

广州地铁集团有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：张 卡 kzhang01@ccxi.com.cn

项目组成员：陶 雨 ytao@ccxi.com.cn

宋 航 hsong@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 23 日

声 明

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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。

■ 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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 1394 号

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：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 广州地铁 MTN001”、“18 广州地铁 MTN001”、“18 广州地铁 MTN002”、“18 广州地铁 MTN003”、“18 广州地铁 MTN004”、“20 广州地铁 MTN001”、“20 广州地铁 MTN002”、“14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01”、“14 广州地铁债 02/PR 穗铁 02”、“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”、“17 广州地铁专项债 01/17 广铁 01”、“19 广铁绿色债 01/G19 广铁 1”、“19 广铁绿色债 02/G19 广铁 2”、“19 广铁绿色债 03/G19 广铁 3”、“19 广铁绿色债 04/G19 广铁 4”、“20 广铁绿色债 01/G20 广铁 1”和“20 广铁绿色债 02/G20 广铁 2”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

二零二零年六月二十三日

评级观点：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”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 广州地铁 MTN001”、“18 广州地铁 MTN001”、“18 广州地铁 MTN002”、“18 广州地铁 MTN003”、“18 广州地铁 MTN004”、“20 广州地铁 MTN001”、“20 广州地铁 MTN002”、“14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01”、“14 广州地铁债 02/PR 穗铁 02”、“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”、“17 广州地铁专项债 01/17 广铁 01”、“19 广铁绿色债 01/G19 广铁 1”、“19 广铁绿色债 02/G19 广铁 2”、“19 广铁绿色债 03/G19 广铁 3”、“19 广铁绿色债 04/G19 广铁 4”、“20 广铁绿色债 01/G20 广铁 1”和“20 广铁绿色债 02/G20 广铁 2”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了广州市经济实力极强、政府支持力度大、公司已开通地铁线路运营良好、公司围绕地铁项目开展多元化经营业务等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到地铁建设资金需求较大给公司带来的融资压力以及房地产市场受宏观调控政策影响明显等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

广州地铁	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,664.67	3,520.56	3,892.47	4,063.19
所有者权益合计（亿元）	1,632.81	2,071.21	2,177.91	2,290.05
总负债（亿元）	1,031.85	1,449.35	1,714.56	1,773.14
总债务（亿元）	672.13	1,048.07	1,204.36	1,367.31
营业总收入（亿元）	91.17	90.83	122.34	22.03
经营性业务利润（亿元）	7.73	-5.25	-8.52	-1.32
净利润（亿元）	1.38	1.80	10.44	-1.37
EBITDA（亿元）	25.05	26.93	43.44	-
经营活动净现金流（亿元）	-114.38	-132.75	134.07	-16.07
收现比（X）	1.04	1.13	1.20	1.09
营业毛利率（%）	13.24	8.53	21.81	14.93
应收类款项/总资产（%）	2.37	4.03	4.75	5.12
资产负债率（%）	38.72	41.17	44.05	43.64
总资本化比率（%）	29.16	33.60	35.61	37.39
总债务/EBITDA（X）	26.83	38.92	27.73	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.85	0.74	0.67	-

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告和 2020 年一季度财务报表整理；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、其他流动负债调入“短期债务”，长期应付款中的有息债务及其他非流动负债调入“长期债务”；4、公司未提供 2020 年一季度现金流量补充表，故相关计算指标失效。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

广州地铁集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	-4.29	3
	收现比(X)*	1.15	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.35	2
	受限资产占总资产的比重(X)	0.00	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益（亿元）	2,177.91	1
	总资本化比率(X)	0.36	8
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	10	10
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	8	8
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别（aa）的基础上调整支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、财务政策及财务报表质量、流动性等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，可能与评估模型级别存在差异。			

正面

■ **广州市极强的经济实力为民生工程提供了强有力的保障。**广州市经济实力极强，2019 年实现地区生产总值 23,628.60 亿元，同比增长 6.8%。广州市极强的经济实力保障了地铁项目的资金投入。

■ **政府对公司的的大力支持。**公司在项目资本金、票价优惠补贴和债务置换方面获得广州市政府的大力支持。截至 2020 年 3 月末，公司在建项目到位资本金 405.21 亿元，资本金到位情况较好；2017 年~2020 年 3 月末累计取得政府补贴 46.59 亿元，并完成政府债务置换共计 137.13 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 2020 年 3 月末，公司已开通地铁线路 14 条（段），运营里程为 514.77 公里。2019 年，广州地铁总客运量 33.06 亿人次，日均客运量 905.72 万人次，实现运营收入 55.15 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。2019 年，公司实现营业总收入 122.34 亿元，其中非地铁运营业务收入占比达 54.92%。

关注

■ **地铁建设资金需求较大，给公司带来一定的资金压力。**截至 2020 年 3 月末，公司主要在建线路未来仍需投入 2,072.98 亿元，较大的资金需求将给公司带来资金压力。

■ **房地产市场受宏观调控政策影响明显。**“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，但目前房地产市场走势仍不明朗，公司土地资源开发业务受宏观调控政策影响较大，为公司经营带来一定风险。

评级展望

中诚信国际认为，广州地铁集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

评级历史关键信息 1

广州地铁集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	20 广州地铁 MTN002 (AAA)	2020/04/26	张卡、宋航	中诚信国际基础设施投融资评级方法 (C250000 2019_02)	阅读全文
AAA/稳定	20 广州地铁 MTN001 (AAA)	2020/04/26	张卡、宋航	中诚信国际基础设施投融资评级方法 (C250000 2019_02)	阅读全文
AAA/稳定	20 广铁绿色债 02/G20 广铁 2 (AAA)	2020/02/19	顾合天、陶雨	中诚信国际基础设施投融资评级方法 (C250000 2019_02)	阅读全文
AAA/稳定	20 广铁绿色债 01/G20 广铁 1 (AAA)	2019/12/25	顾合天、陶雨	中诚信国际基础设施投融资评级方法 (C250000 2019_02)	阅读全文
AAA/稳定	19 广铁绿色债 04/G19 广铁 4 (AAA)	2019/11/12	杨晨晖、陶雨	中诚信国际基础设施投融资评级方法 (C250000 2019_02)	阅读全文
AAA/稳定	19 广铁绿色债 03/G19 广铁 3 (AAA)	2019/08/19	杨晨晖、陶雨	中诚信国际基础设施投融资评级方法 (C250000 2019_02)	阅读全文
AAA/稳定	16 广州地铁 MTN001 (AAA) 18 广州地铁 MTN001 (AAA) 18 广州地铁 MTN002 (AAA) 18 广州地铁 MTN003 (AAA) 18 广州地铁 MTN004 (AAA) 14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01 (AAA) 14 广州地铁债 02/PR 穗铁 02 (AAA) 16 广州地铁永续期债 01/16 穗铁 01 (AAA) 16 广州地铁专项债 01/16 广铁 01 (AAA) 16 广州地铁永续期债 02/16 穗铁 02 (AAA) 16 广州地铁永续期债 03/16 穗铁 03 (AAA) 17 广州地铁专项债 01/17 广铁 01 (AAA) 19 广铁绿色债 01/G19 广铁 1 (AAA)	2019/06/24	袁雨晴、陶雨	中诚信国际基础设施投融资评级方法 (140000 2018_01)	阅读全文
AAA/稳定	19 广铁绿色债 02/G19 广铁 2 (AAA)	2019/05/31	袁雨晴、陶雨	中诚信国际基础设施投融资评级方法 (140000 2018_01)	阅读全文
AAA/稳定	19 广铁绿色债 01/G19 广铁 1 (AAA)	2018/06/14	袁雨晴、丁静	中诚信国际基础设施投融资评级方法 (140000 2018_01)	阅读全文
AAA/稳定	18 广州地铁 MTN004 (AAA)	2018/06/11	高哲理、袁雨晴、赵琳	中诚信国际基础设施投融资评级方法 (140000 2018_01)	阅读全文
AAA/稳定	18 广州地铁 MTN003 (AAA)	2018/06/11	高哲理、袁雨晴、赵琳	中诚信国际基础设施投融资评级方法 (140000 2018_01)	阅读全文
AAA/稳定	18 广州地铁 MTN002 (AAA)	2018/03/02	袁雨晴、赵琳	中诚信国际地方投融资平台评级方法 (CCXI 140200 2017_02)	阅读全文
AAA/稳定	18 广州地铁 MTN001 (AAA)	2017/12/22	王梦璇、赵琳	中诚信国际地方投融资平台评级方法 (CCXI 140200 2017_02)	阅读全文
AAA/稳定	17 广州地铁专项债 01/17 广铁 01 (AAA)	2017/06/21	王娟、赵琳、王羲璐	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 (CCXI 140200 2014_01)	阅读全文
AAA/稳定	16 广州地铁永续期债 03/16 穗铁 03 (AAA)	2016/06/05	马康达、赵琳	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 (CCXI 140200 2014_01)	阅读全文
AAA/稳定	16 广州地铁永续期债 02/16 穗铁 02 (AAA)	2016/07/14	马康达、赵琳	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 (CCXI 140200 2014_01)	阅读全文
AAA/稳定	16 广州地铁专项债 01/16 广铁 01 (AAA)	2016/04/11	高哲理、马康达	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 (CCXI 140200 2014_01)	阅读全文
AAA/稳定	16 广州地铁 MTN001 (AAA)	2016/02/19	荀正、马康达	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 (CCXI 140200 2014_01)	阅读全文
AAA/稳定	16 广州地铁永续期债 01/16 穗铁 01 (AAA)	2015/07/31	荀正、陆静怡、马康达	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 (CCXI 140200 2014_01)	阅读全文

