

## 广州地铁集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；  
维持“15穗地铁MTN001”、“16广州地铁MTN001”、“18广州地铁MTN001”、“18广州地铁MTN002”和“14广州地铁债01/PR穗铁01”、“14广州地铁债02/PR穗铁02”、“14广州地铁债03/PR穗铁03”、“16广州地铁可续期债01/16穗铁01”、“16广州地铁专项债01/16广铁01”、“16广州地铁可续期债02/16穗铁02”、“16广州地铁可续期债03/16穗铁03”和“17广州地铁专项债01/17广铁01”的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司  
信用评级委员会

二零一八年六月二十一日

## 广州地铁集团有限公司 2018 年度跟踪评级报告

发行主体 广州地铁集团有限公司

本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

### 存续期中期票据列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
15 穗地铁 MTN001	60	2015/5/15~ 2020/5/15	AAA	AAA
16 广州地铁 MTN001	40	2016/3/28~ 2021/3/28	AAA	AAA
18 广州地铁 MTN001	30	2018//5/9~ 2023/2/9	AAA	AAA
18 广州地铁 MTN002	30	2018/4/16~ 2023/4/16	AAA	AAA

### 存续期企业债列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
14 广州地铁债 01 /PR 穗铁 01	20	2014/4/2~ 2024/4/2	AAA	AAA
14 广州地铁债 02 /PR 穗铁 02	30	2014/6/3~ 2024/6/3	AAA	AAA
14 广州地铁债 03 /PR 穗铁 03	30	2014/8/11~ 2024/8/11	AAA	AAA
16 广州地铁永续期债 01/16 穗铁 01	26	2016/1/26~ 2019/1/26	AAA	AAA
16 广州地铁专项债 01 /16 广铁 01	40	2016/4/28~ 2026/4/28	AAA	AAA
16 广州地铁永续期债 02/16 穗铁 02	20	2016/7/25~ 2019/7/25	AAA	AAA
16 广州地铁永续期债 03/16 穗铁 03	24	2016/8/16~ 2019/8/16	AAA	AAA
17 广州地铁专项债 01/17 广铁 01	30	2017/8/9~ 2027/8/9	AAA	AAA

注：截至 2018 年 6 月 20 日，14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01 余额为 16 亿元，14 广州地铁债 02/PR 穗铁 02 余额为 24 亿元；14 广州地铁债 03/PR 穗铁 03 余额为 27 亿元。

### 概况数据

广州地铁（合并口径）	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	1,983.54	2,269.37	2,664.67	2,747.35
所有者权益合计（亿元）	1,054.27	1,508.15	1,632.81	1,651.96
总负债（亿元）	929.27	761.23	1,031.85	1,095.39
总债务（亿元）	734.47	575.31	672.13	746.21
营业总收入（亿元）	60.26	83.94	91.17	21.41
经营性业务利润（亿元）	-20.65	-22.52	7.73	0.96
净利润（亿元）	0.68	18.50	1.38	0.40
EBIT（亿元）	16.61	35.25	15.84	1.54
EBITDA（亿元）	24.29	45.03	25.05	--
经营活动净现金流（亿元）	1.03	9.69	-114.38	-9.49
收现比（X）	1.13	1.04	1.04	0.94

### 基本观点

中诚信国际维持广州地铁集团有限公司（以下简称“广州地铁”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“15 穗地铁 MTN001”、“16 广州地铁 MTN001”、“18 广州地铁 MTN001”、“18 广州地铁 MTN002”和“14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01”、“14 广州地铁债 02/PR 穗铁 02”、“14 广州地铁债 03/PR 穗铁 03”、“16 广州地铁永续期债 01/16 穗铁 01”、“16 广州地铁专项债 01/16 广铁 01”、“16 广州地铁永续期债 02/16 穗铁 02”、“16 广州地铁永续期债 03/16 穗铁 03”和“17 广州地铁专项债 01/17 广铁 01”债项信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了广州市极强的经济实力，政府对公司大力支持，地铁线路运营良好和业务多元化等对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到未来地铁建设规模较大、土地市场和房地产调控影响以及公司利润受财政补贴影响较大等因素对公司整体信用状况的影响。

### 优势

- 广州市极强的经济实力保障了地铁项目的资金投入。广州市经济实力极强，2017 年实现地区生产总值 21,503.15 亿元，同比增长 7.0%。广州市极强的经济实力保障了地铁项目的资金投入。
- 政府对公司的全力支持。公司在项目资本金、票价补贴和债务置换方面获得广州市政府的大力支持。截至 2018 年 3 月末，公司在建项目到位资本金 479.54 亿元，资本金到位情况较好；2015 年~2018 年 3 月累计取得票价补贴 39.60 亿元，并完成政府债务置换共计 503 亿元，有效延缓了公司债务规模增长，改善了资本结构。
- 公司已开通地铁线路运营良好。截至 2018 年 3 月末，公司已开通地铁线路 13 条（段），运营里程为 390.58 公里。2017 年，广州地铁总客运量 280,254.74 万人次，日均客运量 767.82 万人次，均同比增长 9.42%，最高日客运量 1,002.56 万人次，同比增长 16.11%，实现运营收入 47.88 亿元。
- 公司围绕地铁项目开展多元化经营业务。地铁项目具备较强的外部效应，依托地铁项目，公司积极开展相关商业、沿线土地资源及物业开发和地铁设计、咨询、培训等业务。2017 年，公司实现营业总收入 91.17 亿元，其中非地铁运营业务收入占比达 47.48%。

### 关注

- 地铁建设资金需求较大，给公司带来一定的融资压力。截至 2018 年 3 月末，公司主要在建线路未来仍需投入 1,770.65 亿元，未来公司还将陆续启动 7 条新线建设，较大的资金需求将给公司带来融资压力。

总资产收益率 (%)	0.89	1.66	0.64	0.23
营业毛利率 (%)	6.36	11.58	13.24	20.22
应收类款项/总资产 (%)	3.22	2.26	2.37	2.06
资产负债率 (%)	46.85	33.54	38.72	39.87
总资本化比率 (%)	41.06	27.61	29.16	31.12
总债务/EBITDA (X)	30.24	12.78	26.83	--
EBITDA 利息倍数 (X)	0.68	1.56	0.85	--

注：1、公司所有财务报告执行新会计准则；2、公司 2018 年一季度财务报表未经审计；3、中诚信国际已将计入长期应付款的有息负债纳入长期债务核算；4、中诚信国际已将计入其他流动负债中的有息负债纳入短期债务核算；5、季报中总资产收益率指标为年化数据；6、公司未提供 2018 年一季度现金流量补充表，故相关计算指标失效。

## 分析师

项目负责人：高哲理 [zhlgao@ccxi.com.cn](mailto:zhlgao@ccxi.com.cn)  
项目组成员：袁雨晴 [yqyuan@ccxi.com.cn](mailto:yqyuan@ccxi.com.cn)  
赵琳 [lzhao@ccxi.com.cn](mailto:lzhao@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

2018 年 6 月 21 日

- 土地市场状况及房地产调控影响。“地铁+物业”的综合开发模式为公司利润提供了重要的资金来源，但物业开发业务易受宏观调控政策影响，为公司经营带来一定风险。
- 公司经营性业务对财政补贴依赖较大。地铁票务执行政府指令性价格，轨道交通项目本身盈利性较弱，因此公司利润受财政补贴的影响较大。

## 声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在公开发行的债务融资工具的存续期内进行定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

根据公司提供资料，公司发行 80.00 亿元企业债券（“14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01”、“14 广州地铁债 02/PR 穗铁 02”、“14 广州地铁债 03/PR 穗铁 03”）募集资金全部用于六号线首期、六号线二期、七号线一期和九号线一期等 4 个项目的建设。因公司实际资金需求发生变化，根据《关于变更 14 广州地铁债 01 募集资金用途的议案》、《关于变

更 14 广州地铁债 02 募集资金用途的议案》和《关于变更 14 广州地铁债 03 募集资金用途的议案》，公司通过召开债券持有人会议审议通过并向广东省发改委报备，对企业债券用途进行调整。

截至 2018 年 3 月末，“14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01”、“14 广州地铁债 02/PR 穗铁 02”、“14 广州地铁债 03/PR 穗铁 03”、“16 广州地铁债 01/PR 穗铁 01”、“16 广州地铁债 02/PR 穗铁 02”、“16 广州地铁债 03/PR 穗铁 03”、“16 广州地铁专项债 01/16 广铁 01”、“16 广州地铁专项债 02/16 穗铁 02”、“16 广州地铁专项债 03/16 穗铁 03”和“17 广州地铁专项债 01/17 广铁 01”募集资金共计 220 亿元，已全部使用完毕，均符合使用要求。

表 1：企业债券用途调整（万元）

线路	调整前				调整后			
	14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01	14 广州地铁债 02/PR 穗铁 02	14 广州地铁债 03/PR 穗铁 03	合计	14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01	14 广州地铁债 02/PR 穗铁 02	14 广州地铁债 03/PR 穗铁 03	合计
二八号线						12,000.00	50,000.00	62,000.00
三号线北延						20,000.00	18,000.00	38,000.00
六号线	25,000.00	25,000.00		50,000.00	25,000.00	25,000.00	25,000.00	75,000.00
四号线南延						10,000.00	20,000.00	30,000.00
六号线二期	35,000.00	115,000.00		150,000.00	35,000.00	30,000.00	10,000.00	75,000.00
七号线	60,000.00	90,000.00	100,000.00	250,000.00		50,000.00	50,000.00	100,000.00
八号线北延					15,000.00			15,000.00
九号线	80,000.00	70,000.00	200,000.00	350,000.00	60,000.00	50,000.00	32,000.00	142,000.00
十三号线首期					27,000.00	65,000.00	60,000.00	152,000.00
十四号线					12,000.00	20,000.00	15,000.00	47,000.00
十四号线支线						10,000.00	20,000.00	30,000.00
二十一条线					26,000.00	8,000.00		340,000.00
<b>合计</b>	<b>200,000.00</b>	<b>300,000.00</b>	<b>300,000.00</b>	<b>800,000.00</b>	<b>200,000.00</b>	<b>300,000.00</b>	<b>300,000.00</b>	<b>800,000.00</b>

