利能力强，为公司提供较好的投资收益；同时公司的小贷、担保以及证券经营业务有望为公司提供新的盈利增长点。另外，青岛市旅游资源丰富、交通便利、经济发达，为公司的酒店旅游业和体育文化产业提供了良好的外部环境。同时，联合评级也关注到宏观经济不景气、相关行业政策的变化对公司经营情况和盈利能力产生的不利影响。

未来，随着公司金融业务、酒店等现代服务业的进一步发展，公司资产规模和盈利能力有望进一步增强。

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

优势

1. 公司作为青岛市国有独资公司，其资产规模大，经营较为稳健，受政府支持力度大。
2. 青岛市作为东部沿海重要的经济中心和旅游城市，交通发达，区位优势明显，为公司的酒店旅游业务提供了良好的外部环境。公司体育文化、交通电力、酒店旅游等产业在当地具备较强的竞争力。
3. 近年来青岛市经济保持稳定增长，青岛市地区财政实力逐渐增强，未来发展潜力大。
4. 公司金融产业布局良好，持有的银行、保险、信托和基金等金融机构盈利能力强，为公司提供较好的投资收益；同时公司的小贷、担保以及证券经营业务有望为公司提供新的

主要财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额(亿元)	368.31	400.10	381.89	386.57
所有者权益(亿元)	135.56	146.50	156.18	159.55
长期债务(亿元)	176.79	175.06	147.68	142.99
全部债务(亿元)	187.95	195.32	180.52	185.56
营业收入(亿元)	4.72	6.73	27.21	11.91
净利润(亿元)	2.02	2.27	3.28	3.53
EBITDA(亿元)	5.63	9.71	12.27	4.66
经营性净现金流(亿元)	1.46	6.44	0.09	5.83
经营活动流入量(亿元)	9.36	14.62	27.59	16.53
营业利润率(%)	27.87	29.52	19.25	30.58
净资产收益率(%)	1.61	1.61	2.17	2.24
资产负债率(%)	63.20	63.38	59.10	58.73
全部债务资本化比率(%)	58.10	57.14	53.61	53.77
流动比率	1.73	1.10	1.15	1.17
EBITDA 全部债务比	0.03	0.05	0.07	0.03
EBITDA 利息倍数(倍)	1.81	1.44	2.18	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.23	0.39	0.49	--

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；②本报告财务数据及指标计算均为合并口径；③公司 2015 年 1-6 月财务报表未经审计，相关财务指标未经年化

盈利增长点。

关注

1. 公司酒店旅游业和房地产业务受宏观经济状况、行业政策的影响较大，需持续关注公司面临的行业风险。

2. 公司未来几年投建项目较多，在项目建设和运营期间，如遇原材料价格以及劳动力成本上涨、政府政策和利率政策改变以及其他不可抗力因素，需关注成本和支出上升对公司现金流及盈利能力的不利影响。

3. 公司的经营领域主要包括金融投资、酒店旅游与文体会展、房地产开发经营和交通电力等板块，公司参控股企业较多，多元化的经营加大了公司在投资决策、内控等方面的管理难度。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

张雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与青岛国信发展（集团）有限责任公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与青岛国信发展（集团）有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因青岛国信发展（集团）有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由青岛国信发展（集团）有限责任公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代青岛国信发展（集团）有限责任公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

青岛国信发展（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“国信集团”）于 2008 年 4 月经青岛市人民政府《青岛市人民政府关于组建政府投资类公司的通知》（青政发【2008】11 号文）批准，由青岛国信实业有限公司（以下简称“国信实业”）、青岛市地下铁道公司（以下简称“地铁公司”）和青岛（香港）华青发展有限责任公司（以下简称“华青公司”）整建制划转组建而成，注册资本 30 亿元。

2010 年，根据青国资统评【2010】2 号文件，青岛市政府将华青公司划转至青岛城市建设投资（集团）有限责任公司。2014 年 2 月，经债权人会议表决同意，青岛市国资委下发青国资规[2014]6 号《关于国信集团地铁资产划转地铁集团的通知》的文件，将地铁公司相关资产、负债和所有者权益划转至青岛地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”），并获得后续对价资产注入。截至 2015 年 6 月底，公司注册资本为 30 亿元，公司是实际控制人为青岛市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“青岛市国资委”）的国有独资公司。

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

截至 2015 年 6 月底，公司下属一级子公司 8 家（见附件 1），公司本部设办公室、党群工作部、人力资源部、经营管理部、财务审计部、规划发展部等 6 个部门（见附件 2），公司共有员工 1,427 人。

截至 2014 年 12 月底，公司合并资产总额 381.89 亿元，负债合计 225.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）156.18 亿元。2014 年公司实现营业收入 27.21 亿元，净利润（含少数股东损益）3.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.09 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.03 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 386.57 亿元，负债合计 227.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）159.55 亿元。2015 年上半年，公司实现营业收入 11.91 亿元，净利润（含少数股东损益）3.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.83 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.85 亿元。

公司注册地址：青岛市市南区东海西路 15 号；法定代表人：王建辉。

二、本次债券情况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“青岛国信发展（集团）有限责任公司 2016 公司债券”（以下简称为“本次债券”），发行规模不超过人民币 25 亿元。本次债券的期限为 10 年，附第 7 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券按年计息，不计复利；每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付。若债券持有人在第 7 年末行使回售选择权，所回售债券的票面面值加第 7 年的利息在投资者回售支付日一起支付。本次债券面向合格投资者公开发行。本次债券由主承销商中国银河证券股份有限公司负责组建承销团，采取余额包销方式承销。

2. 本次债券募集资金用途

本次公司债券所募集资金主要用于偿还公司有息债务以及补充流动资金。

三、行业分析

公司主要经营经批准的非银行金融服务业（公司作为地方金控平台持有多家商业银行及其他非银行金融机构股权）和房地产业务。本评级报告的行业分析围绕金融服务业和房地产业务展开。

（一）金融服务业

1. 行业状况

金融业是第三产业中的主导行业，是各种社会资源以货币形式进行优化配置的重要领域。随着经济的发展，服务业在国民经济中的比重越来越大，其中金融业在国民经济发展中的支柱地位和资源配置作用日益增强。近十年来，随着我国经济的快速发展，我国金融服务业获得了长足进步，金融资产总量快速增长，金融服务业成为增长最快的产业之一，已基本形成了与建设社会主义市场经济体系相适应的以银行、保险、证券、信托为四大支柱、以其他非银行金融业为补充的金融服务业体系。随着我国金融行业的进一步发展，金融行业对金融创新、业务多样化的重视程度日益提高，已逐步进入平衡、快速发展阶段。

根据《2014年国民经济和社会发展统计公报》，截至2014年末，我国广义货币供应量（M2）余额为122.8万亿元，比上年末增长12.2%；狭义货币供应量（M1）余额为34.8万亿元，增长3.2%；流通中货币（M0）余额为6.0万亿元，增长2.9%。全年社会融资规模为16.5万亿元，按可比口径计算，比上年少8,598亿元。年末全部金融机构本外币各项存款余额117.4万亿元，比年初增加10.2万亿元，其中人民币各项存款余额113.9万亿元，增加9.5万亿元。全部金融机构本外币各项贷款余额86.8万亿元，增加10.2万亿元，其中人民币各项贷款余额81.7万亿元，增加9.8万亿元。

表1 截至2014年末全部金融机构本外币存贷款余额及其增长速度（单位：亿元）

项目	年末数	比上年末增长（%）
各项存款余额	1,173,735	9.6
其中：住户存款	506,890	8.9
其中：人民币	502,504	8.9
非金融企业存款	400,420	5.4
各项贷款余额	867,868	13.3
其中：境内短期贷款	336,371	7.9
境内中长期贷款	471,818	15.0

资料来源：2014年国民经济和社会发展统计公报

截至2014年末，主要农村金融机构（农村信用社、农村合作银行、农村商业银行）人民币贷款余额105,742亿元，比年初增加14105亿元。全部金融机构人民币消费贷款余额153,660亿元，增加23,938亿元。其中，个人短期消费贷款余额32,491亿元，增加5,902亿元；个人中长期消费贷款余额121,169亿元，增加18,037亿元。2014年全年上市公司通过境内市场累计筹资8,397亿元，比上年增加1,512亿元。其中，首次公开发行A股125只，筹资669亿元；A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）4165亿元，比上年增加1362亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债、中小企业私募债等筹资3,563亿元，比上年减少519亿元。2014年全年公开发行创业板股票51只，筹资159亿元，全年发行公司信用类债券5.15万亿元，比上年增加1.48万亿元。

整体看，我国金融资产总量快速增长，金融业已进入快速发展阶段。

2. 行业竞争

我国银行业由大型商业银行、全国性股份制商业银行、城市商业银行及其他类金融机构组成。目前，我国银行业金融机构包括大型商业银行 5 家，全国性股份制商业银行 12 家，城市商业银行 147 家，其他类金融机构逾 3,500 家。根据中国银监会的统计，截至 2014 年末，我国银行业金融机构境内本外币资产总额为 172.3 万亿元，同比增长 13.87%。其中，大型商业银行资产总额 71.0 万亿元，占比 41.21%，同比增长 8.25%；股份制商业银行资产总额 31.4 万亿元，占比 18.21%，同比增长 16.50%。银行业金融机构境内本外币负债总额为 160.0 万亿元，同比增长 13.35%。其中，大型商业银行负债总额 65.7 万亿元，占比 41.07%，同比增长 7.44%；股份制商业银行负债总额 29.5 万亿元，占比 18.41%，同比增长 16.26%。

近年来，我国大型商业银行通过剥离不良资产、风险管理体制改革、政府注资及财务重组、股份制改制上市等一系列举措，不断提升资产质量，逐步建立起市场化的运行机制，市场竞争力不断增强，在市场规模和经营网点上优势明显，在我国银行业体系中占据主导地位。全国性股份制商业银行在较为完善的公司治理结构下实现了市场化运作，建立了相对灵活的经营机制，创新意识逐渐增强，加之财务基础相对较好，近年来发展速度超过了行业平均水平和大型商业银行，在我国银行体系中的作用日益突出，总体市场份额逐步提高。城市商业银行和农村商业银行在获得经营许可的范围内经营各类商业银行业务，表现出区域性经营优势。

整体看，我国国有商业银行仍将在银行体系中占据主导地位；股份制银行发展速度快，总体市场份额逐步提高。

3. 行业政策

根据《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年（2011-2015 年）规划纲要》，十二五期间，我国将大力发展金融市场，继续鼓励金融创新，显著提高直接融资比重。拓宽货币市场广度和深度，增强流动性管理功能。深化股票发审制度市场化改革，规范发展主板和中小板市场，推进创业板市场建设，扩大代办股份转让系统试点，加快发展场外交易市场，探索建立国际板市场。积极发展债券市场，完善发行管理体制，推进债券品种创新和多样化，稳步推进资产证券化，推进期货和金融衍生品市场发展，促进创业投资和股权投资健康发展，规范发展私募基金市场，加强市场基础性制度建设，完善市场法律法规，继续推动资产管理、外汇、黄金市场发展。

4. 行业关注

金融服务业尤其是银行业受宏观经济情况影响较大，GDP 增速影响企业的盈利状况和贷款需求，当宏观经济向好时，企业盈利增加，引起投资需求增加，从而引起贷款需求增加，银行资产规模扩大，而当宏观经济不景气时，企业盈利减少，投资需求下降，企业盈利困难，银行为了风险控制，贷款增速放缓，同时由于企业资产周转困难，进一步加剧还贷的难度，从而引起不良资产的上升。

法律和政策风险也是金融服务业面临的主要风险，法律风险是指公司经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险，政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对金融服务业公司的经营范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。我国金融服务业公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面，一方面我国金融市场受法律及政策影响较大，政策的改变对金融市场的波动影响较大，从而可能对金融服务业公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对金融服务业监管政策的改变直接影响公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

金融服务业面临信用风险，信用风险主要来自信贷业务中的客户违约风险，主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、提供的担保物资产涉及法律纠纷等其他违反合同约定的情况等。此外，市场波动、金融创新能力不足等也会影响金融服务业的发展。

5. 未来发展

未来我国金融业的主要发展趋势为加强金融监管、进一步深化金融业改革以及促进金融市场健康发展。

金融监管方面，一是建立健全科学的货币政策决策机制，提高货币政策决策的前瞻性、科学性和透明度。二是稳步推进利率市场化改革，进一步推进货币市场基准利率体系建设，提高 Shibor 的基准性。三是完善人民币汇率形成机制，进一步发挥市场在汇率形成机制中的作用，逐步扩大人民币汇率浮动区间，减少中央银行对外汇市场的干预，实现人民币汇率以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动等。