AAA/稳定	14 广州地铁债 02/ PR 穗铁 02 (AAA)	2014/05/20	关悦、吴栋	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 (CCXI 140200 2014 01)	阅读全文
AAA/稳定	14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01 (AAA)	2013/05/08	王娟、吴栋、关悦	-	阅读全文

注：中诚信国际原口径

评级历史关键信息 2

广州地铁集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	20 广铁绿色债 01/G20 广铁 1 (AAA)	2020/01/03	张卡、刘衍青	地方政府融资平台评级方法	阅读全文
AAA/稳定	19 广铁绿色债 04/G19 广铁 4 (AAA)	2019/11/18	张卡、刘衍青	地方政府融资平台评级方法	阅读全文
AAA/稳定	19 广铁绿色债 03/G19 广铁 3 (AAA)	2019/08/22	张卡、刘衍青	地方政府融资平台评级方法	阅读全文
AAA/稳定	19 广铁绿色债 02/G19 广铁 2 (AAA)	2019/06/10	张卡、刘衍青	地方政府融资平台评级方法	阅读全文
AAA/稳定	19 广铁绿色债 01/G19 广铁 1 (AAA)	2018/12/27	胡辉丽、付蓉	地方政府融资平台评级方法	阅读全文
AAA/稳定	17 广州地铁专项债 01/17 广铁 01 (AAA)	2017/07/03	翟贾筠、卢梦晓	地方政府融资平台评级方法	阅读全文
AAA/稳定	16 广州地铁永续期债 03/16 穗铁 03 (AAA)	2016/08/09	王维、吴承凯	地方政府融资平台评级方法	阅读全文
AAA/稳定	16 广州地铁永续期债 02/16 穗铁 02 (AAA)	2016/07/21	王维、吴承凯	地方政府融资平台评级方法	阅读全文
AAA/稳定	16 广州地铁永续期债 01/16 穗铁 01 (AAA)	2015/07/30	王维、陈晓晓	-	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

2019 年部分同类型企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
广州地铁集团有限公司	3,892.47	2,177.91	44.05	122.34	10.44	134.07
深圳市地铁集团有限公司	4,227.90	2,738.48	35.23	209.90	116.67	213.20
杭州市地铁集团有限责任公司	1,790.75	839.10	53.14	66.99	12.65	-31.91
青岛地铁集团有限公司	1,621.18	607.39	62.53	13.45	3.01	-14.79
南京地铁集团有限公司	1,936.14	684.84	64.63	28.63	2.75	2.35

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
16 广州地铁 MTN001	AAA	AAA	40.00	40.00	2016/03/25~2021/03/28
18 广州地铁 MTN001	AAA	AAA	30.00	30.00	2018/02/07~2023/02/09
18 广州地铁 MTN002	AAA	AAA	30.00	30.00	2018/04/12~2023/04/16
18 广州地铁 MTN003	AAA	AAA	20.00	20.00	2018/07/23~2023/07/25
18 广州地铁 MTN004	AAA	AAA	20.00	20.00	2018/08/13~2023/08/15
20 广州地铁 MTN001	AAA	AAA	25.00	25.00	2020/04/29~2023/04/30
20 广州地铁 MTN002	AAA	AAA	25.00	25.00	2020/04/28~2025/04/30
14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01	AAA	AAA	20.00	12.00	2014/04/02~2024/04/02
14 广州地铁债 02/ PR 穗铁 02	AAA	AAA	30.00	21.00	2014/06/03~2024/06/03
16 广州地铁永续期债 01/16 穗铁 01	AAA	AAA	26.00	26.00	2016/01/25~2022/01/26
16 广州地铁专项债 01/16 广铁 01	AAA	AAA	40.00	40.00	2016/04/27~2026/04/28
16 广州地铁永续期债 02/16 穗铁 02	AAA	AAA	20.00	20.00	2016/07/22~2022/07/25
16 广州地铁永续期债 03/16 穗铁 03	AAA	AAA	24.00	24.00	2016/08/15~2022/08/16
17 广州地铁专项债 01/17 广铁 01	AAA	AAA	30.00	30.00	2017/08/08~2027/08/09
19 广铁绿色债 01/G19 广铁 1	AAA	AAA	30.00	30.00	2019/01/15~2024/01/18
19 广铁绿色债 02/G19 广铁 2	AAA	AAA	20.00	20.00	2019/07/12~2024/07/17
19 广铁绿色债 03/G19 广铁 3	AAA	AAA	20.00	20.00	2019/08/29~2024/09/03
19 广铁绿色债 04/G19 广铁 4	AAA	AAA	15.00	15.00	2019/12/16~2024/12/19
20 广铁绿色债 01/G20 广铁 1	AAA	AAA	15.00	15.00	2020/01/07~2025/01/10
20 广铁绿色债 02/G20 广铁 2	AAA	AAA	15.00	15.00	2020/03/05~2027/03/10

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2020 年 5 月 31 日，“16 广州地铁 MTN001”、“18 广州地铁 MTN001”、“18 广州地铁 MTN002”、“18 广州地铁 MTN003”、“18 广州地铁 MTN004”、“20 广州地铁 MTN001”、“20 广州地铁 MTN002”、“14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01”、“14 广州地铁债 02/PR 穗铁 02”、“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”、“17 广州地铁专项债 01/17 广铁 01”、“19 广铁绿色债 01/G19 广铁 1”、“19 广铁绿色债 02/G19 广铁 2”、“19 广铁绿色债 03/G19 广铁 3”、“19 广铁绿色债 04/G19 广铁 4”、“20 广铁绿色债 01/G20 广铁 1”和“20 广铁绿色债 02/G20 广铁 2”募集资金共计 495 亿元，已全部使用完毕，均符合使用要求。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一

季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。

政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

广州市作为广东省省会和珠三角都市圈核心城市，经济实力极强，且近年来经济增速较快，产业结构不断优化，为公司发展提供良好的外部环境

广州市是广东省省会，位于广东省南部，珠江三角洲北缘，毗邻香港和澳门，是中国最主要的对外开放城市之一，是珠三角都市圈核心城市、粤港澳经济圈的重要组成部分，同时也是中国进出口商品交易会所在地。目前广州市下辖越秀区、天河区、白云区、荔湾区、黄埔区、海珠区、番禺区、花都区、南沙区、增城区和从化区共 11 个区，辖区面积

共计 7,434.4 平方公里。截至 2019 年末，广州市年末常住人口 1,530.59 万人，城镇化率为 86.46%，人均地区生产总值为 156,427 元。

广州市交通极为便利，是珠三角重要的交通枢纽，已基本形成海陆空交通体系。广州是京广、广深、广茂和广梅汕和武广铁路的交汇点，是国家四大铁路主枢纽之一；广州白云机场 2018 年实现旅客吞吐量接近 7000 万人次，是中国连接世界各地的重要口岸和国际航空枢纽；海洋运输方面，广州港为中国第三大港，是珠江三角洲以及华南地区的主要物资集散地和最大的国际贸易中枢纽港。

产业方面，广州市系全国重要的工业基地、华南地区的综合性工业制造中心，目前已形成了门类齐全、轻工业较为发达、重工业有一定基础、综合配套能力、科研技术能力和产品开发能力较强的外向型现代工业体系。广州市形成了以汽车制造业、电子产品制造业和石油化工制造业为主的三大支柱产业。2019 年全年规模以上三大支柱产业工业总产值较上年增长 1.5%，占全市规模以上工业总产值的 51.4%。

近年来，广州市经济保持快速增长，产业结构更为优化。2019 年，广州市实现地区生产总值 23,628.60 亿元，同比增长 6.8%。其中，2019 年第一、二、三产业增加值分别为 251.37 亿元、6,454.00 亿元和 16,923.23 亿元，增长 3.9%、5.5%和 7.5%，第二、三产业对经济增长的贡献率分别为 25.7%和 73.7%。