资料来源：公司提供

## 近期关注

### 广州市经济快速发展，为轨道交通的投资建设奠定了坚实基础

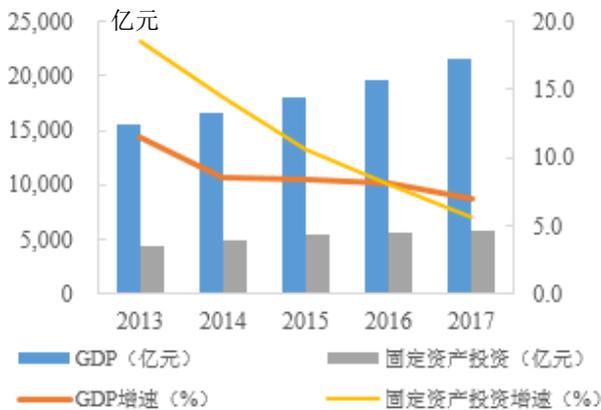
近年来，广州市经济保持快速增长，地区生产总值（GDP）由 2013 年的 15,497 亿元增长到 2017 年的 21,503.15 亿元，复合增长率 8.53%。2017 年，广州市第一产业增加值 233.49 亿元，下降 1.0%；第二产业增加值 6,015.29 亿元，增长 4.7%；第三产业增加值 15,254.37 亿元，增长 8.2%。第一、二、三次产业增加值的比例为 1.09:27.97:70.94。第二、

三产业对经济增长的贡献率分别为 20.9% 和 79.3%。2017 年，广州市人均 GDP 达到 150,678 元，人平均汇率折算为 22,317 美元。

固定资产投资方面，2017 年广州市完成固定资产投资 5,919.83 亿元，其中第一产业完成投资 10.51 亿元，比上年下降 50.3%。第二产业完成投资 751.51 亿元，增长 2.7%；其中，工业完成投资 736.26 亿元，增长 3.1%。第三产业完成投资 5,157.81 亿元，增长 6.4%。具体来看，基础设施投资 1,684.30 亿元，增长 15.3%，占固定资产投资的比重为 28.5%。高技术产业投资 298.49 亿元，比上年增长 1.1 倍，占

固定资产投资的比重为 5.0%。先进制造业投资 467.56 亿元，增长 25.3%，占固定资产投资的比重为 7.9%。

图 1：2013 年~2017 年广州市 GDP 及固定资产投资情况



资料来源：广州市统计公报

总体来看，广州市作为我国改革开放的前沿城市，经济总量位居全国省会以上城市前列。广州市极强的经济水平为民生工程提供了强有力的资金保障。

### 随着城市化进程持续推进，我国城市轨道交通行业仍将处于高速发展时期，关注轨道交通建设与城市经济水平的适应性

轨道交通属于城市公共交通运输业，包括地铁、轻轨、有轨电车、磁悬浮列车等。轨道交通是一种独立运行的有轨交通系统，提供了资源集约利用、环保舒适、安全快捷的大容量运输服务。

轨道交通是经济社会发展到一定阶段的产物。随着我国城市化进程的持续推进，道路交通资源与居民出行需求之间的矛盾日益突出，我国进入地下空间资源开发利用的高速发展期。截至 2017 年末，我国累计有 34 座城市开通运营轨道交通路线，其中 2017 年新增厦门、石家庄、贵阳和珠海 4 座运营城市；轨道交通运营总里程达 5,033 公里，其中地铁 3,884 公里，占比 77.2%，其他制式城市轨道交通运营线路长度约 1,149 公里，占比 22.8%，运营线路中 880 公里为 2017 年新增，同比增长 21.2%；运营线路 165 条，其中 2017 年新增 32 条；车站 3,040 座，其中 2017 年新增 572 座；运营车辆 28,125 辆，较上年同比增长 18.2%。截至 2017 年末，轨道交通

运营线路中包含地铁线路 124 条（3,976.9 公里）和轻轨线路 6 条（203.0 公里）。2017 年轨道交通完成客运量 185 亿人次，较去年同比增长 14.9%，拥有 2 条及以上运营线路的城市已增至 26 个，占已开通城市轨道交通城市的 76.5%。

国家发改委、交通运输部于 2016 年 3 月发布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》提出，将加大力度推进国家已批复规划的城市轨道交通项目实施，完善北京、上海、广州等超大城市和大城市中心城区轨道交通建设，构建多层次、多模式、一体化的城市轨道交通系统。“十三五”时期是交通基础设施重大工程建设的重要阶段，2016 年~2018 年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目 303 项，涉及项目总投资约 4.7 万亿元，其中 2016 年项目 131 个，投资约 2.1 万亿元；2017 年项目 92 个，投资约 1.3 万亿元；2018 年项目 80 个，投资约 1.3 万亿元。城市轨道交通方面，加强规划建设管理，有序推进城市轨道交通建设，逐步优化大城市轨道交通结构，重点推进 103 个项目前期工作，新建城市轨道交通 2,000 公里以上，涉及投资约 1.6 万亿元。

总的来看，我国城市轨道交通行业在“十二五”期间保持着高速发展的态势，“十三五”期间仍将保持较大投资规模。随着在建、拟建线路的建成运营，轨道交通在城市客运系统中将发挥更重要的作用。但由于轨道交通项目投资大，费用高，自身经济效益较差等特点，轨道交通项目的建设对城市经济水平依赖度较高，中诚信将持续关注轨道交通行业的高速增长与城市经济发展水平之间的适应关系。

### 轨道交通属于资本密集型产业，其准公共产品属性和规模经济特征决定了以政府为主导的投融资模式；PPP 建设模式不仅可以分散政府的财政投资压力，还能使社会资本获得一定收益，是城市轨道交通融资模式发展的重要方向

轨道交通是典型的资本密集型产业，建设周期长，一次性投资大，是城市基础设施建设中投资规模最大的工程。除建设成本外，轨道交通项目还面

临高昂的运营费用，包括电力供应、车辆维修、设备维护、人员工资等。

轨道交通作为城市客运系统的重要组成部分，具有准公共产品的特征，是政府提供给居民的一种出行方式，其社会效益往往大于经济效益。另一方面，我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，运营线路少的局面很大程度上制约了运载能力的释放，票款收入远不能覆盖运营费用。

轨道交通的准公共产品属性和规模经济特征决定了在我国轨道交通建设运营初期以政府为主导的投融资模式。因此，轨道交通不仅需要地方政府具备较强的财政实力和融资能力保障项目建设顺利推进，还需要持续的财政投入保障系统的安全运行，地方政府资金支出压力大。目前轨道交通建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、市区共建的模式。在项目资本金的筹集上，由市、区两级政府投入资本金，将地铁建设与沿线土地开发结合，与各区的经济发展结合起来。轨道交通项目投入运营后，地铁沿线的商贸、广告等经营性业务也一并交由地铁公司管理，一般由地铁公司联合专业化投资者，对地铁沿线的广告、商贸统一开发，实现规模和专业化管理，以相关收益弥补运营业务亏损。但由于轨道交通建设成本和后期运营维护成本高昂，加之票价无法实现完全市场化，轨道交通项目难以实现盈利。

近年来各地也在逐步尝试轨道交通项目的市场化运作，改变项目由政府独家运作的模式，广泛吸引国内外企业投资建设，充分发挥企业的积极性，由企业与企业共同筹集资本金，对规划线路实行产权清晰的项目公司运作，不断规范投资、建设、监管和运营。通过对轨道交通建设投资体制的创新，多元化投资主体的引入，相关资源开发，如广告、商贸、地下空间、房地产开发等业务未来也具有很大发展空间。在进行市场化运作过程中，政府多采用 PPP 等方式与企业进行合作。

PPP (Public-Private Partnership) 即政府与社会资本合作，是目前各级政府大力推广的政府项目建设融资方式。政府通过开展 PPP 项目可以充分调动社会资本参与政府类项目，并以项目经营或政府购

买服务等方式给予社会资本回报，从而分散政府的财政投资压力，同时能使社会资本获得一定收益。按照服务于社会经济发展的不同方面，PPP 项目可分为经济、社会和政府三类，轨道交通项目即属于其中的经济类项目。由于具有较强的现金流产生能力，轨道交通项目属于较适合用 PPP 方式建设的项目。2015 年以来，财政部先后发布四批财政部 PPP 示范项目，其中轨道交通项目合计总投资 4,358.76 亿元。对于纳入财政部 PPP 示范项目的建设，财政部将给予财政补贴和奖励等予以支持。此外，多个轨道交通项目也已纳入各地方 PPP 项目库。

截至 2017 年末，我国共有 56 座城市正在进行城市轨道交通路线修建，在建线路 254 条，在建线路长度 6,246.3 公里，较去年同期增长 10.8%。根据我国在建线路可研批复情况，截至 2017 年末，我国已获得城轨交通建设项目批复的城市有 62 座，规划线路总长度为 7,424 公里，批复规划线路总投资 37,018.4 亿元，其中有 16 个城市投资计划超过 1,000 亿元，27 个城市规划线网规模超过 100 公里。由于城市轨道交通建设的巨额投资规模预计将给各地政府财政带来一定资金压力，国家发改委在 2017 年 9 月的城市轨道交通投融资机制创新研讨会中指出，我国城市轨道交通处在快速发展时期，但投融资模式和投资主体单一，实现可持续发展迫切需要推进投融资机制创新。一是要统筹协调轨道交通规划与城市总体规划，发挥轨道交通对城市发展的支撑引领作用。坚持以人民为中心发展理念，打造综合交通枢纽，方便群众出行。二是尽快完善综合开发土地政策，顺应轨道交通投融资创新的需要，协调不同属性土地的管理机制，促进轨道交通沿线和站点周边的物业开发。三是大力推广 PPP 模式，借鉴学习重点城市实施 PPP 项目的实践经验，积极引入社会资本，完善有关的税收政策。四是借鉴国内外先进经验，结合实际科学合理设计票价体系，既要有利于可持续经营，又要体现公益属性，考虑社会承受能力。五是深化研究涉及综合开发的消防、环保等标准和配套政策。加强综合开发、商业运营等专业人才的供给，为行业可持续发展提供保障。