金融业改革方面，一是推动大型国家控股商业银行改革，继续深化银行公司治理改革，明确“股东会、董事会、监事会和高级管理层”的职责边界。二是继续深化农村金融改革，加快建立和完善商业性金融、合作性金融、政策性金融相结合的农村金融机构体系。三是推进证券期货机构改革和发展，进一步督促证券期货经营机构改善公司治理与内控水平，提升合规管理与风险控制水平。

金融市场发展方面，一是积极发展货币市场，促进同业拆借市场、回购市场、短期融资券市场、商业汇票市场协调发展，拓宽市场广度和深度，增强流动性管理功能。二是促进债券市场发展。推进公司债券发行体制和监管体制改革，推动建立统一债券审核、交易和监管标准。三是稳步推进股票市场发展。进一步完善上市公司治理结构和内部约束机制，进一步优化上市公司行业结构等。

总体看，随着金融业监管力度增强，商业银行、农村金融等改革的深化，金融市场逐步完善，未来金融业发展前景广阔。

（二）房地产行业

1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增长13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增长16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。

2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。从国家统计局发布的数据

来看，2014年，全国房地产开发投资95,036亿元，比上年名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比1~11月份回落1.4个百分点，比2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资64,352亿元，增长9.2%，增速比1~11月份回落1.3个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.7%。2014年，房地产开发企业房屋施工面积726,482万平方米，比上年增长9.2%，增速比1~11月份回落0.9个百分点。其中，住宅施工面积515,096万平方米，增长5.9%。房屋新开工面积179,592万平方米，下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。其中，住宅新开工面积124,877万平方米，下降14.4%。房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%，增速回落2.2个百分点。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%。

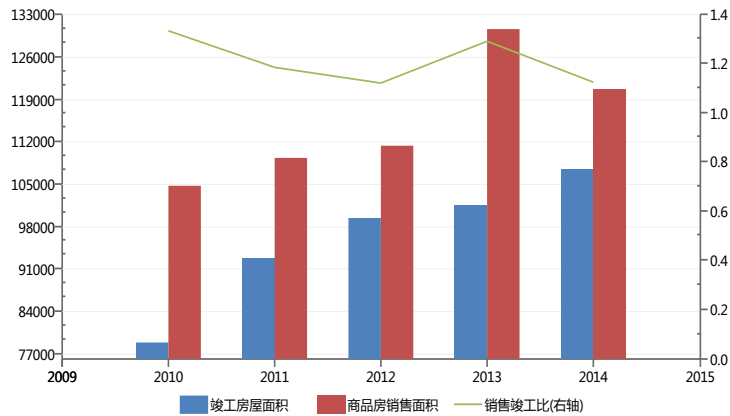
2015年1~3月份，全国房地产开发投资16,651亿元，同比名义增长8.5%（扣除价格因素实际增长9.5%），增速比1~2月份回落1.9个百分点。其中，住宅投资11,156亿元，增长5.9%，增速回落3.2个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.0%。2015年1~3月份，房地产开发企业房屋施工面积584,018万平方米，同比增长6.8%，增速比1~2月份回落0.8个百分点。其中，住宅施工面积407,714万平方米，增长3.7%。房屋新开工面积23,724万平方米，下降18.4%，降幅扩大0.7个百分点。其中，住宅新开工面积16,791万平方米，下降20.9%。房屋竣工面积16,994万平方米，下降8.2%，降幅收窄4.7个百分点。其中，住宅竣工面积12,392万平方米，下降10.9%。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。

2. 市场供需

商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012年，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积11.13亿平方米，比上年增长1.8%；其中，住宅销售面积增长2%，办公楼销售面积增长12.4%，商业营业用房销售面积下降1.4%。商品房销售额6.45万亿元，增长10%；其中，住宅销售额增长10.9%，办公楼销售额增长12.2%，商业营业用房销售额增长4.8%。2013年统计数据显示，房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.0%，增速下降0.5个百分点；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，下降0.4%。2013年，商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.3%，增速较上年回落0.5个百分点。2013年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图 1 2010~2014 年全国商品住宅供求情况 (单位: 万平方米)

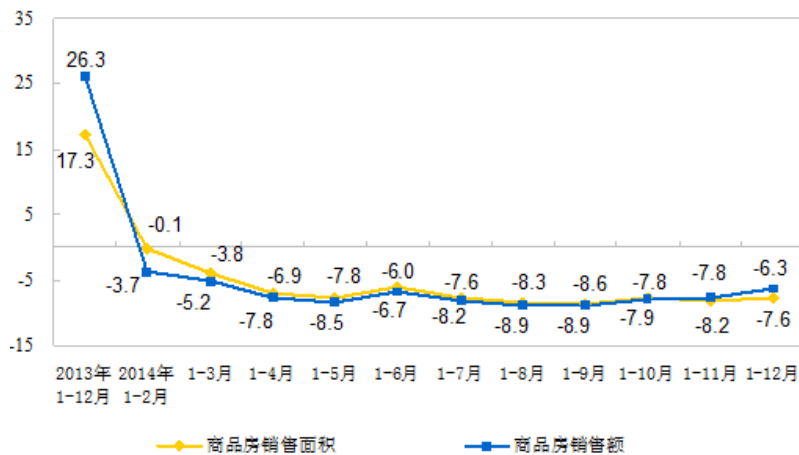


资料来源: 国家统计局、联合评级整理。

注: 销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值, 大于 1 说明供不应求, 小于 1 说明供大于求。

2015 年 1~3 月份, 商品房销售面积 18,254 万平方米, 同比下降 9.2%, 降幅比 1~2 月份收窄 7.1 个百分点。其中, 住宅销售面积下降 9.8%, 办公楼销售面积下降 23.3%, 商业营业用房销售面积增长 5.4%。商品房销售额 12,023 亿元, 下降 9.3%, 降幅比 1~2 月份收窄 6.5 个百分点。其中, 住宅销售额下降 9.1%, 办公楼销售额下降 26.5%, 商业营业用房销售额增长 1.8%。

图 2 全国商品房销售面积和销售额增速情况 (单位: %)



资料来源: 国家统计局

总的来看, 在经历了几年来的景气后, 2014 年以来, 随着限购限贷等政策的逐步产生效果, 行业增速放缓、景气度有所下降。

3. 竞争格局

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

进入 2014 年, 行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49% 和 23.49%, 分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点; 前 10 名和前 20 名房

地产企业销售面积占比分别达到 10.26% 和 13.51%，分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点(详见下表)。

表 2 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

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

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策

2013 年，房地产调控进一步升级。2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品房住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表 3 2012 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年	央行多次降息，多地取消限购
2015 年 2 月	央行降息
2015 年 3 月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

进入2015年，国家房地产调控政策相继出台。2月28日，央行决定自2015年3月1日起，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%，一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍。3月30日，人民银行和财政部相继发文，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付比例调整为不低于40%；个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。在目前国家政策依然支持居民自住、改善性住房需求的宏观政策背景下，预计房地产市场仍将保持平稳健康发展。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降（一些城市上涨），影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改

革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

供需转变，城市分化增大；部分城市库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大；而受需求量大、资源集中的影响，一线城市房地产业预计仍将保持平稳。

综合来看，在未来一段时期，针对房地产行业的调控政策将更加市场化、灵活化，但由于供需转变、库存高位等原因可能导致二三线城市房价下行压力较大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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

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

整体看，公司所在地区区位优势明显，为公司发展提供了良好机遇；公司在选择项目和资金筹措方面得益于政府支持，综合实力较强。公司金融服务经营业绩稳定，未来前景良好。

2. 人员素质

公司通过多年的经营在金融与投资、隧道建设与运营、酒店会展及旅游、文化体育运营、房地产领域拥有丰富的经验，拥有一批素质较高，专业结构合理、管理经验丰富的能力较强的管理

人员。核心管理层拥有十年以上的行业经验，对行业的发展趋势有深入的了解。

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

公司党委书记、董事刘裕良先生，1962年出生，研究生学历，曾任民航青岛站气象台观测员，民航山东省局办公室机要员，民航青岛站办公室机要员、秘书、副主任、主任兼支部书记、民航青岛站副站长，民航青岛流亭机场副总经理、总经理，青岛国际机场集团有限公司总经理；现任公司党委书记、董事。

公司董事杨敏先生，1967年生，博士研究生学历，曾任青岛市工商局调研处科员、副主任科员、团委书记；青岛市委组织部企业处副处级巡视员、助理调研员、经济干部处副处长、干部三处副处长、调研员、处长；青岛市企业经营者评荐中心副主任；现任公司董事，中路保险股份有限公司党委书记。

公司董事、总经理徐国君先生，1962年生，研究生学历，经济学博士学位，曾任北京林业管理干部学院助教；青岛大学系副主任、助教、讲师、副教授、教授；中国海洋大学系主任、副院长、院长、校长助理、副总会计师兼财务处长；现任公司董事、副总经理、党委委员、总会计师，中国海洋大学教授、博士生导师、博士后合作导师，青岛国信金融控股有限公司董事长，青岛商贸会计学会会长，青岛市社会科学界联合会副主席等。

公司董事刘仲生先生，1965年生，研究生学历，高级经济师，曾任中国人民银行山东省分行办事员；中国人民银行日照市分行办公室副科长、计划调研科科长、货币信贷与统计科科长；日照银监分局统计信息科科长；山东省联社日照办事处副主任（主持工作）；山东省联社济宁办事处党委书记、主任；青岛市农村信用合作社联合社理事长、党委书记；现任公司董事，青岛农村商业银行股份有限公司董事长。

公司董事、副总经理邓友成先生，1971年生，研究生学历，工商管理硕士，现任公司董事、副总经理，青岛国信金融控股有限公司总经理，中路财产保险股份有限公司董事，陆家嘴国际信托有限公司董事，中国海洋大学兼职教授，青岛市小额贷款企业发展促进会副会长、青岛市融资性担保企业发展促进会副会长等。曾历任青岛钢球厂员工、中外合资青岛奎姆电子有限公司会计主管、山东大信会计事务所所长、青岛国信胶州湾交通有限公司副总经理。

截至2015年6月底，公司共有员工1,427人。公司员工中本科以上学历711人，占49.82%；专科学历340人，占23.83%；中专及以下学历376人，占26.35%。

总体来看，公司员工学历较高，公司主要高管人员在行业和企业经营管理方面具有丰富从业经验，整体素质较高。

3. 外部环境

(1) 区位优势

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

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

近年来青岛市经济保持稳定增长，2014 年全市生产总值 8,692.1 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 362.6 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 3,882.4 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 4,447.1 亿元，增长 7.9%。三次产业比例为 4.2:44.6:51.2；人均 GDP 达到 96,524 元；民营经济增加值 3,323.4 亿元，增长 8.3%。

随着青岛市经济的发展，青岛市地区财政实力逐渐增强，2014 年青岛市实现财政总收入 2,800.4 亿元，同比增长 8.5%；2014 年实现一般公共预算收入 895.2 亿元，同比增长 13.5%；一般公共预算支出 1,074.7 亿元，同比增长 6.0%。2014 年全年国税系统组织税收收入(含海关代征)1,340.1 亿元，增长 0.6%；其中，国内税收 691.4 亿元，增长 8.3%。地税税收收入 599.0 亿元，增长 12.7%。

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

(2) 政府支持

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

根据青岛市财政局青财督办【2009】第 75 号，青岛大剧院项目资金由市财政和公司各承担一半，公司承担的一半青岛市财政局已给予 5 年的贴息，待项目竣工决算后，市财政投入部分转增公司国有资本。青岛大剧院运营后公司每年将获得财政补贴。2012 年公司的青岛大剧院收到政府补贴 2,795 万元，2013 年收到财政补贴 3,095 万元，2014 年收到财政补贴 2,955 万元，2015 年 1~6 月收到财政补贴 2,100 万元。

根据青财督办【2011】第 221 号，青岛体育中心项目总投资概算 18.85 亿元，由市财政投入一半，公司自筹一半，且青岛市财政局已给予公司 5 年的财政贴息。体育中心每年由财政补贴 2,500 万元，2013 年，收到财政补贴、赛事引导资金及产业升级补贴共计 2,538 万元，2014 年收到财政补贴 2,500 万元，2015 年 1~6 月收到财政补贴 2,000 万元。