广州市固定资产投资增长提速，且基础设施投资表现较为亮眼。2019 年广州市完成固定资产投资比上年增长 16.5%，是 2014 年以来的最快增速。投资三大领域中，基础设施投资、房地产开发投资和工业投资分别增长 24.5%、14.8%和 9.1%，基础设施投资表现较为亮眼，且随着国铁、城际铁路、地铁、高速公路、港口码头等项目持续推进，全市铁路运输业、道路运输业、水上运输业投资分别增长 29.5%、25.5%和 21.6%。

财政收支方面，广州市财政收入实现平稳增长，2019 年及 2020 年 1-3 月，广州市一般公共预算收入分别为 1,697.21 亿元和 394.20 亿元；2019 年及 2020 年 1-3 月，一般公共预算支出分别为 2,865.12 亿元和 568.40 亿元，2019 年一般公共预算支出较上年增长 14.3%。

财政平衡率方面，近年来，广州市一般公共预算支出增长较快导致财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）有所下降，2019 年及 2020 年 1-3 月，财政平衡率分别为 59.24%和 69.35%。

表 1：2017~2019 年及 2020 年 1-3 月，广州市财政情况（亿元、%）

项目	2017	2018	2019	2020.1-3
一般公共预算收入	1,520.00	1,610.00	1,697.21	394.20
其中：税收收入	1,219.80	1,286.28	-	-
政府性基金收入	1,239.34	1,403.80	-	-
一般公共预算支出	2,092.63	2,423.30	2,865.12	568.40
政府性基金支出	1,220.56	1,399.66	-	-
财政平衡率	72.64	66.44	59.24	69.35
税收收入占比	80.25	79.89	-	-

资料来源：广州市财政局，中诚信国际整理

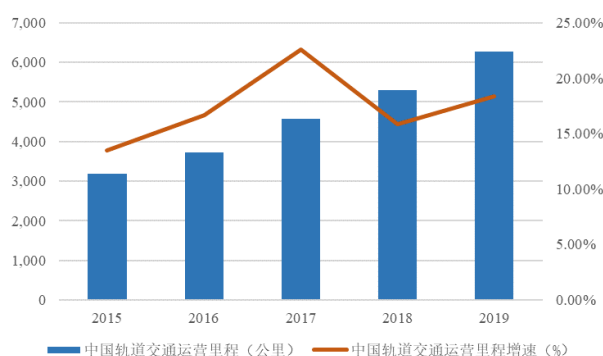
中诚信国际认为，广州市作为我国改革开放的前沿城市，经济发展势头良好，财政实力较强，经济总量位居全国省会以上城市前列。广州市较强的经济水平与财政实力为民生工程提供了强有力的保障。

近年来轨道交通行业持续快速发展，运营规模和规划在建规模持续增加，为支持轨道交通建设，各级政府在资本金方面给予较大支持。未来，随着轨道交通相关资源的开发成熟，预计能为轨道交通线路的运营提供一定的盈利补充

2000 年以来，我国轨道交通每年运营里程不断增长。“十五”期间我国轨道交通每年平均新增运营里程 79.80 公里，“十一五”期间每年平均新增运营里程 182.00 公里，“十二五”期间每年平均新增运营

里程 432.60 公里，进入“十三五”来，累计新增运营线路长度 2,143.4 公里，年均新增运营线路长度 714.5 公里。截至 2019 年底，共有 40 个城市开通城轨交通运营线路 208 条，运营线路总长度达 6,736.2 公里。

图 1：2015~2019 年末我国轨道交通运营里程情况



资料来源：城市轨道交通年度统计和分析报告，中诚信国际整理

从新增运营线路长度看，2019 年新增温州、济南、常州、徐州、呼和浩特 5 市，新增运营线路 25 条，新增运营线路长度 974.8 公里。从新增运营线路长度看，成都新增 105.9 公里，居全国首位，北京、郑州、沈阳、温州增量超过 50 公里。从增长幅度看，增长率超过 100%的有厦门、福州，分别增长 137.3%、117.1%；合肥、乌鲁木齐、南宁次之，增长率均超过 50%。

从运营线网规模看，截至 2019 年末，全国共计 18 个城市的线网规模达到 100 公里或以上。其中，上海 809.9 公里，北京 771.8 公里，两市运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。此外，广州运营线路长度超过 500 公里，成都运营线路长度快速增长跨进 400 公里，南京、武汉、重庆、深圳运营线路长度均超过 300 公里，天津、苏州运营线路长度均超过 200 公里。

从客运量情况来看，城轨交通 2019 年全年累计完成客运量 237.1 亿人次，比上年增加 26.4 亿人次，增长 12.5%。2019 年全年北京累计完成客运量 39.6 亿人次，上海累计完成客运量 38.8 亿人次，广州累计完成客运量 33.1 亿人次，深圳累计完成客运量 17.9 亿人次，北京、上海、广州、深圳客运量占

全国总客运量的 54.6%。成都、武汉、南京和重庆各市累计完成客运量均突破 10 亿人次。

运营经济方面，据不完全统计(本次计入 31 个城市数据，不含部分市域快轨和有轨电车数据和数据填报不完整城市)，2019 年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本 23.4 元，同比下降 0.4 元；平均单位人公里运营成本 0.69 元，同比下降 0.15 元；总成本中工费占比 48.8%，同比增加 1.2 个百分点；电费占比 10.2%，同比下降 0.7 个百分点。全国城轨交通平均单位车公里运营收入 16.7 元，同比下降 0.5 元；平均单位人公里运营收入 0.47 元，同比下降 0.01 元。车公里运营收入和人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、杭州、长沙、青岛、厦门，均为资源经营收入较高的城市。平均单位票款收入 0.28 元/人公里，同比增长 0.01 元。杭州、贵阳、福州、常州、石家庄、无锡、长沙单位票款收入超过 0.3 元/人公里。

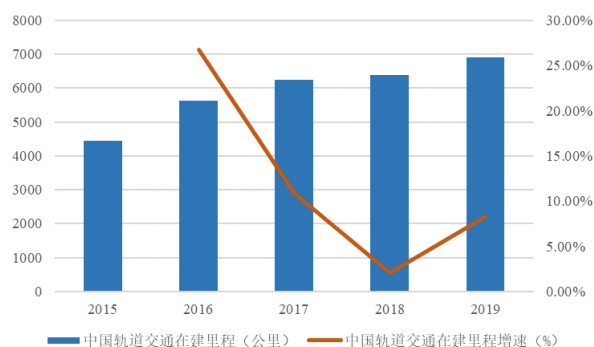
在建项目方面，截至 2019 年末，中国大陆地区有 56 个城市（个别由地方政府批复项目未纳入统计）在建线路总规模 6,902.5 公里（含部分 2019 年当年仍有建设进展和投资额发生的新投运项目），同比增长 8.3%；其中，地铁 5,942.7 公里，占比 86.1%；轻轨 5.4 公里，占比 0.1%；单轨 46.8 公里，占比 0.7%；市域快轨 489.5 公里，占比 7.1%；现代有轨电车 407.9 公里，占比 5.9%；磁浮交通 10.2 公里，占比 0.1%。在建线路 279 条（段），共有 24 个城市的在建线路超过 100 公里。

轨道交通项目投资方面，截至 2019 年末，中国内地在建线路可研批复投资累计 46,430.3 亿元，初设批复投资累计 39,937.4 亿元。2019 年当年共完成建设投资 5,958.9 亿元，同比增长 8.9%，当年完成建设投资额占可研批复投资额的 12.8%。

规划方面，截至 2019 年末，全国共有 65 个城市的城轨交通线网规划获批(含地方政府批复的 21 个城市)，在实施的建设规划线路总长达 7,339.4 公里。我国城轨交通项目总投资额保持相对高位，各城市建设规划获批在实施的规模进一步扩大，部分

城市启动新一轮建设规划。继一线城市后，绝大部分省会城市和部分发展较快的新兴城市的城轨交通相继成网，城轨交通网络化程度逐步提高。

图 2：2015~2019 年末我国轨道交通在建里程情况



资料来源：城市轨道交通年度统计和分析报告，中诚信国际整理

轨道交通投融资方面，轨道交通属于资本密集型产业，同时又具有准公共产品属性和规模经济的特征，以上特性决定了在我国轨道交通建设以及运营初期仍需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以保障项目建设顺利推进，还需要持续的财政投入以保障线路系统的安全运行。国务院办公厅于 2018 年 7 月 13 日下发了《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》（以下简称“52 号文”）。针对地铁审批，52 号文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；申报建设轻轨的城市一般公共预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1,500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次、0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时 3 万人次以上、1 万人次以上。以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整。在强化项目风险管控方面，52 号文提出，严控地方政府债务风险。进一步加大财政约束力度，按照严控债务增量、有序化解债务存量的

要求，严格防范城市政府因城市轨道交通建设新增地方政府债务风险，严禁通过融资平台公司或以 PPP 等名义违规变相举债。对举债融资不符合法律法规或未落实偿债资金来源的城市轨道交通项目，发展改革部门不得审批（核准）；对列入地方政府债务风险预警范围的城市，应暂缓审批（核准）其新项目。