## 在轨道交通项目建设过程中，广州市政府为公司的项目建设提供了有力的资金支持

广州市政府将轨道交通建设项目作为未来一段时期的广州市基础设施建设重点。根据广州市政府对公司投融资体制改革的要求，为进一步推进轨道交通地铁建设投融资体制改革，公司将负责轨道交通沿线物业开发。公司是广州城市轨道交通建设、运营的主体，并在此基础上开展地铁沿线站点周边的物业开发和资源经营以及设计、咨询服务等业务。公司所开展的业务基本没有外来竞争，且在政府政策的支持下，在地铁沿线土地储备、物业开发等领域具有一定的行业垄断优势。

根据广州市人民政府“1995年1号令”，广州市人民政府在市计划委员会设立广州市地铁工程建设资金协调办公室（以下简称“地铁资金协调办公室”），负责组织地铁建设资金的筹集、运用、增值和还贷，并对地铁建设资金实行宏观管理。根据2014年10月国务院发布的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号），2015年开始企业不能新增举借政府债务，后续新增的用于地铁建设的相关债务均不再纳入政府债务范围，由公司自行承担还本付息责任。

2015年6月30日，广州地下铁道总公司改制为广州地铁集团有限公司。轨道交通作为一种准公共产品，具有建设周期长、投资规模大、回收周期长等特点，在轨道交通项目建设过程中，广州市政府为公司的项目建设提供了有力的资金支持。根据《广州市轨道交通市区共建资金管理暂行办法》（穗发改城[2010]170号），部分地铁线路投资将采取市区共建的方式，越秀、荔湾、海珠、天河、黄埔、白云等六区的地铁新线投资额由广州市统筹，番禺、花都、萝岗、南沙四区及增城、从化二市辖区内新线投资额由广州市和区（市）各承担50%。此外，其余部分将通过划拨土地出让收益、上市及融资等渠道进行解决。为进一步支持广州地铁建设，2015年开始，广州市政府每年安排不少于100亿元的专项资金。2016年公司对财政预拨付的专项资金统计口径进行统一，当年已拨入的市政府专项资金包含下一年度的预拨付款项，在该自然年度结束后按照

实际归属当年的专项资金数据进行调整。2018年起，广州市政府每年除安排50亿元专项资金用于地铁建设外，还将沿线土地储备收益拨付至公司进行地铁线路建设资金平衡。经调整后，2015年~2017年，公司分别获得广州市政府轨道交通建设专项资金96.09亿元、100.00亿元和75.92亿元，2018年一季度资金暂未拨付。广州市政府保证了未来城市基础设施建设中轨道交通的突出定位，并对其提供强大的资金保障，为公司未来的发展提供强大的动力。

表 2：近年财政性资金注入（亿元）

	2015	2016	2017	2018.3
市政府专项资金投入	96.09	100.00	75.92	0.00

资料来源：公司提供

同时，为缓解广州市城市轨道交通项目建设的投融资压力，公司提出“地铁+物业”的综合发展方式，并获得广州市政府的批准和支持，即地铁线路与沿线土地的同步规划、同步设计、同步建设、同步经营，实现土地资源开发利用的最大化。根据广州市交通工作领导小组办公室《关于市交通工作领导小组2013年第五次工作会议的纪要》（穗交领会纪[2013]5号），同意沿线物业开发由广州地铁负责统筹，沿线土地一级开发由市本级统筹，具体由广州市发改委指导，广州市土地开发中心负责收储、设立专户单列管理；根据《广州市发展改革委关于印发广州市轨道交通建设及偿债资金筹集和使用管理办法的通知》（穗发改城[2014]74号），广州市财政部门负责按照轨道交通筹集年度计划，将单列专户管理的轨道交通沿线土地一级开发收益拨付广州地铁。此外在税收优惠方面，广州市人民政府明确指出地铁建设工程所需缴纳的各种税费，在广州市权限范围内可免的，应当予以免收；可减的，应减至最低幅度。

政府债务置换方面，公司获得了广州市政府的有力支持。根据广州市政府“1995年1号令”，公司建设地铁产生的债务全部由广州市政府安排专项资金还本付息，公司实际承担的债务金额不大。截至2014年末，公司纳入政府债务核算的债务余额为582.23亿元，2015年~2018年3月，公司

共计完成政府债务置换 503 亿元，取得的债务置换资金全部计入资本公积。

总体来看，作为广州市地铁建设、运营的主体，广州市政府对公司的支持力度很大。随着广州市政府财政实力的增强，以及轨道交通客运需求的增长，未来广州市政府将继续加大对轨道交通的投入，对公司的支持力度也将进一步加大。公司作为国内较早从事轨道交通建设运营的主体，通过 20 多年的发展，在轨道交通建设、运营方面也已经积累了丰富的经验，抗风险能力极强。

### 在建线路稳步推进，但未来较大的投资规模使公司面临一定的投融资压力

线网建设方面，截至 2018 年 3 月末，公司在建线路共计 8 条，原有在建工程 4 号线南延段、9 号线一期、13 号线首期、14 号线支线（知识城线）已于 2017 年四季度和 2018 年一季度陆续完成建设并投入运营，同时公司新增在建线路 13 号线、18 号线和 22 号线工程。公司在建轨道交通项目资本金占比通过市级或区级财政按比例共同分担，其余资金由公司通过银行贷款等方式解决。截至 2018

年 3 月末，公司在建线路涉及总投资额 2,402.21 亿元，累计完成投资 631.56 亿元，其中已到位资本金 479.54 亿元，资本金到位情况较好。目前公司主要在建线路未来仍需投入 1,770.65 亿元，投资规模较大，公司轨道交通建设面临较大的资本支出压力。

就技术水平而言，广州地铁一直处于国内前列。2003 年 6 月试运营的 2 号线是设备国产化政策颁布后建成的第一条轨道交通线路。在 2 号线建设中，广州地铁突破了站台屏蔽门、架空刚性悬挂接触网、全非接触式 IC 卡自动售检票、地铁车站集中供冷等关键技术，尤其是站台屏蔽门系统取得了安全节能的良好效果。广州地铁 2 号线是国内第一条在建成时就安装站台屏蔽门系统的线路，既有效防止了乘客掉下等意外事故发生，又降低了车站空调能耗约 20%。2006 年 6 月，广州地铁 2 号线获得全国十大建设科技成就称号。在广佛线项目中，公司与株洲南车时代电气股份有限公司城轨事业部市场部、宁波时代通力合作，成功实现了自主屏蔽门系统的首单突破。

<sup>1</sup> 株洲南车时代电气股份有限公司现已更名为株洲中车时代电气股份有限公司。

表 3：截至 2018 年 3 月末公司主要在建线路情况

线路	建设长度 (公里)	项目状态	总投资 (亿元)			累计完成投资 (亿元)	已到位资本金 (亿元)
			合计	资本金 (包含市级及区级)	债务投资		
广佛线	32.16	在建	146.74	80.71	66.03	117.61	117.61
8 号线北延段	16.00	在建	134.56	60.55	74.01	83.89	58.85
11 号线	43.20	在建	420.58	189.26	231.32	83.37	70.44
21 号线	60.00	在建	305.00	137.25	167.75	163.82	97.86
14 号线一期	54.00	在建	226.61	97.44	129.17	112.43	55.96
18 号线	61.30	在建	493.00	167.62	325.38	23.96	23.20
22 号线	31.80	在建	264.87	90.06	174.81	25.44	10.47
13 号线	33.60	在建	410.85	139.69	271.16	21.04	45.15
<b>合计</b>	<b>332.06</b>	<b>-</b>	<b>2,402.21</b>	<b>962.58</b>	<b>1,439.63</b>	<b>631.56</b>	<b>479.54</b>

注：公司各线路已到位资本金合计数与各线路到位资本金之和间的差异由四舍五入导致；广佛线累计完成投资资金全部为股东提供的资本金  
资料来源：公司提供

总体来看，广州地铁已进入加快建设时期，目前，地铁在建线路的资本金占比较高，且到位情况较好。但同时，广州市政府地铁建设投融资体制的改革将原本以政府为主的融资结构转变为以企业融资为主，公司作为地铁建设的投融资主体承担较大的融资压力。

### 公司地铁线路运营良好，线网不断完善，票务收入稳步增长

经过多年发展，截至 2018 年 3 月末，公司运营线路达 13 条（段），包括 1~9 号线、13 号线首期、APM 线、广佛线和知识城线等，运营总里程 390.58 公里，车站数量总计 231 座。2017 年广州地

铁总客运量 280,254.74 万人次，日均客运量 767.82 万人次，均同比增长 9.42%，最高日客运量突破一千万，达到 1,002.56 万人次，同比大幅增长 16.11%。

2018 年一季度，广州地铁总客运量 67,770.93 万人次，日均客运量 753.04 万人次，均同比增长 7.04%，最高日客运量 941.70 万人次，同比增长 7.75%。

**表 4：截至 2018 年 3 月末广州地铁开通运营线路**

运营里程（公里）	车站数量（座）	首末站名称
1 号线	18.50	16 西朗~广州东
2 号线	31.80	24 嘉禾望岗~广州南站
3 号线	66.20	29 番禺广场~天河客运站，体育西路~机场南
4 号线	59.30	23 黄村~金洲，金洲~南沙客运港
5 号线	31.90	24 窖口~文冲
6 号线	42.10	31 浔峰岗~香雪
7 号线	18.60	9 汉溪长隆~大学城南
8 号线	15.75	13 凤凰新村~万胜围
9 号线	20.10	10 高增~飞鹅岭
13 号线首期	27.00	11 象颈岭~鱼珠
APM 线	3.90	9 广州塔~林和西
广佛线	33.53	22 燕岗~新城东
知识城线	21.90	10 新和~镇龙
<b>合计</b>	<b>390.58</b>	<b>231</b>

资料来源：公司提供

跟踪期内，广州地铁票价未进行调整。根据公司与广东广佛轨道交通有限公司签订的服务合同，公司每年将收取其一定额度的代管服务费。2015 年~2018 年 3 月，公司票务收入（不含票价补贴）分别为 39.07 亿元、45.69 亿元、47.88 亿元和 10.89 亿元。