根据青岛市财政局《关于胶州湾隧道和胶州湾大桥降低通行费标准财政补贴方案的汇报》及青岛市财政局、青岛市物价局《关于印发<胶州湾隧道通行费标准降低财政补贴方案>的通知》，胶州湾隧道因降低通行费减少的收入按照政府购买劳务的原则由财政给予补贴，维持海底隧道项目日常营运。针对免通行费的隧道公交，根据青岛市人民政府《关于胶州湾隧道车辆通行费有关问题专题会议纪要》，对已开通及日后增加的隧道公交的通行费按照政府购买劳务的原则给予补助。2013 年、2014 年及 2015 年 1~6 月，公司公交补贴、降价补贴及重大节假日补贴收入分别为 12,643.55 万元、16,073 万元及 12,316.57 万元。

公司全面参与蓝色硅谷核心区开发建设，积极参与蓝色硅谷核心区一级土地开发、千万平米科技孵化器、千万平米人才公寓及其它综合性配套项目建设，推动城市功能性开发和服务。青岛市连续四年每年给予公司 1 亿元的财政补贴。截至 2013 年底，上述 4 亿元财政补贴已全部到位并全部增加公司资本公积。

根据青财债【2011】16 号文、青财综【2011】15 号文和青财督办【2011】221 号文，公司因入股青岛农村商业银行股份有限公司和收购陆家嘴国际信托有限公司股权共获得政府注资 14 亿元。

总体看，公司区位优势明显，受到政府支持力度较大，外部发展环境良好。

五、管理体制

1. 治理结构

公司是经青岛市人民政府批准设立的国有独资有限责任公司，实际控制人为青岛市国资委。公司按照《公司法》等有关法律、法规的要求，建立内部控制体系和监督机制。

公司不设股东会，由青岛市国资委授权公司董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项，但公司的合并、分立、解散、增减注册资金和发行公司债券，由青岛市国资委决定。公司设董事会、监事会，并实施在董事会领导下的总经理负责制。

公司设董事会，董事会由6名董事组成，公司设董事长1人，未任命职工董事，所有董事按市管干部体制进行管理，由市政府任命，每届任期三年。根据公司章程，公司董事长为法定代表人，董事会成员中无职工代表。公司设监事会，有监事5名，设监事会主席1人，职工监事1人。公司设立经营管理机构，实行总经理负责制，对公司日常经营进行管理，包括执行董事会决定、组织公司各项业务经营活动，以及负责公司具体业务的组织管理。

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

2. 管理体制

公司根据实际情况设立了办公室、党群工作部、人力资源部、财务审计部、规划发展部、经营管理部等6个部门，各部门职能清晰，权责分明。

财务管理方面，公司制定了相关的《青岛国信发展（集团）有限责任公司会计制度》、《青岛国信发展（集团）有限责任公司财务管理制度》、《青岛国信发展（集团）有限责任公司项目投资审批管理办法》、《青岛国信发展（集团）有限责任公司财务事项联签制度》、《青岛国信发展（集团）有限责任公司全面预算管理暂行办法》、《青岛国信发展（集团）有限责任公司货币资金管理办法》等一整套管理制度。该等制度已形成一套综合财务体系，涵盖包括会计核算、全面预算、筹资、投资、资产、担保、成本费用、税项与利润分配、财务风险控制、财务报告申报及分析、财务查阅及监督等内容的一系列管理措施。

资产管理方面，公司制定相关制度负责所属全资、控股企业资产的产权界定、产权登记、清产核资、资产统计、工商变更等基础管理和备案工作；对所出资企业的重大投融资规划、发展战略和规划，依照国家产业政策履行出资人职责；所属全资、控股企业的重大资产处置，须报经集团公司批准，根据规定，需经国有资产监督管理机构批准的，由集团公司转报；所属全资、控股企业发生分立、合并、破产、解散、增减资本等事项需要资产评估的，由集团公司委托中介机构实施，并报国有资产监督管理机构核准或备案；未经批准，所属全资、控股企业再投资的企业不能超出其母公司的经营范围，不得以参股形式对外投资。

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

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

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务主要由非金融板块和金融板块组成，其中，非金融板块主要包括酒店旅游、城市交通、房地产开发等业务板块，金融板块主要包括证券处置和直接投资业务。

近三年公司收入规模增长较快，复合增长率为 140.20%，2014 年，公司实现营业收入 27.21 亿元。2013 年，营业收入较 2012 年大幅增加 42.66%，主要是公司当年房地产开发经营业务板块收入大幅增加 1.88 亿元所致，2014 年营业收入较 2013 年大幅增加 20.49 亿元，主要是由于房地产开发经营业务和金融板块收入增加 19.73 亿元所致。

表 4 2012~2015 年 6 月公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
金融业务	--	--	--	249.89	0.37	100.00	93,550.68	34.37	37.00	95,558.16	80.21	46.10
酒店旅游与文体会展业务	23,095.69	48.96	23.81	25,114.58	37.32	17.95	30,785.21	11.31	-7.70	13,958.39	11.72	-22.78
房地产开发经营业务	2,539.62	5.38	64.42	21,318.21	31.68	62.35	125,293.26	46.04	21.16	1,234.69	1.04	-129.31
交通业/运输业	19,957.19	42.31	46.86	18,242.35	27.11	38.06	19,291.29	7.09	28.33	7,938.86	6.66	8.23
其他	1,575.83	3.34	14.17	2,436.84	3.62	-39.47	3,221.17	1.18	16.79	442.45	0.37	36.97
合计	47,168.33	100.00	35.43	67,288.37	100.00	35.60	272,149.55	100.00	23.80	119,132.55	100.00	33.65

资料来源：2012~2014 年数据来源于公司审计报告，2015 年上半年数据由公司提供

注：1. 金融业务收入=证券处置收入+利息收入（小额贷款）+担保业务收入+手续费及佣金收入；2. 酒店旅游与文体会展业务收入=会展及相关收入+宾馆酒店收入+旅行社收入+浴场摊位租赁业务收入+浴场更衣室租赁收入+剧场收入+体育业收入；3. 房地产开发经营收入=商品房销售收入+土地一级开发收入；4. 其他业务收入为营业收入中除去金融、酒店旅游与文体会展、房地产开发经营业务、交通业/运输业之外的其他项。

从收入构成看，近三年金融投资、酒店旅游、房地产开发经营和交通运输业均占公司收入的较大比例。金融投资板块收入增长较快，2013 年、2014 年和 2015 年 1~6 月分别占营业收入的 0.37%、34.37% 和 80.21%。2013 年，公司该板块营业收入较少，主要是由于该业务开展时间较短，尚处于业务拓展阶段。2014 年证券投资、信托直投以及小贷、担保业务等迅速发展，全年实现证券业务收入 8.82 亿元，其他收入 0.54 亿元。近三年酒店旅游板块收入平稳增长，复合增长 15.45%，2014 年占主营业务收入比为 11.31%，增长的主要原因系公司会展收入以及海天大剧院酒店、海天体育中心酒店实现的酒店服务收入逐年增加所致。房地产开发与经营业务增长迅速，近三年复合增长率为 602.39%，2014 年度实现收入 12.53 亿元，增长幅度较大，主要原因为公司房地产业务较少，单个项目对营业收入的影响较大。2014 年，伊春路紫云台项目和雍翠湾项目在 2014 年进入交房期，满足收入确认条件，当年确认房地产收入。交通运输板块收入近三年有一定波动，公司运营胶州湾海底隧道项目，2012 年该项收入占当年营业收入的比重为 42.31%，但 2012 年国庆节开始，重大节假日隧道开始执行免费通行政策，导致 2013 年该板块收入略有下降，而自 2014 年 10 月开始胶州湾隧道车辆通行费下降后隧道车流量同比增长 14.9%，当年该项业务收入又有所回升。

从毛利率水平情况看，2014 年公司综合毛利率有所下降，主要系酒店旅游毛利率大幅下降所

致。其中，酒店旅游板块毛利率下降幅度较大，主要因 2013 年和 2014 年东方饭店停业改扩建以及体育中心一期、二期、体育场等资产权属明确，由其他非流动资产结转至固定资产，导致计入运营成本的折旧费用增加 0.46 亿元所致；城市交通板块受账务处理影响，营业毛利率虽表现为下降，但加上政府购买劳务的财政补助，实际盈利能力连续增长；2013 年和 2014 年金融投资板块毛利率分别为 100% 和 37%，主要系 2014 年证券业务复苏，公司证券处置业务增加所致，整体看公司金融投资板块毛利率水平良好。房地产板块毛利率下降幅度较大，主要是近两年国家出台对房地产宏观调控政策，促进房价合理回归，整个房地产行业销售低迷所致。

2015 年上半年，公司金融投资板块随着证券市场的日渐复苏，信托直投以及小贷、担保业务等继续保持了 2014 年的增长态势。由于旅游业季节性较强，一季度属于旅游淡季，2015 年上半年公司旅游板块营业收入为 1.40 亿元。2015 年 1~6 月，公司房地产板块实现业务收入 0.12 亿元，占主营业务收入的比重为 1.04%。

整体看，公司经营规模增长较快，主要系公司证券处置业务的增加使得金融投资业务规模明显扩大，以及城市交通板块通行量较大增长总收入扩大所致。同时房地产板块受行业政策影响较大，盈利能力有所下降。

2. 业务运营

酒店旅游与文体会展板块

公司酒店旅游与文体会展板块主要包括酒店、旅游、会展和体育等四个方面。

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

公司对原海天酒店进行改、扩建，重新开发的海天大酒店拟建一座含五星级酒店、豪华五星级酒店、多功能会议中心、商业、商务写字楼、酒店式公寓等大型城市综合体，青岛市的高端地标项目。该项目预计投资 129 亿元，土地规划用途为商服和城镇住宅，土地面积约 49.2 亩，容积率 10.34，总建筑面积为 48.08 万平方米，地下建筑面积为 14.16 万平方米，地上建筑面积为 33.92 万平方米。该项目于 2014 年 12 月基坑开挖，目前初步设计已经完成，预计 2018 年 12 月主体封顶。

东方饭店位于青岛市南区，附近有众多旅游景点，位置优越。酒店现有土地面积 3,167.72 平方米、建筑面积 15,752.73 平方米，2014 年一季度，东方饭店已正式进入停业改扩建阶段。为扩大经营规模、提高其整体竞争力，公司计划将相邻的龙口路 20 号国有出让土地（面积 3,706.50 平方米）共同进行东方饭店改扩建项目，拟扩建面积 15,000 平方米，扩建完成总建筑面积约 30,000 平方米，扩建完成后将成为集商务、休闲、娱乐、住宿为一体的四星级文化主题酒店，客房数将达到 300 余间。

海天体育中心酒店坐落于浮山新区青岛体育中心东侧，占地面积 26,000 平方米。该酒店于 2011 年 6 月对外营业，拥有各类客房 197 间以及设施完备的大中小型会议室。海天大剧院酒店、如家会展中心酒店均位于石老人国家旅游度假区、青岛崂山区的中心地段，交通便利。整体看，青岛市优越的地理位置和丰富的旅游资源为公司酒店业务的发展提供了有利支撑，公司酒店业务平稳发展。

公司旅游业务主要是旅行社收入，主要由分公司青岛海天国际旅行社（以下简称“海天国旅”）承担。海天国旅是由国家旅游局批准成立，为经营国内旅游、入境旅游和国家旅游局特许经营中国公民出境旅游业务的国际旅行社。春节、国庆节、五一及寒暑假等时间属于公司旅行社业务传统旺季，一般占全部业务量的 35%~40%，热门旅游线路主要包括日韩游和四川、海南等旅游线路。公司 2012~2015 年 6 月旅行社业务经营情况如下表所示。

表5 公司2012~2015年6月旅行社经营情况

时间	国内（游）接待人次（万人）	出境（游）接待人次（万人）	入境（游）接待人次（万人）	旅游、客运线路数量（条）	营业收入（万元）
2012 年	0.35	0.78	3.80	40	7,295
2013 年	0.35	0.72	2.10	40	6,842
2014 年	0.30	0.70	2.00	40	5,869
2015 年 1~6 月	0.15	0.3	1.20	45	2,880
合计	1.15	2.50	9.10	165	22,886