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，并与各区的经济发展结合起来。同时，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。

此外，轨道交通还具有项目建设周期长，一次性投资大，后期运营维护成本高昂的特点。国外经验表明，设备的购置、安装等费用约占轨道交通总投资的 40~50%。国务院办公厅于 1999 年 2 月转发的原国家计委《关于城市轨道交通设备国产化的实施意见》提出，“城市轨道交通项目，无论使用何种建设资金，其全部轨道车辆和机电设备的平均国产化率要确保不低于 70%”。国产化的实施使得轨道交通项目建设成本大幅下降，但总体来看，轨道交通仍然是城市基础设施建设中投资规模最大的工程，而上述建设成本通常最终沦为沉没成本。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。

从目前的经营概况来看，轨道交通作为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。加之轨道交通具备较强的网络效应，单一线路通常缺乏吸引，而我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，除上海、北京、广州、深圳外，其他城市建成的线路相对较少，网络化效应不明显，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。因此，轨道交通项目投入运营后，其沿线的商贸、广告等经营性业务通常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，通过运营相关资源的收益部分弥补地铁运营的亏损。

中诚信国际关注到，近年来轨道交通行业虽然持续快速发展，但轨道交通的建设需求依旧很大，规划、在建线路数量和里程均较大，未来面临一定的投资压力。同时，地铁相关的广告、商贸、地下空间、房地产开发等相关资源开发业务到成熟运营尚需较长一段时间，需关注其为轨道交通线路盈利补充的释放节奏。

地铁运营业务是公司的核心业务，随着地铁路网的逐步完善，运营收入逐步增加；此外，政府提供的票价补贴和安检补贴为该业务正常持续运营提供保障

公司地铁运营业务涉及车辆运输、客运组织、行车电力调度、供电、通信信号、机电和线路等。从已投入运行的线路来看，截至 2020 年 3 月末，公司运营线路达 14 条（段），包括 1~9 号线、13 号线首期、14 号线及知识城线、21 号线（首通段）、APM 线和广佛线，运营总里程 514.77 公里，车站数量总计 271 座。

公司地铁线路开通后一段时间内（一般为 2 年）属于试运营期，在会计处理上仍计入在建工程科目，试运营期间地铁线路收入直接冲抵建设成本，不计入公司营业总收入。

此外，广佛线由公司（以下简称“佛山轨道公司”）共同投资建设，是国内首条跨越地级行政区的地铁线路，建成后由公司进行运营管理。截至 2019 年末，公司持有广东广佛轨道交通有限公司（以下简称“广佛轨道公司”）56.52%的股份，但并未将其纳入合并报表范围，广佛线票务收入不计入公司地铁运营收入。根据公司与广佛轨道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。

表 2：截至 2020 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~广州东站
2 号线	20.20	16	三元里~万胜围
3 号线及 3 号线北延线	67.30	30	番禺广场~天河客运站，体育西路~机场南
4 号线	59.30	23	黄村~南沙客运港
5 号线	31.90	24	滘口~文冲
6 号线	42.10	31	浔峰岗~香雪
7 号线一期	18.60	9	广州南~大学城南
8 号线延长线	29.20	23	江南西~广州南站，三元里~嘉禾望岗，晓港~文化公园
9 号线一期	20.00	11	高增~飞鹅岭
13 号线首期	27.03	11	鱼珠~新沙
14 号线及知识城线	76.30	22	嘉禾望岗~东风，新和~镇龙
21 号线（首通段）	61.50	21	员村~增城广场
APM 线	3.94	9	广州塔~林和西
广佛线	38.90	25	沥滘~新城东
合计	514.77	271	-

资料来源：公司提供

2019 年广州地铁总客运量 33.06 亿人次，日均客运量 905.72 万人次，实现票务收入 63.46 亿元。2020 年第一季度，广州地铁总客运量 3.64 亿人次，日均客运量 399.76 万人次，实现票务收入 7.82 亿元。

表 3：2017~2019 年及 2020 年 1-3 月，广州地铁全年运营情况

	客运总量 (亿人次)	日均客运量 (万人次)	票务收入 (亿元)
2017	28.03	767.82	47.88
2018	30.26	829.03	51.11
2019	33.06	905.72	63.46
2020.1-3	3.64	399.76	7.82

注：票务收入中包含广佛线及试运行线路票务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

票价方面，广州地铁线网票价实行按里程分段计价：4 公里以内 2 元；4~12 公里范围内每递增 4 公里增加 1 元；12~24 公里范围内每递增 6 公里增加 1 元；24 公里以后，每递增 8 公里增加 1 元；APM 线实行 2 元的单一票制。2017~2019 年及 2020 年 1-3 月，公司分别实现票务收入 47.88 亿元、51.11 亿元、63.46 亿元和 7.82 亿元。随着地铁线路的增加，地铁线网逐步完善，整体运营效率随之增加，从而带动票务收入呈自然增长。此外，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。2017~2019 年及 2020 年 1-3 月，公司分别获得票价优惠补贴 13.81 亿元、12.74 亿元、4.08 亿元和 2.00 亿元，其中 2019 年明显减少主要系扣除以前票价优惠补贴的应缴税费。

安全保障方面，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。自 2015 年 9 月起，广州地铁对运营线路（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，广州地铁稳步实施全网安检升级，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。2018~2019 年，公司分别获得地铁安检补贴 3.24 亿元和 4.55 亿元。

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。

线网建设主要依据广州市建设规划开展，尚需投入资金规模较大，存在一定资金压力

广州市“十三五”规划提出了建设成为国家中心城市的总目标，要求通过轨道交通线网规划落实城市区域功能优化，打造国际性综合交通枢纽。根据《广州市 2016~2020 年轨道交通线网建设规划》，

2016 年~2020 年广州市轨道交通将新建成开通线路 346 公里，完成新线建设投资 1,618 亿元，到 2020 年形成“环线+放射线”地铁线网。

截至 2020 年 3 月末，公司在建地铁线路共计 12 条，总投资 2,778.69 亿元，已完成投资 705.71 亿元，其中已到位资本金 406.62 亿元。公司在建轨道交通项目资本金由市级和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，公司的在建项目有 1,012.19 亿元将来自于财政资金，占总投资比重为 36.43%。目前公司主要在建线路未来仍需投入 2,072.98 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。

表 4：截至 2020 年 3 月末公司主要在建线路情况

线路	建设长度 (公里)	建设期间	总投资 (亿元)	资金来源		累计完成投资 (亿元)	已到位资本金 (亿元)
				资本金（财政） (亿元)	债务投资 (亿元)		
3 号线东延段	9.58	2018~2023	66.71	22.68	44.03	6.22	3.77
5 号线东延段	9.80	2018~2022	87.63	29.80	57.84	8.21	12.19
7 号线二期	21.90	2018~2023	169.25	57.54	111.70	25.29	23.35
轨道交通七号线西延顺德段	13.40	2017~2021	9.65	9.65	0.00	1.41	1.41
8 号线北延段	16.30	2013~2019	134.56	60.55	74.01	118.45	61.99
10 号线	19.15	2018~2023	240.99	81.94	159.05	24.73	10.47
11 号线	42.80	2016~2022	420.58	189.26	231.32	159.27	88.74
12 号线	37.60	2018~2023	374.40	127.30	247.11	42.74	9.89
13 号线二期	33.50	2017~2022	410.85	139.69	271.16	65.14	22.96
14 号线二期	11.90	2018~2022	106.20	36.11	70.09	8.30	20.72
18 号线	61.30	2017~2022	493.00	167.62	325.38	170.49	122.08
22 号线	30.80	2017~2022	264.87	90.06	174.81	75.45	29.05
合计	308.03	-	2,778.69	1,012.19	1,766.50	705.71	406.62

注：1.轨道交通七号线西延顺德段全长 13.4 公里，其中广州段长约 1.64 公里；2.小数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

此外，公司在推动地铁线网建设的同时，承担着地铁相连区域土地开发整理任务，开发完成后由政府向公司返还相关成本，不产生收入。2017~2019 年，公司账面上土地开发整理成本余额分别为 43.45 亿元、46.55 亿元和 48.91 亿元，其中 2017 年计入存货科目，但因该部分投入成本不产生收入，2018 年公司将其转入其他流动资产中的代垫费用。2017 年，公司收到土地储备收益资金 10.00 亿元，2018~2019 年及 2020 年 1-3 月，公司分别收到土地整理成本返还 14.26 亿元、13.94 亿元和 4.68 亿元。

中诚信国际认为，广州市国际化、城市化进程的加速为广州市轨道交通行业带来了良好的发展机遇，广州地铁已进入加快建设时期。目前，公司在建地铁线路的资本金占比较高，且到位情况较好。但同时，公司在建地铁线路仍面临较大的投资需求，公司轨道交通建设面临较大的资本支出压力。