为了引导市民更多地选择公共交通出行，广州市实行票价优惠方案：一个自然月内，持卡乘坐公交或地铁次数累计 15 次后即可享受票价优惠。该方案自 2009 年 12 月实施以来沿用至今，广州市政府每年对运营线路及试运营线路进行票价优惠补贴。随着广州地铁在建线路逐渐投入运营，优惠范围逐年扩大，政府对票价优惠的财政补贴预算相应增加。2015 年~2017 年，公司分别获得票价补贴 12.00 亿元、13.20 亿元和 14.40 亿元，通常票价补贴资金会在每年底确认，2018 年一季度公司暂未取得该补贴。广州市财政局将公司每年实际提供的票价优惠金额与公司当年实际收到的票价优惠补贴金额之间的缺口予以补足，弥补了公司运营亏损，使得公司能够保持地铁运营的基本平衡。

安全保障方面，公司主要通过招投标方式委托第三方实施地铁建设，并建立了从初步设计、征地拆迁、工程招标、设备采购、土建施工、机电安装、建筑装修直至工程验收的全面跟踪管理体系，确保

工程安全。同时，客运量的大幅增加对广州地铁运营安全提出挑战。公司充分借鉴亚运保障经验，进一步健全安全体系、开展安全风险评估、建立风险隐患数据库、优化设备设施精细化管理，全面提高应急管理保障水平。通过信号道岔及轨旁设备专项整治，推行线网区域化应急维修管理模式，加强电扶梯、屏蔽门等与乘客安全密切相关设备的巡查维修等。自 2015 年 9 月起，广州地铁在 10 条线路（不含广佛线佛山段）实施常态化安检，有效保障了地铁运营安全。此外，广州地铁以“安检为了民，安检少扰民”为原则，稳步实施全线网安检升级，实行“一机一门”、“一机多门”和“机检+人检”3 种安检模式，针对特殊群体、早晚高峰和突发大客流等 3 种特殊情况，采取特殊安检措施，有效平衡安全与效率的关系。为进一步提升广州地铁安防等级，根据反恐法及有关文件要求，参考北京、上海和深圳等城市现有经验，公司已在广州地铁全面实施 X 光机安检。自 2017 年 10 月安检升级工作实施以来，共配置 X 光安检机 623 台、安检门 682 座，投入安检人员 1 万余名。

长期来看，地铁票务执行政府指令性价格持续得到财政补贴，同时基于政府支持以及公司开展附属资源及产业链上下游拓展等多种经营，公司能够维持日常运营的基本平衡。但随着运营线路的增加

及客运量的增长，公司将面临更加严峻的运营安全问题，中诚信国际将持续关注公司安全投入与产出效益。

### 公司积极开展相关商业、沿线土地资源开发等多元化业务，物业开发收益受政策风险影响较大

轨道交通的建设运营具有较强的正外部效应，能够带动沿线土地资源的快速升值，因此在较大的融资压力下，土地收益返还及物业开发成为解决资金瓶颈的重要手段。按照广州市政府城市建设投融资体制改革要求，广州地铁将全面推进地铁沿线土地和物业的开发。

土地储备方面，地铁沿线土地一级开发由广州市本级统筹，广州市土地开发中心负责收储、设立专户单列管理，未能按计划到位的政府土地储备收益，由广州市土地开发中心综合其它项目统筹调配解决，支持轨道交通建设可持续发展。2015年~2017年，公司分别新增4.00亿元、4.04亿元和10.00亿元的土地储备收益资金。中诚信国际将持续关注公司土地储备收益专项资金到位情况以及未来土地开发收益返还政策调整给公司经营带来的影响。

房地产开发方面，地铁沿线物业开发由公司负责统筹，开发模式采用自主开发和合作开发模式，建成的项目采取部分出售部分出租的方式取得收益。截至2018年3月末，公司已完工房地产项目包括动漫星城、紫薇花园、贵贤上品、地铁金融城

和万胜广场等项目。其中动漫星城和紫薇花园为公司早期开发的房地产项目，目前仅剩余2,313.86平方米可售，已销售面积合计14.58万平方米，销售收入12.77亿元，已全部结转收入；贵贤上品项目于2012年开始销售，截至2018年3月末已销售7.43万平方米，实现销售收入12.01亿元，其中11.94亿元已结转收入，剩余可销售面积8,438.06平方米。地铁金融城项目用地4.51万平方米，建筑面积35.60万平方米，总投资27.25亿元，是住宅、商业、写字楼、酒店、枢纽等综合建筑体，目前商场和酒店已投入运营，但由于处于运营初期，收入情况存在一定波动；住宅建筑面积8.76万平方米，已全部销售完毕；写字楼北塔4.76万平方米，2017年完成整体销售，实现销售5.71亿元，并全部结转收入；写字楼西塔建筑面积4.12万平方米，暂未确定销售，根据市场价格估算可实现销售收入4.25亿元。截至2018年3月末，公司在建项目中的悦江上品也已实现销售，已销售总面积8.60万平方米，实现销售签约额22.81亿元，已结转收入11.89亿元。2015年~2018年3月，公司商品房销售分别实现收入0.97亿元、12.43亿元、13.09亿元和2.89亿元。

公司在建房地产开发项目主要为荔胜广场项目（原为“坑口综合枢纽工程”）和悦江上品项目（原为“大坦沙项目”），计划总投资合计66.41亿元，截至2018年3月末已完成开发投资46.68亿元，未来还需投资19.73亿元。

表5：截至2018年3月末公司在建房地产开发项目进展情况（平方米、亿元）

项目	用地面积	建筑面积	总投资	累计完成投资	主要用途	项目进度
荔胜广场	30,891	194,091	13.87	10.66	商业、写字楼、地铁及公交枢纽	项目正在施工，塔楼主体封顶，装修正在施工
悦江上品	104,388	419,543	52.54	36.02	住宅、中小学	悦江上品项目南北区主体结构完成100%，北区A5-7装修完成50%，A10-12二次砌筑完成100%，南区二次砌筑完成100%，幼儿园完成土建及外立面工程；北区A2-A4、A8-9、A13栋已售罄，其余未售
合计	135,279	613,634	66.41	46.68	-	-

注：悦江上品是公司鹤山市方圆房地产发展有限公司的共同拿地、独立开发的项目。

资料来源：公司提供

公司房地产业务板块目前的拟建项目为官湖车辆段上盖物业项目和汉溪长隆项目。官湖车辆段

上盖项目位于新塘中心区，距离官湖地铁站300米，项目总投资约210亿元，总用地面积32.33万平方

米,总建筑面积 146.15 万平方米,规划分三期建设。项目建设内容包括住宅及配套商业和幼儿园、中小学、公交首末站、老人服务站、卫生站、托老所等配套公共服务设施。根据项目规划,商业部分包括居住用房、社区商业用房和车位。按照前期规划,项目将于 2018 年下半年开工建设,建成后 will 分 8 年销售,总销售额约为 350 亿元,内部收益率超过 8%,预计在 2023 年~2024 年可实现该项目经营活动现金流的由负转正。按照项目规划,公司通过公开方式摘得项目地块,后在项目所在的增城区成立全资子公司,将地块注入子公司进行开发。由于项目投资规模较大,公司将视情况通过转让全资子公司部分股权的方式引入具有一定实力的合作商进行共同开发。项目进展方面,2017 年公司已经通过公开方式取得相关土地,总金额 131.55 亿元,并与广州越秀集团有限公司(以下简称“越秀集团”)达成合作意向并取得其支付的合作项目预付款 65 亿元,目前项目公司广州市品秀房地产开发有限公司(以下简称“品秀地产”)已成立,截至 2018 年 3 月末公司持股 100.00%。汉溪长隆项目位于番禺区汉溪地块,为广州市轨道交通 3 号线和 7 号线换乘站汉溪长隆站上盖,临近佛莞城际轨道。项目总投资约 125.50 亿元,总建筑面积 44.84 万平方米。项目建设内容包括住宅、办公楼、商场、酒店、公建配套、公交首末站和停车场等。项目整体规划开发周期约 6 年,其中住宅销售期为 2 年。根据项目开发计划,汉溪长隆项目的住宅首期于 2019 年开售,写字楼、商场和酒店物业于 2022 年开业,项目内部收益率将超过 6%,预计在 2035 年左右可实现项目全部投资的回收。该项目采取与官湖车辆段上盖物业项目相同的开发模式,截至 2018 年 3 月末,公司已成立全资项目公司广州耀胜房地产开发有限公司,并已于 2017 年通过公开方式取得项目用地,总金额约 60 亿元。目前公司正在积极接洽该项目意向合作开发公司。

官湖车辆段上盖物业项目和汉溪长隆项目作为公司目前重点推进的房地产开发项目,在未来较长时间内可为公司带来较大规模的收入和经营活动现金流。其中官湖车辆段上盖物业项目为公司首

个车辆段上盖物业项目,对公司未来其余项目将起到重要示范作用。但由于上述两项目总投资规模较大,销售周期较长,未来收入的实现受到多方面因素影响,短期内或将对公司的现金流和资本投资规模产生一定压力。对于上述两项目的后续进展及资金平衡情况中诚信将保持持续关注。

物业租赁方面,随着房地产和停车场开发项目逐步推进,公司商铺租赁业务和停车场业务也开始为公司带来一定的租金收入。目前已实现租赁收入的商铺物业主要包括地铁金融城、贵贤上品和万胜广场等,其中万胜广场项目用地 3.82 万平方米,建筑面积 30.55 万平方米,总投资 35.09 亿元,为商业、写字楼、地铁线网指挥中心及交通枢纽综合建筑体,除部分面积公司自用外其余均用于出租,目前写字楼和商场已进入运营期;已实现收入的停车场主要有中旅停车场和地铁金融城停车场;此外还有少量地块的租赁收入。2015 年~2018 年 3 月,公司分别实现物业租赁收入 0.60 亿元、1.85 亿元、2.34 亿元和 0.99 亿元,随着物业开发的推进,公司可供出租物业面积逐步增长,预计未来荔胜广场项目完工将进一步推高公司物业租赁收入。