资料来源：公司提供

会展业务方面，青岛地理位置优越、环境优美、经济发达，是各类展览举办的重要聚集地。青岛国际会展中心位于青岛崂山区世纪广场，占地 25 万平方米，有 5 万平方米的室内展览面积，共可设置近 3,000 个国际标准展位，5 万平方米的室外展览面积，20 多个中小型会议室、洽谈室和贵宾室配有多媒体大屏幕、红外同声传译等现代媒介系统。目前共有三家子公司参与会展业务板块，其中会展中心成立于 2000 年 4 月，系实行企业化管理、自收自支的事业单位；会展中心有限公司主要业务为承办展会，提供会议及会展服务，同时提供广告设计、制作、发布、代理服务，收入主要来源于场租；国展商务公司主要业务为组织承接国内及国际展览。近年来，公司为整合会展资源，规范会展业务经营管理，会展业务逐渐由会展中心和国展商务向会展中心有限公司转入。其中，2012~2014 年及 2015 年 1~6 月，国展商务的营业收入分别为 435 万元、576 万元、833 万元和 432 万元，会展中心的营业收入分别为 2,240 万元、1,986 万元、2,914 万元和 830 万元，会展中心有限公司（本部）实现营业收入为 5,551 万元、6,166 万元、8,299 万元和 949 万元。整体看，公司会展业务规模逐渐扩大，运营良好。

公司体育产业业务收入主要来源于体育中心各场馆对外开放运营收入及场馆租赁收入。青岛市体育中心主要由主体育场、国信体育馆、游泳跳水馆、综合训练馆和运动员公寓几部分组成。项目总投资概算 18.57 亿元，由市财政投入一半，公司自筹一半。2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年 1~6 月体育中心分别实现营业收入 4,157.35 万元、5,906.33 万元、6,708.08 万元和 3,290.68 万元。目前，场馆开放项目收入已成为体育中心主要经营收入的稳定来源。整体看，由于体育产业的半公益性，盈利能力较弱，对财政补贴的依赖性较大。

总体看，公司酒店旅游板块各项业务收入规模均稳步增长，由于业务的季节性和部分公益性，该板块业务毛利率一般。

城市交通板块

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

线分离、双向双洞六车道设计。该项目是缓解青岛和黄岛之间的通行压力、适应青岛城市发展规划、实现青岛市发展成为我国东部沿海重要的经济中心、现代化国际港口城市及旅游胜地的有力支撑和重大工程措施。

胶州湾海底隧道项目总投资 34.14 亿元，由公司负责项目的建设、管理和运营，公司的经营期限为 25 年，其主要收入来源为收取的隧道通行费，通行费由子公司隧道公司直接收取存入其在青岛银行开立的一般结算账户之中，并及时将相关款项划缴公司进行统一管理。

青岛胶州湾海底隧道设计最高车流量为日均 10 万辆，自 2011 年 6 月底隧道通车到 2015 年 6 月底，隧道日均实际车流量 2.51 万辆，日均标准车流量 2.99 万辆，较通行费定价时的交通流量预测值日均 1.27 万辆高 135.43%。2012 年，隧道车流量为 718 万辆，实现通行收入 19,957 万元，当年财政补贴 4,402 万元，实际收到补贴收入 1,539 万元；2013 年，车流量为 952 万辆，实现通行收入 18,242 万元，当年财政补贴 12,644 万元，实际收到补贴收入 5,084 万元；2014 年，车流量为 1,019 万辆，实现通行收入 19,291 万元，当年财政补贴 16,073 万元，实际收到补贴收入 11,953 万元；2015 年 1~6 月份，车流量为 595 万辆，实现通行收入 7,939 万元，当年财政补贴 12,317 万元，实际收到补贴收入 13,824 万元。公司计划进一步与政府洽谈补偿机制，并通过与周边旅游景点（金沙灘）做捆绑式宣传等方式，有望同时带动旅游业发展和隧道使用率。

公交财政补贴方面，根据青岛市第 77 次市长办公会议纪要，2011 年 7 月 4 日新增加的 40 辆主城区至黄岛区的公交车和 2012 年 1 月 21 日开通的主城区至胶南市灵山卫公交枢纽站 60 辆公交车的隧道通行费，由青岛市财政补贴三分之二，剩余三分之一黄岛区补贴 40%、原胶南市补贴 60%。各财政局直接将资金拨入青岛国信胶州湾交通有限公司，每季度结算一次，该政策自 2012 年 1 月 21 日起实施。2012 年，公司实现公交财政补贴 2,238 万元，实际收到金额 1,539 万元。2013 年，公司实现公交财政补贴 2,731 万元，实际收到金额 3,197 万元。2014 年、2015 年上半年公司实现公交财政补贴 3,410 万元、3,123 万元。

隧道通行费降价补贴方面，对已开通的隧道公交的隧道通行费，自 2014 年 11 月 1 日起，由市和相关区财政按季度于次月 5 日前补贴至公司。财政补贴具体分担比例为：黄岛区财政承担 50%，市财政承担 25%，市南区财政承担 25%。公司 2013 年、2014 年及 2015 年 1~6 月降价补贴分别为 8,173 万元、10,728 万元和 7,943 万元。重大节假日期间隧道免费通行补贴方面，由青岛市市级财政、市南区财政、开发区财政和黄岛区财政按比例共同分担。2014 年重大节假日免费补贴 1,935 万元，2015 年 1-6 月重大节假日免费补贴 1,251 万元。

整体看，公司城市交通板块处于垄断地位，由于胶州湾隧道通行费降价和节假日免费客流量提高，总收入规模不断增长，现金流稳步增长，盈利能力较强。

房地产开发与经营板块

房地产二级开发业务

公司房地产开发经营板块主要涉及商品房开发及配套廉租房建设等二级开发业务和土地一级开发业务方面。公司根据发展战略规划要求，于 2010 年成立一级子公司青岛国信置业有限责任公司，以整合优化公司房地产企业资源，促进置业发展板块内各企业的协同发展。目前，公司房地产开发经营业务主要通过青岛国信置业有限公司、青岛国信海天中心建设有限公司等项目公司开展。2012 年~2014 年，公司房地产开发经营情况如下表所示。

表6 房地产开发经营情况 单位: 万平方米、万元

年份	新开工面积	竣工面积	协议销售面积	协议销售收入	结转收入面积	结转销售收入
2014年	-	18.73	1.45	17,187.86	10.04	120,267.61
2013年	-	2.28	5.55	66,258.23	2.28	10,006.94
2012年	21.01	-	5.98	50,832.82	0.34	2,539.62

资料来源: 公司提供

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

表7 房地产二级开发业务情况 面积: 平方米

序号	项目名称	位置	占地面积	建筑面积 (或规划建筑面积)	功能类别	建设状态
1	国信紫云台项目 (住宅商品房)	青岛市市北区伊春路 168号	32,682.00	67,058.69	住宅商品房	已完工
	国信紫云台项目 (公寓)	青岛市市北区伊春路 168号		12,673.44	公寓	已完工
	国信紫云台项目 (网点)	青岛市市北区伊春路 168号		3,906.37	商服网点	已完工
	国信紫云台(公租房)	青岛市市北区伊春路 168号		22,477.08	公租房	已完工
2	康庭嘉苑 1.1 期	即墨市文化路 16 号	40,186.53	42,899.83	住宅商品房	已完工
	康庭嘉苑 1.2 期· 雍翠湾	即墨市文化路 16 号	48,312.31	78,843.40	住宅商品房	已完工
3	海天中心项目	市南区香港西路 48 号	32,802.60	480,755.00	商服、住宅	在建
4	蓝谷北平社区旧 村改造项目	青岛蓝色硅谷核心区 山大一路以北、硅谷大 道以西、莱青路以东	70,803.00	204,096.78	安置回迁房	在建
5	开发区紫玉台	黄岛区滨海大道东南 侧	18,548.00	48,224.00	住宅商品房	拟建
6	开发区人才公寓	黄岛区滨海大道东南 侧	4,637.00	12,056.00	人才公寓 ¹	拟建
7	康庭嘉苑 1.3 期	即墨市文化路 16 号	20,017.16	暂无	住宅商品房	拟建
	裕桥二期	即墨市文化路 16 号	139,080.00	暂无	住宅商品房	拟建

资料来源: 公司提供

国信·紫云台项目 2012 年 3 月开工建设, 投资总额 13.47 亿元, 建筑面积 106,115.58 平方米。截至目前, 该项目已竣工验收。该项目 2012 年 9 月取得预售许可证并达到预售条件开始预售, 共开发商品房 979 套, 目前已售 725 套, 已售均价为 14,600.00 元, 项目销售良好, 预计可收回投资成本实现盈利。“国信·紫云台”公租房配建为保障房建设项目, 公司注重与政府合作, 通过政府代建、保障房配套等方式, 有效分散商品房建设经营风险, 扩大置业板块收入来源。

康庭嘉苑 1.1 期拿地时间早, 土地成本较低, 同时因为开盘时间较早, 已于 2012 年基本完成销售, 并收回投资成本实现盈利。康庭嘉苑 1.2 期·雍翠湾项目 2012 年 6 月开工建设, 项目总投资 3.44 亿元, 规划用地面积 48,312 平方米, 总建筑面积 78,843.40 平米, 可售面积 65,199.23 平米。

注¹: 人才公寓是指按《青岛市人才公寓建设和使用管理规定》建设的限定建设标准、租金标准、销售价格, 面向各类人才供应的住房, 分为产权型和租赁型两大类。公司开发区人才公寓为租赁型, 建成后由公司持有并对外出租。

截至目前，各项工程均已竣工。该项目 2012 年 12 月 2 日取得预售许可证并达到预售条件开始预售，共开发普通住宅商品房 640 套，商业网点 6 套，目前普通住宅已售 380 套，已售均价为 5,650 元/平米，已售商业网点 2 套，已售均价为 11,800.00 元/平米。项目销售良好，预计可收回投资成本实现盈利。

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

蓝谷北平社区旧村改造项目为蓝色硅谷核心区规划地界内的安置房项目，项目建设地点位于青岛蓝色硅谷核心区山大一路以北、硅谷大道以西、莱青路以东。项目占地总面积 70,803.00 平方米，拟新建村民安置住房、商业网点及配套设施，建筑物总面积约 204,096.78 平方米，项目总投资约 7.65 亿元，项目建设工期 30 个月。该项目楼座已全部主体施工、砌体施工完成，外墙保温基本完成，目前正处于窗框安装，卫生间施工及内墙腻子施工阶段。

开发区紫玉台项目为商品房开发项目，项目建设地点位于青岛市黄岛区滨海大道东南侧，项目占地总面积 18,548.00 平方米，拟新建村民安置住房、商业网点及配套设施，建筑物总面积约 48,224.00 平方米，项目总投资约 4.30 亿元，项目建设工期 24 个月，该项目目前正在办理《建设工程施工许可证》等前期审批工作，预计 2015 年 10 月可开工建设。

开发区人才公寓为根据《青岛市人才公寓建设和使用管理规定（试行）》建设的租赁型人才公寓，项目建设地点位于青岛市黄岛区滨海大道东南侧。项目占地总面积 4,637.00 平方米，拟新建 155 户公寓，建筑物总面积约 12,056.00 平方米，项目总投资约 0.72 亿元，建设工期 24 个月。该项目目前正在办理《建设工程施工许可证》，预计 2015 年 10 月可开工建设。

康庭嘉苑 1.3 期和裕桥二期项目为商品房开发项目，这两个项目的占地面积合计为 159,097.16 平方米，建设地点均位于青岛市即墨市文化路 16 号，这两个项目拟新建商品房、商业网点及配套设施，其中，康庭嘉苑 1.3 期项目总投资约 1.19 亿元，裕桥二期项目总投资约 10.00 亿元，目前这两个项目均正在进行立项审批工作，预计 2016 年 1 月可开工建设。

土地一级开发业务

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

青岛蓝色硅谷是以海洋为主要特色的高科技研发及高技术产业集聚区域，该项目位于即墨市鳌山卫镇、温泉镇陆域全部面积和海域部分面积，其中陆域面积约 218 平方公里，海域面积根据实际需要确定，并以区域内 16.21 平方公里范围作为启动区先行开发。

2013 年 11 月 13 日，蓝谷公司与青岛蓝色硅谷核心区管理委员会签署《土地一级开发协议书》，约定由蓝谷公司负责筹集土地一级开发资金，按照土地一级开发区域规划和管理委员会制定的土地一级开发年度开发计划和方案进行开发，并按照实际开发投入资金的 8% 计提管理费，同时，针对蓝谷公司实际投入的资金，按实际占用期限，依照人民银行公布的同期贷款基准利率上浮 10% 计提利息。因此，公司土地一级开发业务收入和利润来源主要来自于上述管理费及利息收入。