物业开发充分利用地铁线路优势，是公司经营的重点业务，为公司收入和利润形成有效的补充，但受

宏观调控政策影响较大

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，建设完成后，住宅部分全部用于出售，商用部分根据具体情况选择自持、出售、出租或运营。

截至 2020 年 3 月末，公司已完工房地产项目包括紫薇花园、地铁金融城、万胜广场和荔胜广场等，开发模式均为自行开发。其中紫薇花园项目总投资 5.84 亿元，主要用途为住宅和社区商铺，完工后均采用对外出售方式取得收益。截至 2020 年 3 月末，紫薇花园项目可销售面积 11.51 万平方米，已销售面积 11.48 万平方米，累计实现销售签约额 8.92 亿元，已结转收入 8.91 亿元。

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 26.88 亿元，是住宅、酒店、写字楼和裙楼商铺等综合建筑体。截至 2020 年 3 月末，地铁金融城项目已销售面积 19.43 万平方米，累计实现销售签约额 22.49 亿元；可出租面积 8.43 万平方米，2019 年起该项目用途变动，将不再对外出租。2019 年地铁金融城项目商场（裙楼商铺）和酒店分别实现运营收入 256 万元和 1,301 万元，计入公司资源经营业务收入。

万胜广场项目位于广州市琶洲商圈，总投资 35.81 亿元，建成后部分作为公司自用，是广州市地

铁指挥中心及广州地铁博物馆所在地，其余部分作为商场及写字楼对外出租。截至 2020 年 3 月末，万胜广场项目可出租面积 11.53 万平方米，出租率达 71%。

荔胜广场为公司新完工房地产开发项目，总投资 11.44 亿元，建成后采取部分出售部分出租的方式取得收益。该项目可出售面积 0.16 万平方米，截至 2020 年 3 月末已销售面积 3.10 万平方米，累计实现销售签约额 8.02 亿元；可出租面积 8.27 万平方米，截至 2020 年 3 月末出租率为 65%，预计随运营开展将稳步提升。

此外，公司在建项目中的悦江上品和品秀星图项目也已实现销售。截至 2020 年 3 月末，悦江上品项目已销售面积 14.68 万平方米，累计实现销售签约额 46.17 亿元，已确认收入 39.65 亿元；品秀星图项目已销售面积 23.88 万平方米，累计实现销售签约额 60.97 亿元，尚未确认收入。

2019 年及 2020 年 1-3 月，公司物业销售业务分别实现收入 25.41 亿元和 6.46 亿元¹，其中 2019 年物业销售收入同比增长 527.38%，主要系地铁金融城西塔写字楼、悦江上品以及荔胜广场分别实现销售收入 4.11 亿元、13.92 亿元和 7.68 亿元；物业租赁业务分别实现收入 2.34 亿元、2.43 亿元、2.56 亿元和 0.43 亿元。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司主要已完工房地产开发项目情况（万平方米、亿元）

项目	开发模式	主要用途	总投资	可销售面积	已销售面积	累计销售签约额	可出租面积	出租率	累计确认收入
紫薇花园	自行开发	住宅、社区商铺	5.84	11.51	11.48	8.92	--	--	8.91
地铁金融城	自行开发	住宅、酒店、写字楼、商场	26.88	-	19.43	22.49	8.43	--	23.06
万胜广场	自行开发	写字楼、商场、地铁指挥中心	35.81	--	--	--	11.53	71%	2.83
荔胜广场	自行开发	写字楼、商场	11.44	0.16	3.10	8.02	8.27	65%	7.60
合计	--	--	79.98	11.67	34.01	39.43	28.23	--	42.40

注：1. 累计确认收入中包含物业出售收入及物业出租收入；2. 地铁金融城项目自 2019 年起用途变动，停止对外出租，2018 年末出租率为 57%；

3. 总销售面积=可销售面积+已销售面积。

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司在建房地产开发项目 6 个，包括悦江上品、品秀星图、汉溪长隆、品

建收入。

¹ 2020 年一季度物业销售收入为 RJ6\7 地块结转收入 4.54 亿元、悦江上品项目收入约 1.90 亿元一级白云湖咽喉区代

秀星瀚、品秀星樾和品实·云湖花城项目，其中除悦江上品项目为公司自行开发外，其余项目均为合作开发，合作方包括广州越秀企业集团有限公司（以下简称“越秀集团”）和新世界发展（中国）有

限公司（以下简称“新世界发展”）等。截至 2020 年 3 月末，公司在建房地产开发项目总投资 768.49 亿元，累计已完成投资 513.89 亿元。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司在建房地产开发项目情况（万平方米、亿元）

项目	开发模式	主要用途	用地面积	建筑面积	总投资	累计完成投资
悦江上品	自行开发	住宅、社区商铺	10.44	41.95	52.54	39.08
品秀星图	合作开发	住宅、社区商铺、其他	32.33	133.14	211.55	159.13
汉溪长隆	合作开发	商场、住宅、酒店、写字楼	7.09	44.84	105.75	76.54
品秀星瀚	合作开发	住宅、租赁房、社区配套	24.21	103.09	139.82	71.64
品秀星樾	合作开发	洋房、别墅、高端人才公寓	31.24	93.13	142.69	87.11
品实·云湖花城	合作开发	住宅	22.29	52.12	116.14	80.38
合计	--	--	127.60	468.28	768.49	513.89

注：1.悦江上品是公司鹤山市方圆房地产发展有限公司共同拿地、独立开发的项目，累计完成投资额为资金支付口径；2.小数差异系四舍五入导致。

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司拟建房地产开发项目为镇龙项目和水西项目，预计总投资 84.00 亿元，目前已取得建设用地规划许可证，建设周期分别为 5 年和 4 年，预计 2020~2021 年投资计划分别为 50.40 亿元和 33.60 亿元。

总体上看，“地铁+物业”仍是公司目前和未来的经营重点。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，可通过与国内领先地产商合作，积累开发经验。此外，政府政策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。但是，目前房地产市场走势仍不明朗，公司土地资源开发业务受宏观调控政策影响较大，为公司经营带来一定风险。

商业资源经营是地铁运营的衍生业务，为公司提供稳定的收入来源

广州地铁商业资源经营业务涵盖广告、商贸、通信等方面，商业资源经营主要围绕地铁线网周边策划、开发、运营和管理。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司商业资源经营板块收入分别为 10.89 亿元和 1.76 亿元，保持稳定增长趋势。

公司广告业务分为传统媒体和播音导向两个板块，其中传统媒体板块由子公司广州地铁德高广告有限公司和广州地铁传媒有限公司（以下简称“地铁传媒”）负责，通过合作经营的方式，对地铁

车站、通道及出入口的传统媒体（如灯箱、列车看板 and 立柱等）进行运营；播音导向板块由地铁传媒负责，采取代理模式对列车车厢播音、车站出口咨询和出口导向等进行经营。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司分别实现广告收入 7.05 亿元和 1.05 亿元。

公司商贸经营包括商贸资源的经营策划、招商、经营管理及服务。经营业态包括站厅商铺（如便利店、鲜花店和餐饮店等）、自助设备（如售货机、充值服务机和银行服务机等）和地铁商业街等。其中站厅商铺和自助设备采取自主招商模式进行经营，地铁商业街采用代理方式进行经营。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司分别实现商贸经营收入 1.93 亿元和 0.18 亿元。

通信系统是解决地下空间通信盲区的重要设施，不仅为乘客提供无缝隙、不间断的移动通信服务和 IC 卡电话服务，还为地铁商户提供有线电话、数据专线、上网等服务。通信系统运营商因租用公司铺设的通信电缆或占用地铁空间铺设通信电缆而向公司支付一定的费用。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司分别实现通信系统收入 1.91 亿元和 0.54 亿元。目前，公司还在研究信息网站、蓝牙、WIFI、RFID 技术的商业应用，给乘客提供更多的通信增值服务。

行业对外服务业务系充分利用公司多年建设运营经验，对外提供全产业链服务，该板块收入稳步增

加

广州地铁依靠多年沉淀的轨道交通建设运营经验，积极开拓对外服务业务，为行业客户提供价值链全过程的服务，包括地铁设计、培训和监理等。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司对外服务收入分别为 22.33 亿元和 4.76 亿元。

公司设计业务由下属子公司广州地铁设计研究院股份有限公司（以下简称“设计院”）负责，设计院成立于 1993 年，拥有国家工程设计综合甲级资质等核心的业务资质，业务范围涵盖城市轨道交通、建筑、道路、桥梁等工程的规划、勘测、设计、咨询、工程总承包等领域。截至 2020 年 3 月末，设计院组织参加了近百个设计、咨询项目的投标工作，承担了包括广州、北京和西安等 35 个城市的轨道交通的规划、设计、咨询任务，承接了全国 65 条城市轨道交通线路总体总包设计项目，涵盖地铁、轻轨、城际轨道交通、现代有轨电车、自动导轨系统等多种类型，运营通车里程超过 500 公里。