总体上看,根据公司“地铁+物业”的综合发展规划,地铁沿线土地及物业开发将是公司目前和未来的经营重点。地铁建设与沿线土地开发的同步进行不仅满足了综合交通枢纽的功能需求,实现了土地资源的合理开发,还提升了轨道交通项目的综合回报率。一方面,公司作为地铁建设主体,具备地铁沿线储备及上盖物业规划的突出优势;另一方面,公司通过与国内领先地产商合作,积累了房地产开发经验,为自主开发奠定了坚实的基础。广州市人民政府相关政策的扶持也使得公司在地铁沿线物业开发方面将保持明显优势,可确保未来物业开发业务的规模与持续性。但是,受房地产调控政策影响,目前房地产市场走势仍不明朗,公司土地资源开发业务可能受行业调控政策的影响,未来盈利存在不确定性。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保

留意见的 2015 年度财务报告和 2016 年度财务报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年度审计报告和未经审计的 2018 年一季度财务报表。截至 2018 年 3 月底，纳入合并报表范围的子公司共计 20 家。

## 资本结构

随着轨道交通投资力度的加大，公司资产规模呈现逐年上升的态势。2015 年~2017 年末，公司总资产分别为 1,983.54 亿元、2,269.37 亿元和 2,664.67 亿元，年均复合增长率为 15.90%。截至 2017 年底，公司流动资产为 692.64 亿元，占总资产比重为 25.99%；非流动资产为 1,972.03 亿元，占总资产比重为 74.01%。轨道交通属于资本密集型产业，一次性投资较大，决定了公司以非流动资产为主的资产结构。截至 2018 年 3 月末，公司总资产 2,747.35 亿元，其中非流动资产 2,041.98 亿元，占总资产的比重为 74.33%。

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、长期股权投资、投资性房地产和可供出售金融资产。根据公司会计政策，在建工程项目在办理竣工决算后结转为固定资产。未来随着试运营项目正式竣工决算，在建工程将逐步结转至固定资产。按照广州市政府批复的折旧方法，轨道交通固定资产分为：1、车站、隧道洞体等建筑物；2、运营设备；3、管理设备，其中建筑物折旧年限为 100 年，前 20 年不计提折旧。截至 2017 年末，公司固定资产为 935.26 亿元，其中房屋建筑物合计 641.80 亿元，占固定资产的比重为 68.62%。主要包括竣工决算后由在建工程转入的各条轨道交通线路。在建工程为 902.07 亿元，较上年末增长 37.83%，主要为在建的二十一号线 144.99 亿元、十三号线 114.49 亿元、十四号线 99.53 亿元、九号线 91.68 亿元和六号线二期 90.67 亿元等共 9 条线路。公司长期股权投资为对轨道交通行业上下游产业相关公司的投资，2015 年~2017 年末分别为 45.97 亿元、45.10 亿元和 48.80 亿元，其中截至 2017 年末对合营企业投资 41.89 亿元，对联营企业投资 6.91 亿元。合营企业主要投资对象包括广东广佛轨道交通有限公司 43.06 亿元，联营企业主要投资对象包括广州环城

地下管廊建设投资有限公司 2.80 亿元和广州中车轨道交通装备有限公司 1.99 亿元。公司投资性房地产为公司开发的已完工房地产项目，2015 年~2017 年末分别为 21.56 亿元、42.19 亿元和 45.00 亿元，其中 2016 年末较上年末大幅增长 95.64%，主要系当期增加用于自持出租的万胜广场 20 亿元；2017 年新增悦江上品地下车库资产 2 亿元。截至 2017 年末，公司投资性房地产主要包括万胜广场 21.69 亿元、地铁金融城商场资产 4.77 亿元、地铁金融城酒店资产 3.46 亿元和悦江上品车库资产 2.41 亿元。近年公司可供出售金融资产规模出现明显波动，2015 年~2017 年末分别为 55.18 亿元、86.07 亿元和 25.68 亿元，其中 2016 年末较上年末增长 55.99%，主要系公司当期新增绍兴城投、云南省投、摩根票据等债务工具约 8.80 亿元，以及广州友谊集团、广州国资国企创新投资基金合伙企业（有限合伙）等权益工具约 17.00 亿元。广州国资国企创新投资基金（以下简称“国资创新基金”）主要参与国企优质项目投资，以推动广州国资国企混改、产业升级与产业并购，其主要投资领域包括新一代信息技术产业、生物与健康产业、新材料产业、高端装备制造产业、新能源产业、轨道交通装备等。2017 年根据穗发改[2017]43 号、穗发改[2017]1800 号和监管企业国有资产无偿划转通知书，公司将原计入可供出售金融资产的对广州至清远城际轨道交通广州北至清远项目的股权无偿划拨给广州铁路投资建设集团有限公司，可供出售金融资产规模大幅减少 60.39 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司非流动资产为 2,041.98 亿元，其中固定资产、在建工程、长期股权投资、投资性房地产和可供出售金融资产分别为 928.90 亿元、979.62 亿元、48.80 亿元、44.62 亿元和 25.45 亿元。

表 6：2015 年~2018 年 3 月末公司非流动资产构成

	2015	2016	2017	2018.3
固定资产(亿元)	791.46	943.87	935.26	928.90
在建工程(亿元)	598.28	654.46	902.07	979.82
非流动资产(亿元)	1,514.92	1,787.96	1,972.03	2,041.98
非流动资产/总资产(%)	76.37	78.79	74.01	74.33

资料来源：公司财务报告

权益方面，由于广州市人民政府以项目工程款和财政资金偿还贷款的方式每年持续对广州地铁

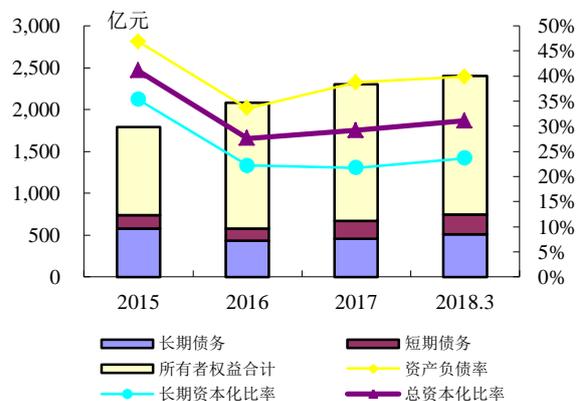
进行资金投入，公司近年实收资本金额稳步上升。2015年~2017年末，公司所有者权益分别为1,054.27亿元、1,508.15亿元和1,632.81亿元，年均复合增长率为24.45%，增速较快。其中2016年末，公司所有者权益1,508.15亿元，较2015年末大幅增加453.88亿元，同比增长43.05%，其中实收资本584.25亿元、其他权益工具68.95亿元、资本公积827.09亿元、其他综合收益5.29亿元、未分配利润22.13亿元。2016年末公司新增其他权益工具68.95亿元，全部系2016年发行的永续期公司债券；资本公积较上年末增加361.10亿元，主要系当期广州市政府拨付公司基建资金361.07亿元；未分配利润较上年末增长18.10亿元，系当期净利润转入18.25亿元，同时分配现金股利0.15亿元。2017年末公司所有者权益进一步增加124.66亿元，其中资本公积增加119.58亿元，系收到广州市政府拨付基建资金168.24亿元，同时根据穗发改[2017]43号、穗发改[2017]1800号和监管企业国有资产无偿划转通知书，公司将作为出资代表所形成的对广州至清远城际轨道交通广州北至清远项目的62.71亿元非流动资产和9.02亿元非流动负债无偿划拨给广州铁路投资建设集团有限公司。截至2018年3月末，公司所有者权益1,651.96亿元，较上年末增加19.15亿元，主要系当期收到财政拨款和政府债务置换资金使得资本公积增长18.79亿元。

负债方面，2015年~2017年末，公司负债总额出现较明显波动，分别为929.27亿元、761.23亿元和1,031.85亿元，同比增长分别为11.50%、-18.01%和35.55%。公司各条线路的投融资模式类似，即地铁建设的项目资本金由广州市政府以专项资金的方式解决，其他资金通过对外融资解决。2016年公司发行三期共计68.95亿元永续期公司债券，计入公司所有者权益，同时收到项目资本金及政府债务置换款项，偿还银行贷款共计193.63亿元，使得债务规模缩减，资产负债率明显下降。2017年末公司流动负债和非流动负债分别为532.41亿元和499.44亿元，较上年末分别增长218.04亿元和40.14亿元，其中流动负债增长主要来自短期借款增加86.88亿元、应付账款增加71.07亿元，非流动负债中的长

期借款较上年末增加54.66亿元。截至2018年3月末，公司负债总额为1,095.39亿元，其中流动负债539.25亿元，非流动负债556.14亿元。

2015年~2018年3月末，公司资产负债率分别为46.85%、33.54%、38.72%和39.87%。公司负债的增长主要来自短期借款、长期借款的增加和公司债券的发行。经对公司截至2017年末70.02亿元永续期公司债券调整至长期债务后，公司2017年末所有者权益为1,562.80亿元，负债总额为1,101.87亿元，资产负债率为41.35%。截至2018年3月末，公司未经调整的所有者权益为1,581.94亿元，负债为1,165.41亿元，资产负债率为39.87%。

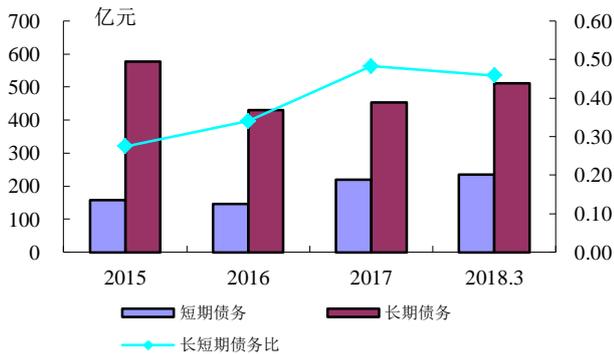
图2：2015年~2018年3月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

从债务结构来看，2015年~2017年末公司总债务出现一定程度波动，分别为734.47亿元、575.31亿元和672.13亿元，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）呈增长趋势，分别为0.27倍、0.34倍和0.48倍，长期借款和一年内到期的非流动负债全部用于轨道交通建设，短期借款主要用于轨道交通运营和维护。目前，公司以长期债务为主的期限结构符合轨道交通项目一次性投资较大、回收期较长的特点。2015年后公司债务不再由政府偿还，转为以广州市政府安排的专项资金及地铁和相关业务经营收入共同偿还。2015年~2017年末，公司总资本化率分别为41.06%、27.61%和29.16%，总体呈小幅波动趋势。截至2018年3月末，公司总债务为746.21亿元，长短期债务比为0.46倍，总资本化比率为31.12%。