截至 2014 年底，蓝谷公司土地一级开发付款额共计为 11.48 亿元，在公司其他非流动资产科目体现，2014 年共确认收入 5,026 万元（其中管理费 1,081 万元，利息 3,985 万元）。2015 年上半年，公司土地一级开发付款 3,294.46 万元，尚未确认相关收入。

表8 土地一级开发管理费用和利息费用测算明细表 (单位: 万元)

项目	付款金额	计提 8%管理费	计提利息
土地一级开发	80,254.50	6,420.36	6,623.04
展馆项目	1430.97	114.48	152.08
五条道路	32398.19	2591.85	341.06
南泊河	20.96	1.68	-6.29
待摊投资	59.54	4.76	8.08
管理费用	600.63	48.05	37.77
合计	114,764.79	9,181.18	7,155.74
2013 年收入		8,100.35	3,210.91
2014 年收入		1,080.83	3,944.83

资料来源: 公司提供

总体看, 公司土地一级开发业务主要为管理费和计提利息, 规模相对较小, 对公司整体收入规模贡献较小。

金融投资板块

公司金融投资板块包括证券处置和直接投资业务。

证券处置业务

公司的证券处置业务主要是根据资本市场走势和公司发展要求, 适时处置证券和基金资产。2010 年之前, 公司作为投资公司, 通过新股认购、参与配股等方式 (不进行二级市场投资) 持有较多的证券资产, 2012 年和 2013 年, 受国内资本市场整体低迷等因素影响, 公司未进行证券资产的处置, 相关业务收入为 0。2014 年, 国内资本市场行情较好, 公司进行了证券资产处置, 该部分业务收入有较大增长。2014 年及 2015 年 1~6 月, 公司该证券处置业务收入分别为 8.82 亿元和 9.30 亿元。

截至 2015 年 6 月末, 公司所持有的股票与基金资产按当时时点的市价余额为 13.82 亿元, 公司持有主要证券明细表如下表所示。

表9 截至 2015 年 6 月底公司持有主要证券明细表 (单位: 万元)

证券名称	期末余额	证券名称	期末余额
中煤能源	596.12	柏堡龙	2.03
中国石油	1,677.97	万林股份	0.94
中国神华	1,753.49	科迪乳业	0.49
云铝股份	91.97	嘉实 300	5,342.35
建设银行	4,175.41	广发大盘	12,222.66
海普瑞	3.40	青岛国信招商创业投资基金合伙企业 (有限合伙)	10,000.00
爱施德	6.20	嘉实元和直投封闭混合型发起式基金	1,127.57
华仁药业	5,933.68	泰信基金-工行-资本投资公司	36,582.00
浦发银行	2,041.98	招商财富-招商银行-国信金控 B 类(双星-17B234)	41,538.33
招商银行	2,194.04	平安大华基金增利 1 号资产管理计划	3,000.00
濮阳惠成	0.66	东海瑞京-浦发银行-瑞龙 9 号赛轮定增	2,700.00
文科园林	1.34	鑫茂科技定增	7,249.50

资料来源: 公司提供

公司上述证券大部分为蓝筹股, 认购时间较早, 且主要通过认筹新股、配股等方式获取, 因此, 公司上述证券资产出现大幅亏损的机率相对较小。同时, 公司设置了专业的管理部门和人员, 可根据资本市场变化, 适时调整处置计划, 因此相关业务开展较为平稳。

整体看, 近两年公司证券处置业务收入规模增长迅速, 证券资产质量较高。但该业务受资本

市场走势的影响较大，需关注由此带来的经营风险。

直接投资业务

公司直接投资业务发展迅速，目前已经逐步参股了银行、基金、信托等多家金融机构，由于参股企业经营业绩良好，公司投资收益逐年增长。公司近三年主要投资分红如下表所示：

表 10 公司 2012~2014 年股权投资分红收入（单位：万元）

年份	参股公司	分红收益
2012 年	青岛银行股份有限公司	2,489.50
	中国银联股份有限公司	1.27
	青岛美特容器有限公司	48.00
	华电青岛发电有限公司	900.00
	合计	3,438.77
2013 年	华电青岛发电有限公司	15,422.00
	青岛银行股份有限公司	3,065.29
	青岛出版传媒股份有限公司	113.10
	合计	18,600.39
2014 年	华电青岛发电有限公司	193.00
	青岛银行股份有限公司	3,503.20
	泰信基金管理有限公司	50.00
	陆家嘴国际信托有限公司	6,325.17
	青岛农村商业银行股份有限公司	5,000.00
	合计	15,071.37
2015 年 1~6 月	华电青岛发电有限公司	23,339.15
	青岛银行股份有限公司	13,326.97
	陆家嘴国际信托有限公司	7,749.34
	青岛农村商业银行股份有限公司	5,000.00
	合计	49,415.46

资料来源：公司提供

公司逐渐加大股权投资力度，2011 年，公司在已有青岛银行股份有限公司、泰信基金管理有限公司等金融机构股权基础上，进一步扩大金融服务板块。2011 年，公司作为发起人参与筹建了青岛农村商业银行股份有限公司，持有其 10% 的股权，为第一大股东；作为青岛银行股份有限公司的股东之一，参与了青岛银行股份有限公司 2011 年的增资，增资完成后持股比例为 17.13%，为第二大股东；参股陆家嘴国际信托有限公司，持股比例为 28.39%，为第二大股东。

表 11 截至 2015 年 6 月底公司主要控股/参股金融机构情况表

参股金融机构	股份比例	控制/影响	入股时间
青岛农村商业银行股份有限公司	10.00%	有董事席位	发起人，2011 年
青岛银行股份有限公司	17.13%	有董事席位	2005 年 12 月
陆家嘴国际信托有限公司	28.39%	有董事席位	2011 年 9 月
泰信基金管理有限公司	25.00%	有董事席位	发起人，2003 年
中路财产保险股份有限公司	35.00%	有董事席位	发起人，2014 年

资料来源：公司提供

① 青岛农村商业银行股份有限公司

青岛农村商业银行股份有限公司（以下简称“青岛农商行”）是经国务院同意、中国银监会批准，在青岛市农村信用社（农村合作银行）的基础上，以新设合并方式组建而成的股份制商业银行。2011 年，公司作为发起人参与青岛农商行的新设合并重组事项，2012 年 6 月，青岛农商行

正式成立。截至目前，公司持有青岛农商行 10% 的股权，与青岛国际机场集团有限公司并列成为青岛农商行的第一大股东。

根据青岛农商行 2014 年年度报告，截至 2014 年末，青岛农商行各项存款余额 1,201 亿元，较年初增加 142 亿元，各项贷款余额达到 862 亿元，较年初增加 115 亿元，存贷款增量均居青岛各金融机构第一位；国际业务结算量、外汇交易量分别达到 103 亿美元和 108 亿美元；实现营业收入 55.8 亿元，净利润 17.03 亿元；上缴各类税收 11 亿元，其中地方税收 6.51 亿元，各项税收及地方税收均居全市各金融机构第 1 位。同时，青岛农商行列国际权威杂志—英国《银行家》“世界银行第 495 位”；青岛企业家联合会公布的“青岛服务业 50 强第 6 位”，均居上榜青岛金融机构第 1 位。截至 2014 年末，青岛农商行五级分类不良贷款余额为 20.7 亿元，占贷款余额总额的 2.4%。截至 2014 年末，青岛农商行拥有营业网点 343 余家，网点遍布城乡，从业员工约 5,000 余名，是青岛市营业网点和从业人员最多、服务范围最广的综合性、多功能地方法人银行。

② 青岛银行股份有限公司

青岛银行股份有限公司（以下简称“青岛银行”）成立于 1996 年 11 月，是我国首批设立的城市商业银行之一，也是青岛唯一两家总行级法人银行之一。2005 年 12 月，公司通过发起方式取得青岛银行股权，2011 年，公司作为青岛银行的股东之一，参与了青岛银行的增资，增资完成后持股比例为 17.13%，为第二大股东。

根据青岛银行 2014 年年度报告，青岛银行已在青岛、济南、东营、威海、淄博、德州、枣庄、烟台等八城市设立 80 家分支机构，65 家自助银行，358 台自助设备，员工 2,500 余人。青岛银行获得了中国银监会“银行业信息科技风险管理研究成果奖”（唯一获奖城商行）、第十八届全国企业管理现代化创新成果二等奖、金龙奖“年度最具创新力中小银行”、金蝉奖“最佳管理创新银行”、金钻奖“最佳城市商业银行”奖项等众多奖项。

③ 陆家嘴国际信托有限公司

陆家嘴国际信托有限公司（以下简称“陆家嘴信托”）是上海陆家嘴金融发展有限公司控股的信托机构，2012 年 2 月经中国银监会批准重新登记，注册资本为 30 亿元。陆家嘴信托前身为青岛海协信托投资有限公司，2011 年，陆家嘴信托经过重组，重新成立并更为现名，其中，国信集团及其全资子公司共出资 8.52 亿元，持股比例达 28.39%。陆家嘴信托以金融控股投资、基金投资、资产管理为重点，从事企业购并、金融及相关产业的投资与管理业务。

④ 泰信基金管理有限公司

泰信基金管理有限公司（以下简称“泰信基金”）由公司等多家国有投资类企业发起，公司的初始投资为 2,500 万元，2008 年与其他股东同步增资至 5,000 万元，持股比例 25%。根据泰信基金官方网站披露，自 2003 年 5 月成立至今，泰信基金已经拥有泰信天天收益货币、泰信先行策略混合、泰信双息双利债券、泰信优质生活股票、泰信优势增长混合、泰信蓝筹精选股票、泰信债券增强收益、泰信发展主题股票、泰信债券周期回报、泰信中证 200 指数、泰信中小盘精选股票、泰信保本混合、泰信中证锐联基本面 400 指数分级、泰信现代服务业股票、泰信鑫益定期开放债券等 15 只开放式基金，形成了较完善的基金产品线。

⑤ 中路财产保险股份有限公司

中路财产保险股份有限公司（以下简称“中路财险”）于 2015 年 4 月 3 日由公司等 8 家公司发起设立，注册资本 100,000 万元。其中，公司出资 2 亿元、持股比例 20%，公司子公司国信金控出资 1.5 亿元、持股比例 15%。公司及所属国信金控合计持有中路财险股权比例达 35%。中路财险是青岛市首家全牌照法人财产保险公司，业务经营范围涵盖非寿险业务的各个领域，包括：

机动车保险，企业/家庭财产保险及工程保险（特殊风险保险除外），责任保险，船舶/货运保险，短期健康/意外伤害保险及上述业务的再保险业务等。

总体看，公司持有的金融机构规模较大，盈利能力较好。

其他金融业务

公司小额贷款业务主要通过全资子公司青岛国信创业小额贷款有限公司（以下简称“国信小贷”）经营。国信小贷是根据青岛市政府国资委《关于国信集团组建青岛国信创业小额贷款有限公司的批复》（青国资规[2013]43号）、山东省金融工作办公室《关于同意青岛国信创业小额贷款有限公司设立方案的批复》（鲁金办字[2014]54号）于2014年3月6日设立。截至目前，国信小贷注册资本30,000万元，其中公司以货币出资15,300万元，持股51%，公司全资子公司金控公司以货币出资14,700万元，持股49%。国信小贷经营范围：在青岛市崂山区区域内办理各项小额贷款；开展小企业发展、管理、财务咨询业务。2014年公司小贷业务实现利息收入3,264.67万元，其中公司小贷业务收入为2,808.49万元，个人小额贷款业务收入为456.17万元。2014年公司小贷业务实现利息净收入2,874.18万元。

公司担保业务主要通过其全资子公司青岛国信融资担保有限公司（以下简称“国信担保”）经营。国信担保是根据青岛市政府国资委《关于国信集团出资设立青岛国信担保有限公司的批复》于2013年12月4日设立。截至2014年末，国信担保注册资本60,000万元，其中公司直接出资1,200万元、占比2%，公司全资子公司金控公司出资58,800万元、占比98%。国信担保经营范围：贷款担保，票据承兑担保，贸易融资担保，项目融资担保，信用证担保；诉讼保全担保，投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务；按照监管规定，以自有资金进行投资。2013年和2014年公司分别实现担保业务收入147.00万元和131.11万元，净保费收入73.50万元和139.06万元。2015年1~6月公司实现担保业务收入81.96万元。