公司培训业务由广州城市轨道交通培训学院有限公司（以下简称“培训学院”）负责。培训学院由广州地铁与其他 7 家城轨企业于 2010 年联合出资设立，广州地铁持股 36%。公司培训业务分为两种模式，一是承接新建城轨企业的技能人员岗前培训；二是为已开通城轨企业提供企业管理咨询、在岗人员提升培训等。培训学院自成立以来，经营收入稳步增长，2011~2019 年末，累计实现经营收入 3.33 亿元，累计实现税后利润 0.18 亿元。

监理方面，广州轨道交通建设监理有限公司（以下简称“监理公司”）2011 年 3 月完成了股权划转，成为广州地铁的全资子公司。该公司拥有市政工程监理甲级，房屋建筑工程监理甲级、机电安装工程监理乙级、招标代理机构乙级以及工程咨询丙级等多项资质，业务范围涵盖地铁土建监理、机电安装监理、综合枢纽、地铁铺轨监理、车辆监造、项目管理、业主代建、招标管理等。监理公司参加了近百个监理、代建、项目咨询、车辆咨询及监造、

地保业务等投标工作，承担了包括广州、深圳、长沙、南京、南宁、西安、厦门等 15 个城市的轨道交通监理、项目咨询、车辆监造等业务共 180 个项目工点。

轨道交通车辆及维修方面，公司与中车株洲电力机车有限公司合资成立广州中车轨道交通装备有限公司，主要从事地铁列车制造、地铁列车架大修和地铁列车售后维保等，自 2011 年实现首车下线以来，随着规模化量产，收入稳步提高。

财务分析

以下分析基于公司提供的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 2017~2019 年审计报告和未经审计的 2020 年一季度财务报表。其中，2017~2018 年财务数据为 2018~2019 年审计报告期初数，2019 年财务数据为 2019 年审计报告期末数。公司各期财务报告按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

公司收入规模稳步增长，收入结构以地铁运营为主，毛利率水平略有波动；受公司业务公益性的影响，利润总额主要来自其他收益和投资收益

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，2019 年及 2020 年 1-3 月，公司营业总收入分别为 122.34 亿元和 22.03 亿元，其中 2019 年明显增长主要系房地产销售收入的增加。2020 年一季度营业收入明显下降主要系受新冠肺炎疫情的影响，地铁运营收入有所下滑。

从毛利率来看，2019 年及 2020 年 1-3 月，公司营业毛利率分别为 21.81%和 16.86%，2019 年营业毛利率较上年明显上升，主要系当年房地产销售规模较大。地铁运营业务毛利率仍然为负，主要系轨道交通具有公益性质而处于长期亏损状态，其中，2019 年略有上升主要系计提减值准备较去年有所下降；2020 年一季度受疫情影响，地铁运营量大

幅下降导致业务毛利率下降明显；此外，资源经营业务毛利率近年来较为稳定，保持在 70%~80%的水

平，而行业对外服务业务毛利率近年来呈现大幅波动态势。

表 7：2017~2019 年及 2020 年 1-3 月公司分业务收入及毛利率情况（亿元，%）

项目	2017		2018		2019		2020.1-3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
地铁运营业务	47.88	-12.11	49.94	-21.22	55.15	-17.23	6.97	-74.54
物业开发	15.40	31.37	6.44	27.14	27.97	56.79	7.34	71.42
资源经营	9.79	72.60	11.75	70.57	10.89	81.51	1.76	78.75
行业对外服务	17.60	61.01	18.88	31.13	22.33	30.37	4.76	24.99
其他	0.50	93.90	3.82	63.42	5.99	95.59	1.20	91.06
合计	91.17	13.24	90.83	8.53	122.34	21.81	22.03	16.86

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用主要由财务费用及管理费用构成，近年来随着公司投资建设的城市轨道交通项目不断增多，融资规模亦不断扩大，利息支出也随之增长，受此影响，公司期间费用持续增长，2019 年及 2020 年 1-3 月，公司期间费用分别为 38.39 亿元和 4.26 亿元；同期，管理费用分别为 13.71 亿元和 1.80 亿元，主要由职工薪酬构成；财务费用分别为 21.79 亿元和 2.17 亿元。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司期间费用率分别为 31.38%和 19.35%，公司期间费用控制能力有待提升。

公司利润总额主要来自于其他收益和投资收益。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司经营性业务利润分别为-9.81 亿元和-1.37 亿元，公司整体经营性业务利润为负主要由地铁运营的公益性所致，地铁运营的维护支出水平较高，而较低的票价水平难以覆盖固定支出，因而政府通过提供补助方式弥补公司的业务亏损以及支持正常的运营发展，同期，公司其他收益分别为 9.07 亿元和 0.39 亿元，主要系票价补贴、利息补贴和安检补贴。同期，公司投资收益分别为 26.41 亿元和-0.03 亿元，2019 年主要系转让房地产项目公司取得的投资收益 18.73 亿元、持有长期股权投资取得的投资收益 5.02 亿元以及银行理财收益 2.09 亿元。此外，同期公司的资产减值损失分别为 5.13 亿元和-0.06 亿元，主要为固定资产减值损失。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1-3
销售费用	1.12	1.00	1.59	0.25

管理费用	8.25	10.99	13.71	1.80
研发费用	0.94	0.94	1.30	0.05
财务费用	11.26	16.30	21.79	2.17
费用合计	21.58	29.22	38.39	4.26
期间费用率	23.67%	32.17%	31.38%	19.35%
经营性业务利润	7.73	-6.19	-9.81	-1.37
其中：其他收益	19.84	17.30	9.07	0.39
资产减值损失	-3.44	-16.08	-5.13	0.06
投资收益	-0.33	23.68	26.41	-0.03
营业外损益	-0.59	-0.12	-0.09	0.07
利润总额	2.22	2.72	11.48	-1.28

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，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，公司主要通过票价优惠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，此外票价优惠补贴的及时性也将影响公司的盈利，中诚信国际将对此保持关注。

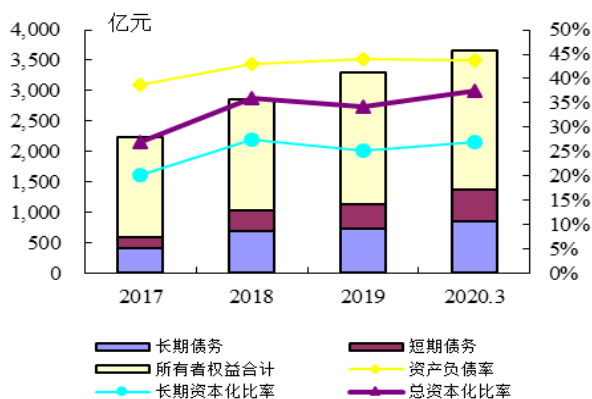
随着轨道交通投资力度增加，资产规模增长；公司以城轨为主，整体流动性略差；整体杠杆水平适中，但债务融资规模较大；但鉴于自有资本实力以及政府支持力度，整体风险可控

随着轨道交通投资力度的加大，近年来公司资产规模呈现快速上升态势。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司总资产分别为 3,892.47 亿元和 4,063.19 亿元。负债方面，随着公司轨道交通建设不断推进，公司自有资本仍难以满足资本扩张的速度，外部融

资需求有所增加，负债规模有所上升，同期，公司总负债分别为 1,714.56 亿元和 1,773.14 亿元；自有资本方面，公司所有者权益分别为 2,177.91 亿元和 2,290.05 亿元。

财务杠杆方面，受负债增长的影响，公司杠杆水平有所提升，2019 年及 2020 年 3 月末，公司资产负债率分别为 44.05% 和 43.64%，2019 年末较上年末增加 2.88%，同期，总资本化比率分别为 35.61% 和 37.39%，2019 年末较上年末增加 2.01%。

图 3：2017~2019 年及 2020 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

资产结构方面，公司资产主要由非流动资产构成。截至 2020 年 3 月末，公司流动资产和非流动资产分别为 1,045.04 亿元和 3,018.15 亿元，占总资产比例分别为 25.72% 和 74.28%。

非流动资产方面，截至 2019 年末，公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成，占比分别为 6.36%、6.97%、33.79%、39.60% 和 11.49%。截至 2019 年末，公司可供出售金融资产为 211.92 亿元，主要由公司投资的债务工具和权益工具构成；公司长期股权投资为 232.05 亿元，主要为公司对轨道交通行业上下游产业相关公司的投资，2019 年明显增加主要系增加对广东广汕铁路有限责任公司以及越秀地产股份有限公司等合营企业的投资；公司固定资产为 1,125.50 亿元，主要由已办理竣工决算的地铁线路的车站及隧道洞体等建筑物、运营设备和管理设备构成，2019 年因在建工程转入