图 3: 2015 年~2018 年 3 月末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告

长期来看，由于广州市轨道交通客运需求持续增长，广州市政府将建设地铁作为解决城市交通拥挤问题的根本办法。根据广州市城市轨道交通第三期建设规划，未来广州市轨道交通建设力度将进一步加强，广州市政府将继续保持对轨道交通的大规模投入，预计公司资产规模将保持较高的增长速度。此外公司持续取得稳定的项目资本金投入以及政府债务置换资金，债务规模在一定程度上有所缓和，资本结构有所改善。但同时公司市场化运作程度的不断上升给公司带来一定的融资压力，中诚信国际将持续关注公司建设资金的筹集情况和还款安排。

## 盈利能力

广州地铁作为一家轨道交通综合运营公司形成了多元化的业务结构，收入来源包括票务、广告、物业租赁、通信服务等。随着公司运营线路的逐步开通和多元化经营的日趋成熟，公司营业总收入逐年增长，2015 年~2017 年分别为 60.26 亿元、83.94 亿元和 91.17 亿元。近年来，随着地铁运营线路的增加，公司运营业务收入逐年稳定增长，2015 年~2017 年分别为 39.07 亿元、45.69 亿元和 47.88 亿元，占各期营业总收入的比重分别为 52.29%、64.83%和 52.52%。物业开发方面，公司持续进行自营房地产项目建设并对外销售和出租，2015 年~2017 年分别实现收入 1.57 亿元、14.29 亿元和 15.40 亿元，其中 2016 年实现大幅增长，主要系当期公司建设的“悦江上品”项目开始确认收入；2017 年物业开发收入继续增长，新增部分来自于地铁金融城写字楼北塔的销售收入。此外公司多元化经营持续推进，资源经营、行业对外服务板块收入近年维持稳定增长趋势，2017 年分别实现收入 9.79 亿元和 17.60 亿元，较上年同期分别增长 30.71%和 19.08%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 21.41 亿元，其中运营业务产生的票务收入 10.89 亿元，物业开发收入 3.88 亿元，资源经营业务收入 2.37 亿元、行业对外服务 4.26 亿元、其他收入 0.01 亿元。

表 7: 2015 年~2018 年 3 月公司分业务收入及毛利率情况 (亿元)

项目	2015		2016		2017		2018.3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
运营业务	39.07	-11.81%	45.69	-14.03%	47.88	-12.11%	10.89	2.49%
物业开发	1.57	17.27%	14.29	39.98%	15.40	31.37%	3.88	38.29%
资源经营	4.89	78.75%	7.49	77.17%	9.79	72.60%	2.37	73.55%
行业对外服务	14.13	26.90%	14.78	28.14%	17.60	61.01%	4.26	19.22%
其他	0.62	86.67%	1.70	28.90%	0.50	93.90%	0.01	100.00%
<b>合计</b>	<b>60.26</b>	<b>6.36%</b>	<b>83.94</b>	<b>11.58%</b>	<b>91.17</b>	<b>13.24%</b>	<b>21.41</b>	<b>20.22%</b>

资料来源：公司提供

从毛利率来看，由于轨道交通具有公益性，自运营线路开通以来长期亏损，2015 年~2017 年板块毛利率分别为-11.81%、-14.03%和-12.11%。物业开发业务自 2016 年起房地产项目“悦江上品”和地铁金融城等房地产项目开始确认收入，收入增长

的同时毛利率也显著提高；资源经营业务及行业对外服务板块毛利率近年基本保持稳定；其他板块由公司及其子公司主营业务以外的业务构成，每年变动幅度较大，但由于板块收入规模很小，对公司总体毛利率水平影响较小。总体来看，由于毛利率水

平较高的资源经营和物业开发板块收入逐年增长，公司营业毛利率呈增长趋势，2015年~2017年分别为6.36%、11.58%和13.24%，公司多元化经营对公司盈利能力起到有力支撑作用。2018年1~3月，公司营业毛利率为20.22%，主要系长期亏损的运营业务由于2018年收到安检支出的相关补贴，当期实现毛利率2.49%，大幅推高整体毛利率水平，预计随着全年运营业务的持续推进，该板块毛利率水平会有所下降。

期间费用方面，公司对大部分借款利息予以资本化，期间费用主要由财务费用和管理费用构成。近年公司财务费用保持较高水平，2015年~2017年分别为15.19亿元、17.80亿元和11.26亿元，2016年因存在1.45亿元汇兑损失，财务费用较上年度增长2.61亿元；2017年受益于1.75亿元汇兑收益及利息支出规模下降，当期财务费用较上年同期大幅减少36.74%。2015年~2017年，公司管理费用分别为7.92亿元、11.29亿元和9.19亿元，出现一定波动，其中2016年因新增子公司出现较明显增长。2015年~2017年，公司三费合计分别为23.75亿元、30.03亿元和21.58亿元，占各期营业总收入的比例分别为39.41%、35.77%和23.67%。2018年一季度，公司三费合计3.22亿元，三费收入占比为15.03%。总体来看，近年来公司三费收入占比在2015年达到最高峰后已通过加强三费管理与控制逐步回落。

表 8：2015年~2018年3月公司期间费用分析

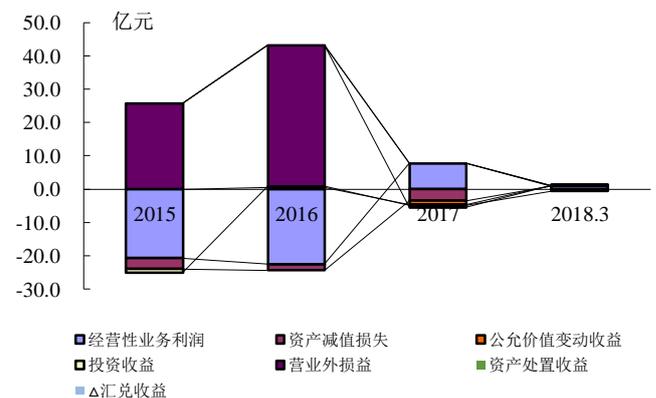
	2015	2016	2017	2018.3
销售费用(亿元)	0.64	0.93	1.12	0.17
管理费用(亿元)	7.92	11.29	9.19	1.95
财务费用(亿元)	15.19	17.80	11.26	1.09
三费合计(亿元)	23.75	30.03	21.58	3.22
营业总收入(亿元)	60.26	83.94	91.17	21.41
三费收入占比(%)	39.41	35.77	23.67	15.03

资料来源：公司财务报告

公司地铁运营处于亏损状态，公司主要通过物业开发及附属资源经营来平衡地铁运营业务形成的亏损。同时，广州市政府给予公司的财政补助是利润总额的主要构成。2015年~2017年，公司利润总额分别为0.82亿元、18.81亿元和2.22亿元，其中经营性业务利润分别为-20.65亿元、-22.52亿元

和7.73亿元，亏损主要系运营线路增加导致运营亏损扩大，2017年经营性业务利润实现由负转正主要系自2017年起政府补助资金由营业外收入转记其他收益所致。2015年~2017年，公司分别产生资产减值损失3.33亿元、1.82亿元和3.44亿元，主要为固定资产减值损失。此外，除2016年产生投资收益305万元外，2015年和2017年公司分别产生投资损失1.00亿元和333万元。公司经营性业务产生的亏损主要由广州市财政局对公司拨付的票价缺口补贴进行弥补，2015年和2016年公司收到的政府补助分别为25.11亿元和42.29亿元，计入公司营业外收入，分别包含各期票务优惠补贴12.00亿元和13.20亿元；2017年取得政府补助19.84亿元，其中包含票务优惠补贴14.40亿元，全部计入公司其他收益。随着广州地铁在建线路逐渐投入运营，优惠范围逐年扩大，政府对票价优惠的财政补贴预算相应增加。2018年1~3月，公司利润总额为0.52亿元，其中经营性业务利润和营业外损益分别为0.96亿元和0.03亿元，计入其他收益的政府补助0.46亿元，当期产生的票价补贴预计将于年底前陆续到位。

图 4：2015年~2018年3月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，轨道交通项目本身盈利性较弱，政府资金的支持力度是公司发展的关键。此外，公司主要通过票价补贴和物业开发及附属资源经营来平衡地铁运营业务形成的亏损。考虑到房地产项目受宏观政策调整影响较大，房地产业务未来盈利能力及其稳定性有待观察，此外票价补贴的及时、足额到位情况也将影响公司的盈利，中诚信国际将对

此保持关注。

## 现金流

公司 2015 年~2017 年经营活动净现金流分别为 1.03 亿元、9.69 亿元和 -114.38 亿元。随着公司在建线路投运和多元化业务的推进，2015 年~2017 年，公司通过销售商品提供劳务分别收到现金 67.87 亿元、87.14 亿元和 94.45 亿元，保持稳定增长趋势；同期收到往来款 8.64 亿元、4.04 亿元和 83.09 亿元，其中 2017 年大幅波动，主要系收到越秀集团支付的合作项目预付款 65 亿元和广州市财政局支付的票价补贴款 14.40 亿元。经营活动现金流出主要为支付给员工的现金支出，2015 年~2017 年分别为 35.01 亿元、38.54 亿元和 43.01 亿元；购买商品、接受劳务支付现金 33.54 亿元、34.21 亿元和 235.02 亿元，2017 年出现大幅波动增长，主要为向国土资源和房管局支付的土地拍卖款 195.38 亿元。公司支付的往来款规模不大，同期分别为 4.85 亿元、6.25 亿元和 10.13 亿元。

投资活动方面，2015 年~2017 年，公司投资活动净现金流分别为 -182.60 亿元、-288.28 亿元和 -214.71 亿元，保持较大规模投资现金净流出。随着近几年公司地铁投资的不断加大，基建投资支出不断增加，导致投资活动现金净流出一直处于较高水平。2017 年，公司投资活动现金流入 205.21 亿元，主要为购买的理财产品到期本金赎回 204.40 亿元；投资活动现金流出 419.92 亿元，其中在建工程投资 221.43 亿元，主要用于支付轨道交通建设相关合同款，同时购买理财产品支付 195.15 亿元。