公司主要通过全资子公司青岛国信发展资产管理有限公司（以下简称“国信资管”）从事资产管理业务。国信资管是根据青岛市政府国资委《关于国信集团出资设立青岛国信发展资产管理有限公司的批复》于2013年8月29日设立。截至2014年末，国信资管注册资本10,000万元，其中公司子公司金控公司出资9,800万元，占比98%，由公司出资200万元，占比2%。国信资管经营范围：资产管理、投融资服务、财务管理策划咨询、商务信息咨询、企业管理咨询、投资及投资管理、债权资产投资及重组、经政府及有关监管机构批准的其他资产投资与运营。2014年公司实现资产管理业务手续费及佣金收入1,963.76万元，2015年1~6月公司实现资产管理业务手续费及佣金收入816.33万元。

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

3. 经营效率

2012~2014年，公司营业收入和利润总额年复合增长率分别为140.20%和31.77%，公司经营规模迅速扩大，经营成果稳步提升。2014年度，公司实现营业收入和利润总额分别为27.21亿元和3.58亿元。

近三年，公司应收账款周转率分别为20.09、9.85和25.00次，呈现波动上升趋势，2014年应收账款周转率上升主要是当年收入大幅增加所致。由于公司存货规模较大，公司的存货周转率处

于较低水平，近三年分别为 0.41、0.28 和 1.04 次。公司的资产规模较大，营业收入相对资产规模处于较低水平，所以公司的总资产周转率低，近三年分别为 0.03、0.02 和 0.07 次。

总体看，公司经营效率正常。

4. 经营关注

金融业务风险

公司金融板块业务收入主要来源之一为证券资产处置收入，证券资产处置收入受宏观经济及政策、资本市场行情等影响较大，收入的不确定性风险较大。另外，公司担保业务和小贷业务均面临因客户违约带来的担保代偿风险和贷款回收风险。

房地产经营风险

2010 年以来，国务院及相关部委陆续出台了“国十一条”、“新国十条”，二套房首付及住房按揭贷款利率等一系列抑制房价过快上涨的调控措施，这些政策的出台对房地产市场造成了一定程度的冲击。近三年房地产业务在公司营业收入波动较大。如果未来如果房地产调控政策持续，导致房地产价格出现波动，仍会对公司的房地产业务形成一定程度的冲击，最终会对公司的偿债能力造成影响。

酒店旅游业务经营风险

2011 年 4 月，公司子公司经营管理的海天大酒店停业开始进入拆除重建阶段。长期看，作为青岛市重大接待的主要场所，依托稀缺的海景资源、完善的酒店设施和酒店管理，海天大酒店在青岛市高端酒店市场具有较强的竞争力，酒店改造后将进一步巩固其市场地位。但是，海天大酒店的停业改造短期内会对公司酒店业务收入产生一定不利影响，并为公司未来酒店业务发展带来一定的不确定性。

5. 重大事项

根据 2013 年青岛市政府会议纪要第 138 次《国信集团工作汇报会议纪要》、青岛市政府国资委拟定的地铁资产划转工作方案《关于国信集团地铁资产划转工作有关情况的报告》，公司自 2013 年底开始陆续推进地铁资产划转工作。2014 年 1 月，公司发布《青岛国信发展（集团）有限责任公司关于拟对地铁资产进行置换的公告》，并与 2014 年 2 月召开持有人会议表决通过了相关议案。

2014 年 3 月，国信集团、国信实业与地铁集团签署《青岛市地下铁道公司及地铁一期工程（3 号线）资产等事项划转移交协议》，将国信集团、国信实业所持有的与青岛市地下铁道公司及其所属的实业、房地产以及地铁一期工程（3 号线）等项目相关的资产、负债和所有者权益划转给青岛地铁集团，划转的基准日为 2014 年 2 月 28 号。

地铁划转事项对应注入三块资产情况如下：

海天中心项目，项目已于 2014 年 12 月开工，预计 2018 年 12 月主体封顶。2014 年 12 月，根据青财综【2014】36 号文，青岛市财政局将 40.16 亿元拨付公司（该金额等于原拟注入全部资产的净值）。该笔 40.16 亿元资金已经拨付到位，其中 39.36 亿元增加公司资本公积（在吸收投资收到的现金中体现），0.80 亿元冲减与青岛市财政的往来款。

青岛国际会展中心北侧地块开发项目，目前土地出让规划条件已获批复，预计 2015 年 11 月份可完成相应土地出让金缴纳，预计可获得注入资金约 10 亿元。

截至 2014 年底，公司已将财政局专项借款 4 亿元增加资本公积。

总体看，公司资产质量和资本结构得到明显改善。

6. 未来发展

公司将通过市场化、企业化运作，以实业项目为基础，以资本运作、资产管理和投融资为手段，按照产融结合、相关多元的发展原则，着力拓展市场化经营领域和优质经营性资产，全面实现资产规模扩张、营业收入水平提升和盈利能力提高，建立投资控股集团运作模式，通过母子公司协同发展，实现做大做强的目标。公司具体发展目标如下：

(1) 大力开展创业投资、股权投资和基金管理业务，稳步培育发展创投基金、PE 基金以及产业投资基金，管理运作政府设立的蓝色基金、高新基金和各类政府性引导基金，积极参与蓝色硅谷科技孵化基地建设，促进青岛市高新技术产业、战略性新兴产业和蓝色高端产业的发展，以及创新型城市建设。

(2) 突出强化发展优质企业投资，打造综合性投资控股集团。通过开展专业化投资与资本运作，参股银行、基金、信托等金融机构和电力、石化等能源机构，投资各类地方优质企业和机构，构建地方综合投资控股集团，提升青岛市金融、能源等行业规模实力和辐射能力，完善地方金融、能源、旅游等业务生态，服务蓝色经济发展。

(3) 积极实施蓝色硅谷核心区开发建设和城市功能性开发投资，全面参与新一轮城市发展战略实施。全面参与蓝色硅谷核心区开发建设，积极参与蓝色硅谷核心区一级土地开发、千万平米科技孵化器、千万平米人才公寓及其它综合性配套项目建设。推动城市功能性开发和服务，重点推进第二条海底隧道、海天大酒店改造、会展四期、地下空间开发等城市功能性开发项目。

(4) 以酒店、会展、体育中心、老年公寓项目为平台，大力拓展现代服务业。与国内外知名酒店管理咨询机构合作，科学制定了海天综合体工程建设规划方案，方案设计，前期准备已就绪，并已开工建设，将建成一个能代表青岛市的地标项目，成为一个全新的多功能综合项目。积极研究高端养老机构和养老产业的发展模式，并力争实现突破。

(5) 着力构建“融投贷保”一体化综合金融服务体系，加快推动青岛市金融业发展。在金融投资业务上，公司未来将重点推进银行、保险、信托“三大”金融机构发展，积极参股银行、证券、期货、基金、保险等金融机构；推动创投、担保、资产管理、融资租赁“四小”综合金融服务机构，已设立并开展运营国信融资担保公司、国信发展资产管理公司、青岛国信资本投资有限公司和青岛国信创业小额贷款有限公司。

总体看，公司未来发展方向明确，发展目标的顺利执行有望提升公司的盈利能力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2012~2014 年度财务报告经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2015 年 1~6 月的财务报表未经审计。合并范围方面，2012 年，新设立青岛国信蓝色硅谷发展有限责任公司等 3 家子公司；2013 年，有两家子公司不再纳入合并报表范围，新设青岛国信文化体育产业有限公司等 5 家子公司；2014 年，整体划转青岛地下铁道公司不再纳入合并报表范围，新设立青岛国信创业小额贷款有限公司等 5 家子公司。公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。公司已按照 2014 年财政部新颁布或修订了《企业会计准则第 2 号—长期股权投资》等一系列会计准则对 2014 年的财务报表进行了处理，并对 2012 年和 2013 年的财务报表部分数据进行了追溯调整。

截至 2014 年 12 月底，公司合并资产总额 381.89 亿元，负债合计 225.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）156.18 亿元。2014 年公司实现营业收入 27.21 亿元，净利润（含少数股东损益）

3.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.09 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.03 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 386.57 亿元，负债合计 227.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）159.55 亿元。2015 年上半年，公司实现营业收入 11.91 亿元，净利润（含少数股东损益）3.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.83 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.85 亿元。

2. 资产质量

2012 年~2014 年，随着纳入合并范围的子公司数量增加，公司资产规模波动增长。但由于 2014 年公司整体划转青岛地下铁道公司不再纳入合并报表范围，导致当年资产规模有所下降。2012 年~2014 年公司资产规模复合增长率为 1.83%。截至 2014 年底，公司资产总额为 381.89 亿元，其中非流动资产占比 77.33%，非流动资产占比较高。

流动资产

近三年来，随着业务的发展，公司存货和其他流动资产增长较快，带动流动资产总额呈小幅上升趋势，年复合增长率为 3.22%。2014 年底，公司流动资产构成较以前年度变化较大，主要以货币资金（占比 17.14%）、其他应收款（占比 16.00%）、存货（占比 26.60%）、其他流动资产（占比 33.78%）为主。

2012 年~2014 年底，公司货币资金规模较大且不断下降，三年复合降低 42.06%，2013 年底货币资金较年初减少 21.63 亿元，主要系当年上缴市财政地铁资本金 15.40 亿元，蓝色硅谷、体育场改造等项目工程款 10.69 亿元所致，2014 年底货币资金较年初下降 34.27%，主要是当年暂时闲置资金用于购买银行理财产品所致。截至 2014 年底，公司货币资金余额为 14.84 亿元，其中有使用限制的资金货币资金为 1.31 亿元，占比为 8.83%，主要包括用于借款保证金的银行存款 1.30 亿元。

2012 年~2014 年底，公司其他应收款波动下降，三年复合下降 6.81%，2013 年末，公司其他应收款较年初增加 68.34%，主要是由于当年上缴市财政地铁资本金，新增市财政往来款 15.40 亿元所致。2014 年末，公司其他应收款较年初下降 48.41%，主要系地铁资产的划转导致青岛市财政局往来款减少了 15.40 亿元，以及新增的未收到财政款 2.5 亿元所致。截至 2014 年底，公司其他应收款净额为 13.85 亿元，其中一年期以内的占比 57.48%，其他应收款共计提坏账准备 2.03 亿元，前五大其他应收款金额占比为 85.27%。

2012 年~2014 年底，公司存货规模逐年增加，复合增长 26.07%，2013 年末，公司存货较年初增加 15.75%，主要系当年即墨雍翠湾项目和伊春路项目房地产开发成本增加所致。2014 年末，公司存货较年初增加 37.31%，，主要是海天中心项目拟出售的部分物业项目分摊了土地出让金成本，使相关房地产存货价值有所增长所致。2014 年末，公司存货规模为 23.03 亿元，主要包括房地产存货（占比 86.12%）和未开发的土地（占比 13.76%）。公司已计提存货跌价准备 0.04 亿元，主要是公司对比周边房地产市场情况不存在明显跌价情形。

截至 2014 年底，其他流动资产新增 29.25 亿元，主要包括理财产品 23.35 亿元和信托投资 5.89 亿元。

整体看，由于公司购买理财产品增加以及海天中心项目拟出售的部分物业项目分摊了土地出让金缴纳款，使相关房地产存货价值有所增长，公司流动资产结构变化较大，流动性一般。

非流动资产

2012 年~2014 年底，公司非流动资产呈小幅波动上升态势，三年复合增长率 1.43%。截至 2014

年底,公司非流动资产规模达 295.30 亿元,以固定资产(占比 28.84%)、长期应收款(占比 24.86%)和无形资产(占比 16.03%)、可供出售金融资产(占比 9.04%)、在建工程(占比 3.59%)和长期股权投资(占比 8.95%)为主。

2012~2014 年底,公司固定资产规模增长较快,复合增长率达 28.05%。近三年公司固定资产构成变化不大,主要为隧道工程、房屋及建筑物和机器设备。截至 2014 年底,公司固定资产账面净值 85.28 亿元,其中隧道工程占比 40.46%、房屋及建筑物占比 51.67%,机器设备占比 6.70%。截至 2014 年底,公司固定资产累计计提折旧 9.99 亿元,固定资产成新率为 89.51%,成新率较好。公司已计提减值准备 1,072.39 万元。公司将子公司国信实业原值为 7,985.67 万元的房屋抵押。