而有所上升；公司在建工程为 1,318.88 亿元，主要为公司在建地铁线路，其中部分线路已通车运营，但因尚处于试运营期，在会计处理上仍计入在建工程，其运营收入直接冲抵建设成本，不计入公司营业总收入；公司其他非流动资产为 382.62 亿元，主要系预付工程款。

流动资产方面，截至 2019 年末，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，占流动资产的比重分别为 24.62%、29.53% 和 25.33%。截至 2019 年末，公司货币资金为 138.30 亿元。其中，受限资金合计 0.78 亿元，为代管资金和履约保证金；公司其他应收款为 165.90 亿元，主要系公司应收广州市品实房地产开发有限公司 38.07 亿元、应收广州市品悦房地产开发有限公司 33.24 亿元、应收广州市品荟房地产开发有限公司 33.03 亿元、应收广州耀胜房地产开发有限公司 26.09 亿元、应收广东广佛轨道交通有限公司 8.02 亿元，上述前五大其他应收款均为代垫费用，合计 138.46 亿元，占其他应收款合计的比例为 83.40%，账龄主要集中在 2 年以内；公司存货为 142.28 亿元，主要由公司在建房地产开发产品和已完工房地产开发产品构成。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	77.88	259.13	138.30	213.54
其他应收款	43.67	121.95	165.90	189.12
存货	285.92	256.24	142.28	141.74
可供出售金融资产	25.68	184.64	211.92	224.80
长期股权投资	48.80	125.69	232.05	231.98
固定资产	935.26	922.79	1,125.50	1,124.15
在建工程	902.07	1,118.65	1,318.88	1,377.50
其他非流动资产	0.14	354.85	382.62	0.26
总资产	2,664.67	3,520.56	3,892.47	4,063.19

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债结构方面，公司负债以非流动负债为主，截至 2020 年 3 月末，公司流动负债和非流动负债分别为 806.78 亿元和 966.36 亿元，占总负债比例分别为 45.50% 和 54.50%。

非流动负债方面，截至 2019 年末，公司非流动

负债为 956.04 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司长期借款为 380.39 亿元。其中，信用借款和保证借款分别为 352.87 亿元和 27.52 亿元。公司应付债券为 352.70 亿元，此外，2020 年一季度公司合计发行 60.00 亿元企业债。公司长期应付款为 147.03 亿元，主要系应付国开发展基金有限公司借款，利率 1.20% 以及应付南粤 4.65 亿售后回租项目，利率 4.17%。

截至 2019 年末，公司流动负债为 758.52 亿元，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。公司短期借款为 120.16 亿元，均为信用借款，近年来呈现快速增长态势；公司应付账款为 228.10 亿元，主要为公司应付工程款，主要因工程尚未进行结算而尚未支付；公司一年内到期的非流动负债为 160.73 亿元，主要系一年内到期的应付债券；公司其他流动负债为 112.31 亿元，其中 2019 年主要系短期应付债券 100.00 亿元、ABS 优先级票据 5.88 亿元和 ABN 优先级票据 5.95 亿元。

有息债务方面，随着公司项目投资规模扩大，公司债务规模大幅增加，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司总债务分别为 1,204.56 亿元和 1,367.31 亿元；同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.48 倍和 0.62 倍。公司短期债务主要用于地铁线路运营与维护，长期债务主要用于地铁线路建设，公司债务结构符合公司业务特点，但仍有一定优化空间。

债务到期方面，2020 年 4-12 月~2023 年，公司每年到期债务分别为 358.33 亿元、216.94 亿元、170.57 亿元和 129.74 亿元，公司近期面临一定的偿债压力。

表 10：截至 2020 年 3 月末公司总债务到期分布（亿元）

	2020.4-12	2021	2022	2023
到期金额	358.33	216.94	170.57	129.74

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

中诚信国际认为，近年来随着政府资金支持的注入以及轨道项目建设的推进，公司资产规模不断提升。同时，公司债务规模也处于较高水平，杠杆

水平较高，但基本与公司业务特点相匹配。此外，考虑到公司自有资本实力较强，整体仍处于健康水平。

受业务公益性的影响，公司经营活动净现金流整体为净流出，EBITDA 对债务本息覆盖能力较弱；但考虑到政府支持力度较大，公司备用流动性充足以及受限资产比例较小等，整体偿债压力相对较小

从获现能力来看，从获现能力来看，随着新建地铁进入运营状态及盈利能力的提升，公司 EBITDA 呈逐年增加态势，2019 年公司 EBITDA 为 43.44 亿元，主要由利润总额、利息支出和固定资产折旧构成，占比分别为 26.43%、51.66% 和 20.77%。

从偿债指标来看，2019 年公司总债务/EBITDA 为 27.73 倍，EBITDA 利息保障系数为 0.67 倍，公司 EBITDA 对债务本金覆盖能力一般。考虑到广州市政府对公司在轨道建设及运营方面的大力支持，公司总体偿债能力较强。

现金流方面，近年来，公司经营活动净现金流呈波动状态。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司经营活动净现金流分别为 134.07 亿元和 -16.07 亿元，其中 2019 年经营活动净现金流为正主要系商品房销售收入增加及合作方股权转让款所致。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司经营活动净现金流对债务的覆盖倍数分别 0.11 倍和 -0.01 倍；同期，对利息的覆盖倍数分别为 2.06 倍和 -1.30 倍。此外，公司在投资活动方面有较大资金需要，主要系用于在建地铁线路的投资，导致投资活动净现金流整体为负。公司主要通过筹资活动实现资金平衡。考虑到公司目前仍有较大规模的投资支出，未来公司筹资活动净现金流或将仍保持较大规模净流入。

表 11：2017~2019 年及 2020 年 3 月末公司偿债能力指标（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	218.77	343.31	392.18	520.92
长期债务	453.36	704.76	812.19	846.39
总债务	672.13	1,048.07	1,204.36	1,367.31
货币资金/短期债务	0.36	0.75	0.35	0.41
EBITDA/短期债务	0.11	0.08	0.11	-

经营活动净现金流	-114.38	-132.75	134.07	-16.07
投资活动净现金流	-214.71	-331.26	-484.81	-42.31
筹资活动净现金流	268.38	623.62	233.17	133.33
经营活动净现金/总债务	-0.17	-0.13	0.11	-0.01
经营活动净现金/利息支出	-3.86	-3.65	2.06	-1.30
EBITDA	25.05	26.93	43.44	-
总债务/EBITDA	26.83	38.92	27.73	-
EBITDA 利息倍数	0.85	0.74	0.67	-

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：公司财务报表，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2020 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 4,302.69 亿元，尚未使用的授信额度为等值人民币 3,295.97 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。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限货币资金 0.78 亿元，此外无其他受限资产。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 3 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为广州市地铁建设与运营的主体，为当地轨道交通产业发展做出了贡献，并在资本金补充、政府补贴以及债务置换等方面获得了政府的大力支持

广州市政府将轨道交通建设项目作为广州市基础设施建设重点。而公司是广州城市轨道交通建设、运营的主体，并在相应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。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。

资本金方面，广州市轨道交通建设项目资本金比例按线路可研报告批复确定，主要采取以下几种方式筹集：1、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。经调整后，2017~2019 年及 2020 年 1-3 月，公司分别获得广州市政府轨道交通建设专项资金 100.00 亿元、75.92 亿元、60.00 亿元和 108.14 亿元；2、广州市部分地铁线路投资采取市区共建的方式。2018~2019 年，公司分别收到新六区（越秀、荔湾、海珠、天河、黄埔、白云）专项资金投入 84.57 亿元和 29.24 亿元；3、广州市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²。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³。2017 年，公司收到土地储备收益资金 10.00 亿元。资本金以外的建设资金通过综合运用贷款、发行债券、信托租赁等融资工具筹集解决。

政府补贴方面，由于轨道交通具有较强的公益性，其运营收入往往难以覆盖其运营成本，广州市人民政府每年给与公司一定的补贴以保障其基本运营。2017 年~2019 年以及 2020 年 1-3 月，公司分别收到政府补贴 19.84 亿元、17.30 亿元、9.07 亿元和 0.39 亿元，主要由票价补贴、安检补贴和利息补贴构成。

政府债务置换方面，公司获得了广州市政府的

² 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》（穗交领办纪[2013]5 号）

³ 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）

有力支持。2017 年~2020 年 3 月末，公司共计完成政府债务置换 137.13 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司纳入政府债务核算的债务余额为 8.42 亿元。