筹资活动方面，2015 年~2017 年，公司筹资活动净现金流分别为 262.36 亿元、277.61 亿元和 268.38 亿元。目前，公司土地开发收益尚不足以支撑地铁建设的巨大投入，专项资金和银行借款是公司投资活动的主要资金来源。2015 年~2017 年，公司分别吸收投资 222.99 亿元、235.85 亿元和 168.44 亿元，广州市政府持续的资金投入保障了地铁建设的顺利推进。2015 年公司筹资活动现金流入 550.61 亿元，包括借款 231.33 亿元，以及发行的两期共计 25.00 亿元超短期融资券。2016 年公司筹资活动现金流入 600.39 亿元，主要为财政专项资金拨款

207.13 亿元，并发行债券、取得银行贷款和国开发展基金共计 364.53 亿元。2017 年公司筹资活动现金流入 473.22 亿元，除广州市政府的资金投入外取得 219.77 亿元借款并发行 85 亿元债券。2015 年~2017 年，公司筹资活动现金流出分别为 288.25 亿元、322.77 亿元和 204.84 亿元，主要用于偿还到期债务并支付债务利息。

2018 年 1~3 月，公司经营活动净现金流 -9.49 亿元，随着公司投入运营的线路不断增加，职工人数相应增长，为职工支付的现金呈逐年增长趋势，成为公司经营活动现金流出的最主要部分，2018 年 1~3 月为 16.33 亿元。投资活动现金净流出 72.18 亿元，一季度公司理财产品到期规模很小，同期为在建工程支付现金 61.91 亿元，并支付 7.69 亿元用于购买理财产品，导致投资活动现金流存在缺口。公司投资活动所需资金主要通过筹资取得，当期筹资活动产生现金流入 158.13 亿元，其中吸收投资收到财政基建拨款 17.35 亿元，并取得短期借款和长期借款共计 140.78 亿元；同期筹资活动产生现金流出 66.06 亿元，其中 59.60 亿元用于偿还到期债务，其余 6.46 亿元主要用于支付债务利息。

表 9：2015 年~2018 年 3 月公司现金流分析(亿元)

	2015	2016	2017	2018.3
经营活动现金流入	79.28	91.22	177.65	23.12
经营活动现金流出	78.25	81.52	292.03	32.61
经营活动净现金流	1.03	9.69	-114.38	-9.49
投资活动现金流入	17.19	219.85	205.21	1.09
投资活动现金流出	199.79	508.13	419.92	73.26
投资活动净现金流	-182.60	-288.28	-214.71	-72.18
筹资活动现金流入	550.61	600.39	473.22	158.13
其中：吸收投资	222.99	235.85	168.44	17.35
借款	231.33	364.53	219.77	140.78
△发行债券	--	--	85.00	--
筹资活动现金流出	288.25	322.77	204.84	66.06
其中：偿还债务	238.15	290.39	174.65	59.60
筹资活动净现金流	262.36	277.61	268.38	92.07
现金及等价物净增加	80.79	-0.72	-60.43	10.41

资料来源：公司财务报告

## 偿债能力

截至 2017 年底，公司总债务为 672.13 亿元，其中长期债务 453.36 亿元；截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 746.21 亿元，其中长期债务为 511.49 亿元。

从具体偿债指标来看，近年公司债务总额在

2016 年降低后出现回升,同时公司 EBITDA 较 2016 年存在明显增长,2015 年~2017 年总债务/EBITDA 分别为 30.24 倍、12.78 倍和 26.83 倍,同期 EBITDA 利息倍数分别为 0.68 倍、1.56 倍和 0.85 倍,EBITDA 对总债务和利息的覆盖能力在 2016 年存在一定改善,2017 年有所弱化。2017 年公司经营活动现金净流出 114.38 亿元,无法对总债务和利息形成有效保障。

广州市极强的经济实力为公司债务偿付提供了有力保障,但中诚信国际也将关注房地产宏观调控政策对地方政府土地出让收入及公司物业开发业务的影响和地铁建设资金的到位情况。

**表 10: 2015 年~2018 年 3 月公司偿债能力指标**

项目	2015	2016	2017	2018.3
长期债务(亿元)	576.12	429.37	453.36	511.49
总债务(亿元)	734.47	575.31	672.13	746.21
EBITDA(亿元)	24.29	45.03	25.05	--
经营活动净现金流(亿元)	1.03	9.69	-114.38	-9.49
资产负债率(%)	46.85	33.54	38.72	39.87
总资本化比率(%)	41.06	27.61	29.16	31.12
总债务/EBITDA(X)	30.24	12.78	26.83	--
EBITDA 利息保障系数(X)	0.68	1.56	0.85	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.00	0.02	-0.17	-0.05
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.03	0.34	-3.86	-1.46

注:季报中经营活动现金流/总债务指标为年化数据。  
资料来源:公司财务报告

债务到期方面,2018 年 4 月~2021 年以及 2022 年及以后公司每年到期债务分别为 246.25 亿元、131.62 亿元、129.46 亿元、58.19 亿元和 251.76 亿元,公司近期面临一定的偿债压力。

**表 11: 截至 2018 年 3 月末公司总债务到期分布(亿元)**

	2018.4 ~12	2019	2020	2021	2022 及 以后
到期金额	246.25	131.62	129.46	58.19	251.76

注:此表包含计入公司所有者权益的永续债券。  
资料来源:公司提供

截至 2018 年 3 月末,公司银行授信币种包括人民币和美元,总授信额度为等值人民币 2,200.64 亿元,尚未使用的授信额度为等值人民币 1,282.69 亿元,充足的双币种银行授信能够为公司提供较强的备用流动性支持。

或有债务方面,截至 2018 年 3 月末,公司无对外担保,原有担保均已于 2015 年到期。截至 2018 年 3 月末,公司受限资产评估价值总计 80.49 亿元,受限资产主要为车辆、设备和房屋构筑物及轨道设施。

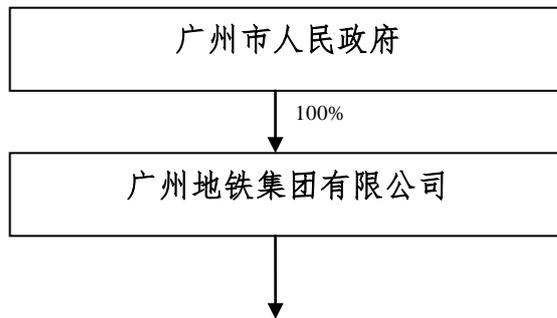
## 过往债务履约情况

截至 2018 年 4 月 9 日,公司已发行债务融资工具未出现延迟支付本息的情况;公司全部尚未到期人民币及外币贷款五级分类均为正常,不存在未结清不良信贷信息,但存在 10 笔欠息记录,涉及欠息的贷款银行均已出具说明,系银行系统原因和银团贷款牵头行晚于合同约定时间划拨利息原因所致。

## 结论

中诚信国际维持广州地铁集团有限公司主体信用等级为 **AAA**,评级展望为稳定;维持“15 穗地铁 MTN001”、“16 广州地铁 MTN001”、“18 广州地铁 MTN001”、“18 广州地铁 MTN002”和“14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01”、“14 广州地铁债 02/PR 穗铁 02”、“14 广州地铁债 03/PR 穗铁 03”、“16 广州地铁永续期债 01/16 穗铁 01”、“16 广州地铁专项债 01/16 广铁 01”、“16 广州地铁永续期债 02/16 穗铁 02”、“16 广州地铁永续期债 03/16 穗铁 03”和“17 广州地铁专项债 01/17 广铁 01”债项信用等级为 **AAA**。

附一：广州地铁集团有限公司股权结构图<sup>2</sup>（截至 2018 年 3 月末）



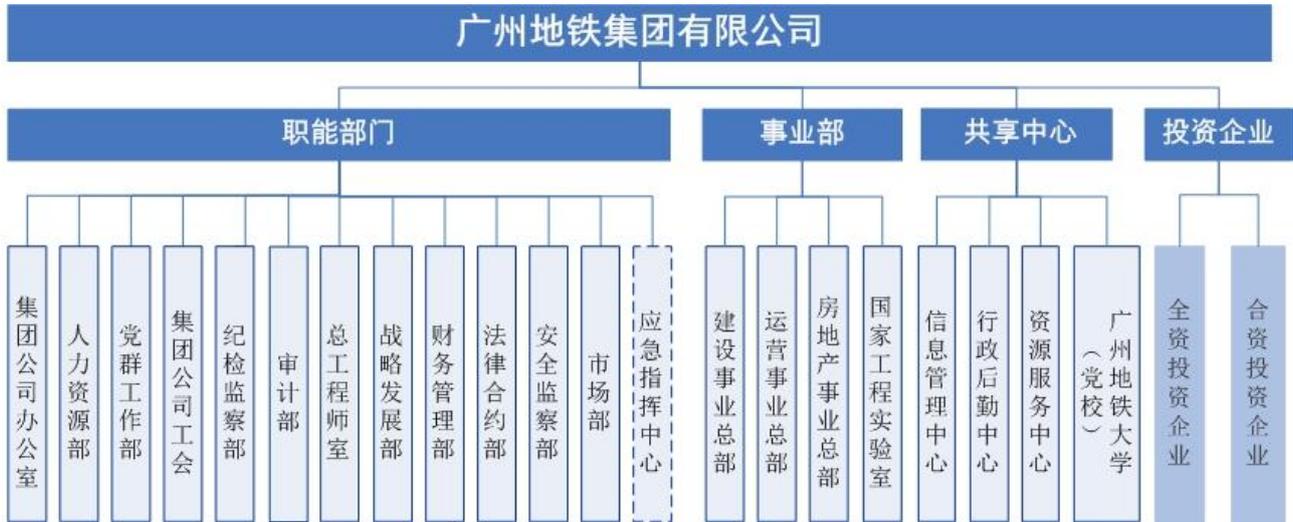
序号	公司名称	持股比例(%)
1	广州地铁物业管理有限责任公司	100.00
2	广州地铁广告有限公司	100.00
3	广州轨道交通建设监理有限公司	100.00
4	广州地铁设计研究院有限公司	100.00
5	广州地铁物资有限责任公司	100.00
6	广州地铁电梯工程有限公司	100.00
7	广州地铁环境工程有限公司	100.00
8	广州地铁（佛山南海）房地产开发有限公司	100.00
9	广州地铁（佛山）地铁金融城酒店管理有限公司	100.00
10	广州地铁设计院施工图咨询有限公司	100.00
11	广州蓝图办公服务有限公司	100.00
12	广州有轨电车有限责任公司	100.00
13	广州地铁商业发展有限公司	100.00
14	广州地铁建设投融资有限公司 <sup>3</sup>	7.14
15	广州地铁投融资（香港）有限公司	100.00
16	广州地铁传媒有限公司	72.00
17	广州地铁德高广告有限公司	51.00
18	佛山轨道交通设计研究院有限公司	60.00
19	广州市品秀房地产开发有限公司	100.00
20	广州耀胜房地产开发有限公司	100.00