2012~2014 年底,公司在建工程波动较大,三年复合下降 55.31%。2013 年末,公司在建工程余额较年初增加 36.57%,主要系地铁工程、海天中心项目建设和海洋实验室 3 期项目新增投入的增加所致。2014 年,由于地铁公司不再纳入公司合并范围,地铁一期项目、火车站周边改造、原地铁一期等项目也相应转出,同时公司将海天综合体项目以注资形式投资给海天中心建设有限公司,部分列入房地产存货导致在建工程大幅减少。截至 2014 年底,公司在建工程规模为 10.59 亿元,已计提减值准备 40.34 万元。

2012~2014 年底,公司长期应收款年均小幅下降 3.79%。截至 2014 年底,长期应收款规模为 73.41 亿元,主要为子公司国信实业向国家开发银行申请地方基建贷款后支付建设单位产生的债权,国信实业享有相应基建项目的收益抵押权。公司预计长期应收款回收情况较好,因此未计提坏账准备。

2012~2014 年底,公司无形资产呈波动增长态势,复合增长率为 89.99%,主要系 2014 年海天中心项目缴纳土地出让金所致。截至 2014 年末,公司无形资产净值为 47.34 亿元,主要为土地使用权(占比 99.13%)。2014 年底公司无形资产已累计摊销 1.12 亿元。

2012~2014年底,公司可供出售金融资产基本保持稳定,复合增长率为-0.78%。公司已于2014年执行了新会计准则将部分长期股权投资调整至可供出售金融资产,并对2012年和2013年的可供出售金融资产金额进行了追溯调整。截至2014年末,公司可供出售金融资产余额为26.69亿元,较年初小幅增加3.02%;其中,以公允价值计量的股票和基金占39.18%,以成本计量的权益工具占60.82%。以成本计量的权益工具前五大被投资单位明细如下表所示。截至2014年底,子公司国信实业已将持有的光大银行股票5,534.30万股进行了质押。联合评级将关注以公允价值计量的股票和基金的市场波动风险以及以成本计量的权益工具的减值风险。

表 12 截至 2014 年底公司以成本计量的权益工具前五大被投资单位明细表 单位: 亿元

投资项目	原值	占比
青岛银行股份有限公司	6.83	40.61%
华电青岛发电有限公司	2.51	14.91%
中国石化青岛炼化有限公司	2.50	14.87%
青岛海创开发建设投资有限公司	2.00	11.90%
大唐黄岛发电有限责任公司	0.99	5.91%
合计	14.83	88.19%

资料来源: 公司提供

2012~2014 年底,公司长期股权投资增长较快,三年复合增加 39.58%,2013 年末,公司长期股权投资余额较年初增加 16.07%,主要系联营公司按权益法核算价值增加所致。截至 2014 年末,

公司长期股权投资余额为 26.42 亿元，较年初增长 67.86%，主要系新增对联营企业投资所致。截至 2014 年底公司长期股权投资明细如下表所示。

表 13 截至 2014 年底公司长期股权投资明细表 单位：%、亿元

投资项目	持股比例	期末余额	核算方法
青岛农村商业银行股份有限公司	10.00	11.83	权益法
陆家嘴国际信托有限公司	28.39	11.09	权益法
中路财产保险股份有限公司	35.00	3.50	权益法
合计	--	26.42	--

资料来源：公司提供

2012~2014 年底，公司其他非流动资产波动较大，三年复合降低 23.26%，2013 年末，公司其他非流动资产余额为 46.84 亿元，较 2012 年增长 111.77%，主要系当年增加了隧道接线工程、体育场、蓝谷道路建等非流动资产项目所致。2014 年末，公司其他非流动资产余额为 13.02 亿元，其中包括对蓝色硅谷核心区土地一级开发整理的支出、道路建设、蓝色硅谷核心区规划馆、南泊河整治等，较上年降低 72.21%，主要系 2014 年度体育中心达到转资条件入固定资产所致。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额为 386.57 亿元，较年初增加 1.23%，仍以非流动资产（占比 75.44%）为主，资产结构较为稳定。

总体看，公司资产规模较大，近三年波动增长，构成以非流动资产为主，流动性一般。

3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债规模呈波动下降态势，三年复合下降 1.53%。截至 2014 年底，公司负债合计 225.71 亿元，其中流动负债占比 33.26%，非流动负债占比 66.74%，公司负债结构以非流动负债为主。

负债

2012~2014 年底，公司流动负债规模不断上升，年均复合增长率为 26.58%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 75.06 亿元，主要包括短期借款（占比 34.67%）、应付账款（占比 22.26%）和其他流动负债（占比 26.79%），且近三年所占比例变化较大。

2012~2014 年底，公司资金需求增大，短期借款呈持续上升态势，三年复合增长率为 155.05%。截至 2014 年底，公司短期借款余额达 26.02 亿元，公司短期借款主要分为抵押借款、保证借款和质押借款，金额分别为 2.00 亿元、14.00 亿元和 10.02 亿元。

2012~2014 年底，应付账款均呈持续上升态势，三年复合增长率为 23.65%。截至 2014 年底，公司应付账款为 16.71 亿元，主要为应付的工程施工款。2013 年末，公司应付账款较年初增加 38.01%，主要系体育场改扩建、会展三期改扩建以及蓝谷暂估道路建设工程款增加所致。2014 年末，公司应付账款余额较上年增加 10.78%，主要是公司蓝色硅谷新增海洋实验室三期、道路暂估工程款增加所致。

2012~2014 年底，由于公司 2014 年发行短期融资券 20.00 亿元，导致公司其他流动负债近三年复合增长率为 40.96%，截至 2014 年，公司其他流动负债为 20.11 亿元。

公司流动负债的其他项目包括预收款项、其他应付款、应付利息、应付职工薪酬、一年内到期的非流动负债和应交税费，占比相对较小。

2012~2014 年底，公司非流动负债规模逐年降低，三年复合下降 9.98%，主要是长期借款下降幅度较大所致。截止 2014 年底，公司非流动负债为 150.64 亿元，以长期借款（占比 56.74%）、

应付债券（占比 31.33%）和长期应付款（占比 9.99%）为主。

2012~2014 年底，公司长期借款呈持续下降态势，复合下降 20.34%，主要系 2013 年公司归还银行到期贷款本金共 8.17 亿元、2014 年青岛地铁一期工程（3 号线）项目贷款随地铁资产划转而减少所致。截至 2014 年末，公司长期借款为 85.47 亿元，全部为信用借款、保证借款和质押借款。

2012~2014 年底，公司应付债券呈逐渐上升趋势，复合增长 5.86%，主要系 2014 年公司发行中期票据 5 亿元所致。截至 2014 年末，应付债券总额为 47.19 亿元，全部为公司以往年度发行的企业债券和中期票据。

2012~2014 年底，公司长期应付款增长幅度较大，三年复合增加 1840.16%，截至 2014 年底，公司长期应付款为 15.06 亿元，主要系公司与中国外贸金融租赁有限公司合作开展融资租赁业务新增应付租金所致。公司长期借款、应付债券和长期应付款中的有息债务部分的还款日分布在 2015 年至 2035 年之间，还款日期较为分散，缓解了公司长期债务的集中支付压力。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计为 227.02 亿元，较年初微幅增加 0.58%，基本保持不变。公司负债中非流动负债占比 64.33%，流动负债占比 35.67%，较年初变化不大，仍以非流动负债为主。

2012~2014 年，公司有息债务规模波动下降，三年复合下降 1.99%。截至 2014 年底，公司全部债务为 180.52 亿元，短期债务占比为 18.19%，主要为长期债务，债务结构较为合理。由于公司整体负债规模的降低及长期债务的下降，截至 2014 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 59.10%、53.61%和 48.60%，较上年底均有所下降。

截至 2015 年 6 月底，公司有息债务规模达 185.56 亿元，较年初增长 2.79%，主要由于短期借款的增长导致。截至 2015 年 6 月底，公司有息债务中长期债务占比为 77.06%；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 58.73%、53.77%和 47.26%，较年初基本稳定。

整体看，公司债务主要以长期债务为主，公司资产负债率和整体债务处于可控水平。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益平稳增长，三年复合增长 7.34%，主要系公司吸收投资增加和未分配利润增加所致。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 156.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 154.83 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 19.38%，资本公积占 70.50%，盈余公积占 1.61%，未分配利润占 7.84%。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 159.55 亿元，小幅增加了 2.16%，主要系公司未分配利润增加所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益 158.22 亿元，其中，实收资本占 18.96%，资本公积占 69.49%，盈余公积占 1.58%，未分配利润占 9.92%，较年初变化不大。

整体看，公司吸收投资及未分配利润的增加提高了公司的所有者权益规模，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较高。

4. 盈利能力

2012 年~2014 年，公司分别实现营业收入 4.71 亿元、6.73 亿元和 27.21 亿元，由于金融业务中证券处置收入和房地产业务收入的增加，2014 年公司收入增长幅度较大。近三年净利润分别为 2.02 亿元、2.27 亿元和 3.28 亿元，归属于母公司的净利润分别为 2.03 亿元、2.33 亿元和 3.35 亿元。

从期间费用来看，近三年公司期间费用较高，主要为财务费用和管理费用。由于公司有息债务规模的扩大，同时由于部分在建工程完工转入固定资产，项目对应的利息支出无法资本化并逐步转入财务费用科目进行核算，导致近三年公司财务费用增长幅度较大，年均复合增长率为95.59%，2014年度为5.33亿元。近三年管理费用均呈稳步增长态势，年均复合增长率分别为4.34%，主要是公司资产减值准备增加和管理人员增加（新设金融公司等）及薪酬制度改革导致职工薪酬费用增加所致，2014年度为2.67亿元。销售费用基本保持稳定，近三年复合增长率为-0.32%，在期间费用中占比较小。2012~2014年，公司费用收入比分别为87.33%、101.73%和30.39%，受收入增加的影响，费用收入比波动幅度较大。整体看，公司费用控制水平一般。

2012~2014年，公司投资收益增长幅度较大，复合增长率为71.96%，2014年投资收益为5.72亿元，主要为青岛农商行和陆家嘴信托权益法核算以及参股企业分红等。近三年营业外收入复合下降18.13%，2014年度为2.32亿元，公司营业外收入主要是收到胶州湾海底隧道、体育中心和大剧院等项目的政府补贴收入。

从盈利指标看，受投资公司特点和营业收入确认政策的影响，公司营业利润率2012~2014年分别为27.87%、29.52%和19.25%，总体看处于下降趋势。但由于投资收益和政府补助（隧道收费转化）增加，净利润逐年增长，近三年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率持续增加，2014年分别为2.58%、2.32%和2.17%。由于公司承担了多项基础建设项目的投资建设与运行，部分项目公益性较强，导致了公司多项盈利能力指标偏低。

2015年1~6月，公司实现营业收入11.91亿元，同比上升385.73%；实现净利润3.53亿元，其中归属于母公司净利润为3.55亿元。

整体看，由于公司证券处置收入、隧道和房地产业务收入的增加，公司收入水平大幅增加，由于公司承担了多项公益性较强基础建设项目，盈利指标偏低，但随着隧道、金融投资、海天大酒店等经营项目产生经济效益，未来公司盈利能力有望提升。

5. 现金流

从经营活动看，2012年~2014年，公司经营活动现金流入量分别为9.36亿元、14.62亿元和27.59亿元，公司经营活动现金流出量分别为7.90亿元、8.18亿元和27.50亿元，均与公司的营业收入变化情况一致。公司2012~2014年经营活动净现金流呈一定的波动态势，分别为1.46亿元、6.44亿元和892.86万元。近三年，公司现金收入比分别为178.31%、178.32%和26.37%，主要由于2012年和2013年商品房项目预售款流入增加使得当年现金收入比较高。

从投资活动看，近年来，公司不断购建固定资产，同时加大对外金融投资支出，导致投资活动现金流持续表现为净流出且规模较大。2012年~2014年，公司投资活动现金流量净额分别为-36.92亿元、-14.34亿元和-73.72亿元。

从筹资活动来看，2012年~2014年，公司筹资活动现金流量净额分别为45.05亿元、-13.73亿元和64.60亿元，波动较大。由于公司前两年承接了多项青岛市政府交予的重大基础设施项目建设，公司相应增加银行借款和发行债券融资规模所致。2013年公司筹资活动现金净流量为负，主要是当年划转青岛市财政局地铁资本金所致。2014年，公司吸收投资收到现金39.90亿元，并新增融资净额36.63亿元导致筹资活动现金净流入大幅上升。

2015年1~6月，经营活动产生的现金流净额同比增长了1226.93%至5.83亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.17亿元；筹资活动产生的现金流量净额为4.20亿元，同比下降了81.78%。