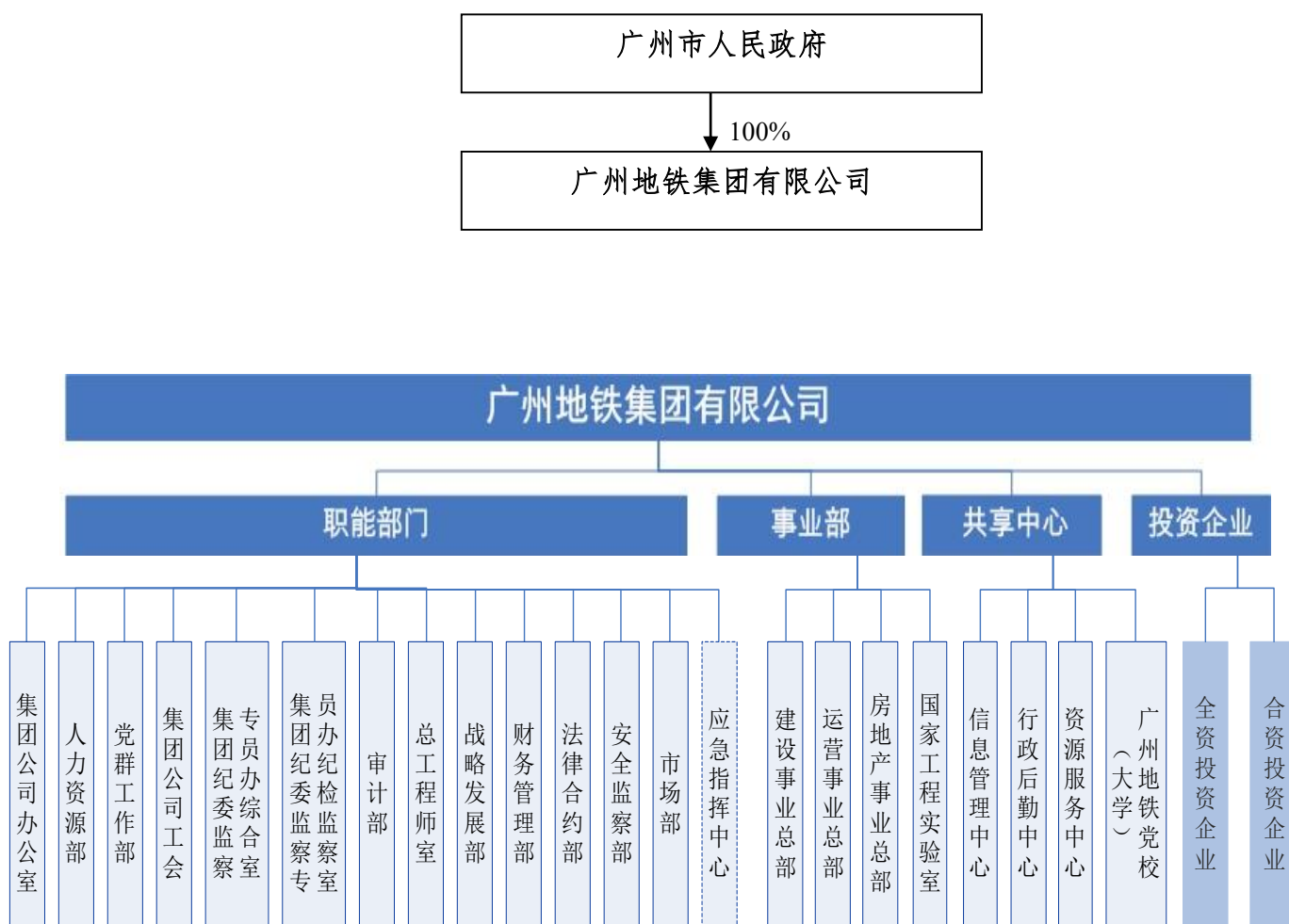
此外在税收优惠方面，广州市人民政府明确指出地铁建设工程所需缴纳的各种税费，在广州市权限范围内可免的，应当予以免收；可减的，应减至最低幅度。

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。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持广州地铁集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 广州地铁 MTN001”、“18 广州地铁 MTN001”、“18 广州地铁 MTN002”、“18 广州地铁 MTN003”、“18 广州地铁 MTN004”、“20 广州地铁 MTN001”、“20 广州地铁 MTN002”、“14 广州地铁债 01/PR 穗铁 01”、“14 广州地铁债 02/PR 穗铁 02”、“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”、“17 广州地铁专项债 01/17 广铁 01”、“19 广铁绿色债 01/G19 广铁 1”、“19 广铁绿色债 02/G19 广铁 2”、“19 广铁绿色债 03/G19 广铁 3”、“19 广铁绿色债 04/G19 广铁 4”、“20 广铁绿色债 01/G20 广铁 1”和“20 广铁绿色债 02/G20 广铁 2”的信用等级为 **AAA**。

附一：广州地铁集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：广州地铁集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	778,842.55	2,591,335.42	1,382,983.98	2,135,393.17
应收账款	194,331.12	197,797.72	188,694.16	189,729.08
其他应收款	436,674.62	1,219,480.43	1,659,000.77	1,891,183.37
存货	2,859,212.56	2,562,389.13	1,422,768.81	1,417,369.96
长期投资	842,814.55	3,206,252.01	4,439,760.00	4,567,792.33
在建工程	9,020,670.96	11,186,503.69	13,188,802.08	13,774,953.75
无形资产	37,332.69	36,009.68	35,992.23	35,829.21
总资产	26,646,679.13	35,205,626.64	38,924,670.12	40,631,922.81
其他应付款	155,393.72	208,547.95	151,857.42	243,024.36
短期债务	2,187,668.86	3,433,064.68	3,921,752.58	5,209,213.31
长期债务	4,533,585.42	7,047,639.07	8,121,891.78	8,463,909.54
总债务	6,721,254.27	10,480,703.75	12,043,644.37	13,673,122.85
总负债	10,318,532.43	14,493,490.94	17,145,571.99	17,731,419.77
费用化利息支出	136,204.76	143,030.60	224,399.65	25,893.20
资本化利息支出	159,994.69	220,196.00	427,277.71	98,137.95
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	7,295.41	21,703.71	19,959.47	20,614.89
所有者权益合计	16,328,146.70	20,712,135.69	21,779,098.13	22,900,503.05
营业总收入	911,661.25	908,348.24	1,223,387.39	220,324.92
经营性业务利润	77,298.85	-61,850.88	-98,147.28	-13,732.45
投资收益	-3,329.62	236,840.46	264,069.84	-273.10
净利润	13,799.55	18,026.65	104,420.31	-13,706.32
EBIT	158,390.56	170,268.34	339,225.11	-
EBITDA	250,496.28	269,303.00	434,392.56	-
销售商品、提供劳务收到的现金	944,516.01	1,023,980.33	1,469,362.01	240,300.39
收到其他与经营活动有关的现金	830,856.78	1,425,568.85	1,869,566.58	44,728.68
购买商品、接受劳务支付的现金	2,350,174.17	2,347,818.32	546,367.54	111,753.19
支付其他与经营活动有关的现金	101,258.71	832,620.02	918,606.37	33,245.06
吸收投资收到的现金	1,684,391.39	2,577,541.65	1,141,849.65	268,137.54
资本支出	2,214,267.63	3,056,572.40	3,855,124.51	279,984.79
经营活动产生现金净流量	-1,143,782.98	-1,327,529.22	1,340,665.98	-160,721.49
投资活动产生现金净流量	-2,147,074.08	-3,312,617.20	-4,848,063.68	-423,102.42
筹资活动产生现金净流量	2,683,790.45	6,236,211.28	2,331,661.49	1,333,322.10
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率（%）	13.24	8.53	21.81	14.93
期间费用率（%）	23.67	32.17	31.38	19.35
应收类款项/总资产（%）	2.37	4.03	4.75	5.12
收现比（X）	1.04	1.13	1.20	1.09
总资产收益率（%）	0.64	0.58	0.92	0.13*
资产负债率（%）	38.72	41.17	44.05	43.64
总资本化比率（%）	29.16	33.60	35.61	37.39
短期债务/总债务（X）	0.33	0.33	0.33	0.38
FFO/总债务（X）	0.04	0.02	0.02	-0.05*
FFO 利息倍数（X）	0.91	0.57	0.32	-1.30
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	-3.86	-3.65	2.06	-1.30
总债务/EBITDA（X）	26.83	38.92	27.73	-
EBITDA/短期债务（X）	0.11	0.08	0.11	-
货币资金/短期债务（X）	0.36	0.75	0.35	0.41
EBITDA 利息倍数（X）	0.85	0.74	0.67	-

注：1、公司所有财务报告执行新会计准则；2、中诚信国际已将其他流动负债调入“短期债务”，长期应付款中的有息债务及其他非流动负债调入“长期债务”；3、公司未提供 2020 年一季度现金流量补充表，故相关计算指标失效；4、标*的数据已进行年化。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+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
	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)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入—营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入—营业成本合计—税金及附加—销售费用—管理费用—研发费用—财务费用+其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。