资料来源：公司提供

<sup>2</sup> 广州地铁广告有限公司、广州地铁电梯工程有限公司及广州家业装饰装修有限公司待清算。

<sup>3</sup> 公司与国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）联合出资设立广州地铁建设投融资有限公司（以下简称“广州地铁建投”），其中国开基金持有 92.86% 股权，公司持有 7.14% 股权。经双方约定，广州地铁建投的董事、监事和高级管理人员均由广州地铁决定并派出，国开基金不向广州地铁建投委派董事、监事和高级管理人员，也不参加广州地铁建投的具体经营管理决策，仅在可能涉及国开基金权益的重大事项通过股东会行使股东权力，故广州地铁对广州地铁建投具有实际控制力，广州地铁建投作为广州地铁的控股子公司纳入公司合并范围。

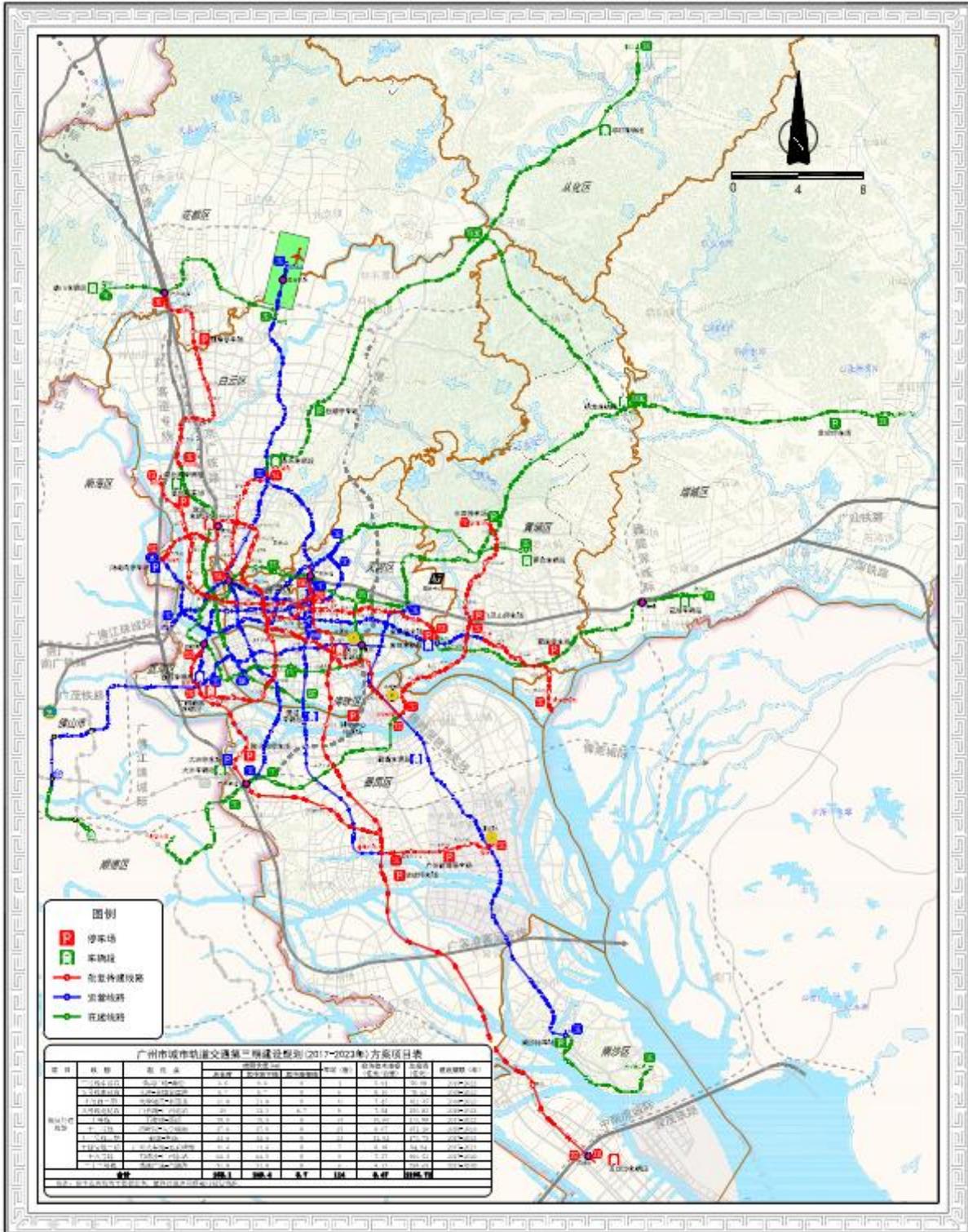
附二：广州地铁集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供



附四：广州市轨道交通近期建设规划图（2017~2023 年）



资料来源：公司提供

## 附五：广州地铁集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	1,388,784.62	1,382,405.44	778,842.55	882,929.23
应收账款	196,472.06	130,287.68	194,331.12	131,194.76
其他应收款	442,992.09	382,097.99	436,674.62	434,460.36
存货	939,445.91	892,478.59	2,859,212.56	2,853,416.72
可供出售金融资产	551,799.17	860,737.89	256,822.00	254,519.45
长期股权投资	459,668.46	450,996.57	488,015.53	488,016.00
在建工程	5,982,835.52	6,544,595.10	9,020,670.96	9,796,188.35
无形资产	2,264.25	37,318.78	37,332.69	35,987.76
总资产	19,835,407.46	22,693,717.98	26,646,679.13	27,473,547.04
其他应付款	159,562.21	105,748.00	155,393.72	120,229.89
短期债务	1,583,495.10	1,459,425.19	2,187,668.86	2,347,222.44
长期债务	5,761,243.00	4,293,659.40	4,533,585.42	5,114,902.73
总债务	7,344,738.09	5,753,084.60	6,721,254.27	7,462,125.17
总负债	9,292,721.15	7,612,250.01	10,318,532.43	10,953,942.85
费用化利息支出	157,960.19	164,342.67	136,204.76	10,239.43
资本化利息支出	197,470.25	123,417.55	159,994.69	54,874.13
实收资本	5,842,539.67	5,842,539.67	5,842,539.67	5,842,539.67
少数股东权益	0.00	4,345.14	7,295.41	4,763.07
所有者权益合计	10,542,686.31	15,081,467.97	16,328,146.70	16,519,604.20
营业总收入	602,633.79	839,438.68	911,661.25	214,079.80
经营性业务利润	-206,545.01	-225,233.68	77,298.85	9,575.60
投资收益	-9,990.10	3,049.92	-3,329.62	-6,106.72
营业外收入	258,585.68	424,620.40	734.22	414.57
净利润	6,837.91	185,044.83	13,799.55	3,980.20
EBIT	166,116.60	352,466.87	158,390.56	15,398.19
EBITDA	242,910.29	450,329.97	250,496.28	--
销售商品、提供劳务收到的现金	678,735.39	871,370.33	944,516.01	201,497.50
收到其他与经营活动有关的现金	86,416.05	40,430.53	830,856.78	29,707.55
购买商品、接受劳务支付的现金	335,432.36	342,063.67	2,350,174.17	94,496.38
支付其他与经营活动有关的现金	48,486.00	62,502.29	101,258.71	49,405.26
吸收投资收到的现金	2,229,877.10	2,358,510.31	1,684,391.39	173,547.59
资本支出	1,474,693.49	2,234,909.35	2,214,267.63	619,072.68
经营活动产生现金净流量	10,302.95	96,910.71	-1,143,782.98	-94,927.69
投资活动产生现金净流量	-1,825,994.63	-2,882,826.03	-2,147,074.08	-721,752.29
筹资活动产生现金净流量	2,623,625.34	2,776,120.59	2,683,790.45	920,716.08
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	6.36	11.58	13.24	20.22
三费收入比(%)	39.41	35.77	23.67	15.03
应收类款项/总资产(%)	3.22	2.26	2.37	2.06
收现比(X)	1.13	1.04	1.04	0.94
总资产收益率(%)	0.89	1.66	0.64	0.23
流动比率(X)	1.57	1.58	1.30	1.31
速动比率(X)	1.26	1.29	0.76	0.78
资产负债率(%)	46.85	33.54	38.72	39.87
总资本化比率(%)	41.06	27.61	29.16	31.12
长短期债务比(X)	0.27	0.34	0.48	0.46
经营活动净现金流/总债务(X)	0.00	0.02	-0.17	-0.05
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.01	0.07	-0.52	-0.16
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.03	0.34	-3.86	-1.46
总债务/EBITDA(X)	30.24	12.78	26.83	-
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.31	0.11	-
货币资金/短期债务(X)	0.88	0.95	0.36	0.38
EBITDA 利息倍数(X)	0.68	1.56	0.85	-

注：1、公司所有财务报告执行新会计准则；2、公司2018年一季度财务报表未经审计；3、中诚信国际已将计入长期应付款的有息负债纳入长期债务核算；4、中诚信国际已将计入其他流动负债中的有息负债纳入短期债务核算；5、季报中总资产收益率、经营活动净现金流/总债务、经营活动净现金流/短期债务指标为年化数据；6、公司未提供2018年一季度现金流量补充表，故相关计算指标失效。

## 附六：基本财务指标的计算公式

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+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(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)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA / (费用化利息支出+资本化利息支出)

## 附七：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

## 附八：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

## 附九：票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。