总体看，公司近年来投资活动较多，经营活动现金流和投资活动现金流一般，但公司受政府

支持力度较大，筹资活动产生的现金流能满足投资活动需求，公司现金流压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012~2014 年底，公司流动比率分别为 1.73 倍、1.10 倍和 1.15 倍，速动比率分别为 1.43 倍、0.87 倍和 0.85 倍。由于公司 2013 年将大部分暂时闲置货币资金用于购买银行理财产品，导致当年流动比率和速动比率有所下降。同样的原因导致公司现金短期债务比由 2012 年底的 3.96 倍下降至 2013 年的 1.17 倍，加上公司 2014 年海天土地出让金缴纳，2014 年底现金短期债务比下降至 0.50。2014 年公司经营现金流动负债比率为 0.12，经营活动净现金流对流动负债的覆盖不足。由于理财产品全部是短期，且土地出让金上交后又对价注入，总体看公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2012~2014 年，受净利润增长的影响，公司 EBITDA 持续增加，三年分别为 5.63 亿元、9.71 亿元和 12.27 亿元。由于公司有息债务和利息支出均较大，近三年公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.81 倍、1.44 倍和 2.18 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.03 倍、0.05 倍和 0.07 倍，经营现金债务保护倍数分别为 0.01 倍、0.03 倍和 0 倍，整体看，公司长期偿债能力有待提升。考虑到公司拥有一定规模的货币资金以及可供出售金融资产和质量较好的长期股权投资，该等资产的变现能力对公司偿债能力起到较好的支撑作用。

截至 2015 年 6 月底，公司共获得银行授信额度 186.24 亿元，已使用 125.05 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年 6 月底，公司对外担保共计 5 亿元，系为“07 青岛国信债”担保人交通银行股份有限公司青岛分行提供的反担保。

截至 2015 年 6 月末，公司及其子公司涉及标的金额超过 1,000 万元的尚未了结的或者标的金额未超过 1,000 万元且尚未了结的但可能对公司造成较大影响的诉讼与仲裁事项的具体情况如下：

(1) 青岛海鲨游艇旅游有限公司（以下简称“海鲨公司”）借贷纠纷引发民事诉讼，山东省青岛市中级人民法院于 2014 年 7 月 10 日作出判决，判决海鲨公司于判决书生效之日起十日内偿还国信资管借款本金 937.27 万元及利息（该利息自 2013 年 12 月 17 日起至实际给付之日按中国人民银行规定的银行同期贷款利率的四倍计算）和律师费 36.24 万元，保证人青岛华澳船舶制造有限公司、自然人田新、曲梅承担连带清偿责任。该案件因被告方提起二审上诉而使一审判决尚未生效，被告方目前去向不明造成山东省高级人民法院无法将二审相关法律文书送达。(2) 青岛德诚矿业有限公司（以下简称“德诚公司”）借贷纠纷引发民事诉讼，山东省青岛市中级人民法院于 2014 年 12 月 2 日作出判决，判决德诚公司于判决书生效之日起十日内偿还国信资管借款本金 4,550.00 万元、逾期利息（以本金 4,550.00 万元为基数，自 2014 年 5 月 28 日起按中国人民银行规定的银行同期贷款利率的四倍计算至判决书确定的给付之日止）、律师费 49.3170 万元、差旅费 2.5743 万元，保证人青岛佳欣置业有限公司、德正资源控股有限公司、自然人陈基隆和胡庆林承担连带清偿责任。截至 2015 年 6 月末，上述案件一审判决已生效，山东省青岛市中级人民法院已就上述判决查封被告方相关资产，案件进入执行阶段。(3) 豪第融资性担保业务代偿纠纷引发民事诉讼，国信担保代偿后行使担保人追索权未果，而以青岛豪第建筑工程有限公司和豪第投资置业有限公司（以下简称“豪第置业”）作为共同被告向山东省青岛市中级人民法院提起诉讼。2015 年 5 月，法院予以立案并查封了被告豪第置业相关资产。2015 年 6 月，开庭审理，而被告未能到庭，后被告提出管辖权异议，目前法院尚未就管辖权异议做出裁定。

总体看，公司长期债务负担较重，由于有息债务规模和利息费用较大。考虑到公司的城市交

通、文体等业务性质获取的政府补贴收入稳定性很好，公司的盈利能力有较好保障；加之，公司在建项目建成投入运营，以及一定规模可供出售金融资产和长期股权投资的变现能力对公司整体偿债能力起到较好支撑作用。整体上公司整体偿债能力较强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月底，公司债务总额为 185.56 亿元，本次拟发行的公司债规模为不超过 25 亿元，本次债券发行额度占公司债务规模的 13.47%。

以 2015 年 6 月底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 25 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.23%、56.89% 和 51.29%，债务负担有所加重，但仍属可控。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 27.59 亿元元和 0.09 亿元，对于本次债券发行额度（25 亿元）的保护倍数分别为 1.10 倍和 0.0036 倍；公司 2014 年 EBITDA 为 12.27 亿元，对本期债券（25 亿元）的保护倍数为 0.49 倍。公司经营活动现金流入量对本次债券的保护程度较好，经营活动现金净流量和 EBITDA 对本次债券保护程度一般。

未来，随着公司类金融、交通、酒店等现代服务业和城市功能建设业务的进一步发展，公司资产规模和盈利能力有望进一步增强。考虑到公司的国有独资背景，公司受到青岛市政府的大力支持，以及公司较大的资产规模和较为稳健的盈利能力，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为青岛市国有独资公司，其资产规模大、业务经营稳健，受政府支持力度强。公司金融产业布局良好，持有的银行、保险、信托和基金等金融机构盈利能力强，为公司提供较好的投资收益；同时公司的小贷、担保以及证券经营业务有望为公司提供新的盈利增长点。另外，青岛市旅游资源丰富、交通便利、经济发达，为公司的交通、酒店旅游业和体育文化产业提供了良好的外部环境。同时，联合评级也关注到宏观经济不景气、相关行业政策的变化对公司经营情况和盈利能力产生的不利影响。

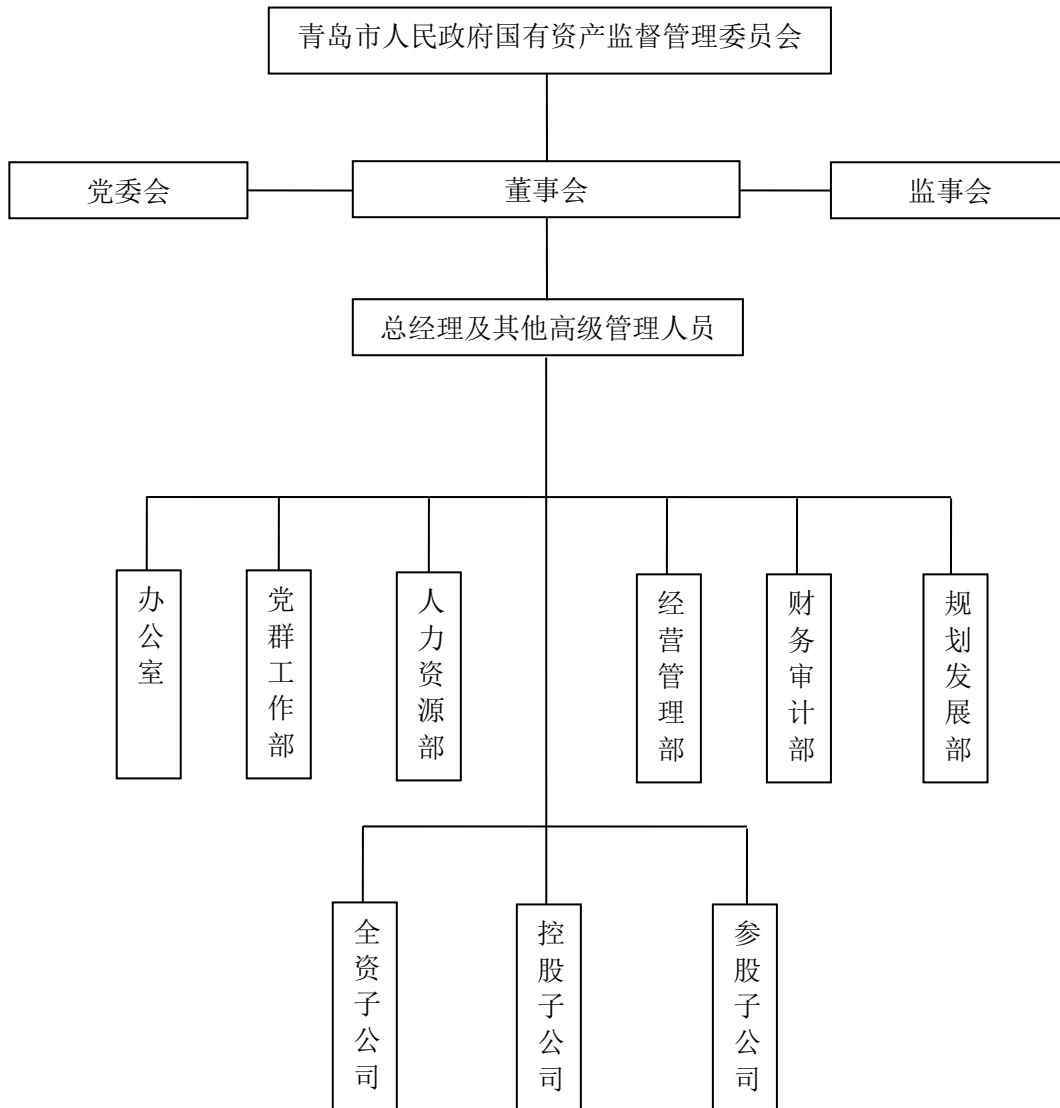
未来，随着公司金融业务、交通、酒店等现代服务业的进一步发展，公司资产规模和盈利能力有望进一步增强。

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

附件 1 青岛国信发展（集团）有限责任公司
一级子公司情况表

子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
青岛国信实业有限公司	200,000.00	100.00
青岛国信金融控股有限公司	300,000.00	100.00
青岛国信置业有限公司	20,000.00	100.00
青岛国际会展中心有限公司	8,000.00	100.00
青岛国信蓝色硅谷发展有限责任公司	100,000.00	100.00
青岛城市空间工程设计研究院有限责任公司	600.00	35.00
青岛国信文化体育产业有限公司	5,000.00	100.00
青岛国信旅游酒店管理有限公司	20,000.00	100.00

附件 2 青岛国信发展（集团）有限责任公司组织架构图



附件 3 青岛国信发展（集团）有限责任公司 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额（亿元）	368.31	400.10	381.89	386.57
所有者权益（亿元）	135.56	146.50	156.18	159.55
短期债务（亿元）	11.15	20.26	32.84	42.57
长期债务（亿元）	176.79	175.06	147.68	142.99
全部债务（亿元）	187.95	195.32	180.52	185.56
营业收入（亿元）	4.72	6.73	27.21	11.91
净利润（亿元）	2.02	2.27	3.28	3.53
EBITDA（亿元）	5.63	9.71	12.27	4.66
经营性净现金流（亿元）	1.46	6.44	0.09	5.83
应收账款周转次数（次）	20.09	9.85	25.00	9.86
存货周转次数（次）	0.41	0.28	1.04	0.34
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	0.07	0.03
现金收入比率（%）	178.31	178.32	26.37	18.50
总资本收益率（%）	1.15	2.02	2.58	1.04
总资产报酬率（%）	1.87	1.82	2.32	1.21
净资产收益率（%）	1.61	1.61	2.17	2.24
营业利润率（%）	27.87	29.52	19.25	30.58
费用收入比（%）	87.33	101.73	30.39	33.73
资产负债率（%）	63.20	63.38	59.10	58.73
全部债务资本化比率（%）	58.10	57.14	53.61	53.77
长期债务资本化比率（%）	56.60	54.44	48.60	47.26
EBITDA 利息倍数（倍）	1.81	1.44	2.18	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.05	0.07	--
流动比率（倍）	1.73	1.10	1.15	1.17
速动比率（倍）	1.43	0.87	0.85	0.88
现金短期债务比（倍）	3.96	1.17	0.50	0.76
经营现金流动负债比率（%）	311.23	883.05	11.90	719.89
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.23	0.39	0.49	--

附件 4 主体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	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款中的有息部分
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 青岛国信发展（集团）有限责任公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

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

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

联合评级将密切关注青岛国信发展（集团）有限责任公司的相关状况，如发现青岛国信发展（集团）有限责任公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

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

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送青岛国信发展（集团）有限责任公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年一月十一日