



深圳市地铁集团有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0315 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 30 日

本次跟踪发行人及评级结果

深圳市地铁集团有限公司

AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“20 深地铁债 01/20SZMC01”、“21 深地铁债 02/21SZMC02”、
 “21 深地铁债 03/21SZMC03”、“21 深地铁债 04/21SZMC04”、
 “21 深地铁债 05/21SZMC05”、“21 深地铁债 06/21SZMC06”、
 “22 深铁绿色债 01/22SZMC01”、“21 深圳地铁 MTN002”、
 “21 深圳地铁 MTN003（碳中和债）”、“21 深圳地铁 MTN004（碳中和债）”、
 “21 深圳地铁 MTN005”、“21 深圳地铁 MTN006（碳中和债）”、
 “21 深圳地铁 MTN007（碳中和债）”、“23 深圳地铁 MTN003A”、
 “23 深圳地铁 MTN003B”、“23 深圳地铁 MTN004”、“23 深圳地铁 MTN005”、
 “23 深圳地铁 MTN006”、“24 深圳地铁 MTN001”、“24 深圳地铁 MTN002”、
 “20 深铁 G4”、“21 深铁 06”、“21 深铁 09”、“21 深 G11”、“21 深 G12”、
 “22 深铁 G3”、“22 深铁 G5”、“22 深铁 06”、“22 深铁 08”、“22 深铁 09”、
 “23 深铁 01”、“23 深铁 02”、“23 深铁 03”、“23 深铁 04”、“23 深铁 05”、
 “23 深铁 06”、“23 深铁 07”、“23 深铁 08”、“23 深铁 09”、“23 深铁 10”、
 “23 深铁 11”、“23 深铁 12”、“23 深铁 13”、“23 深铁 14”、“23 深铁 15”、
 “24 深铁 01”、“24 深铁 02”、“24 深铁 03”、“24 深铁 04”、“24 深铁 05”、
 “24 深铁 06”、“24 深铁 07”、“24 深铁 08” 和 “24 深铁 09”

AAA
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。

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为深圳市的政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力在国内领先，潜在的支持能力很强。深圳市地铁集团有限公司（以下简称“深圳地铁”或“公司”）在深圳市轨道交通领域中发挥重要作用，战略地位显著，具备极强的业务竞争力，且能得到深圳市政府的大力支持，资本实力极强。但同时，需关注债务增长较快且未来面临一定的资本支出压力、站城一体化开发业务易受房地产市场及调控政策影响以及万科股份经营变化对公司经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，深圳市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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

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，资本支出规模大幅增长等。

正面

- **强劲的区域经济财政实力。**深圳市作为我国首个经济特区，地理位置优越，经济高度发达，区域经济财政实力及增长能力在国内处于领先水平。
- **战略地位显著，具备极强的业务竞争力。**跟踪期内，公司仍是深圳市轨道交通建设和运营的重要主体，战略地位显著，目前构建了“轨道+”的业务发展格局，具备极强的竞争力。
- **有力的外部支持。**公司在进行地铁建设和运营以及站城一体化开发过程中，获得了政府在相关政策、土地资产注入和项目资本金拨付等方面的大力支持，资本实力极强。

关注

- **债务规模增长较快且未来面临一定的资本支出压力。**随着业务的持续发展，公司对外融资需求持续增加，债务规模增长较为迅速。同时公司在建及拟建项目量丰富，投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。
- **站城一体化开发业务易受房地产市场及调控政策影响。**“轨道+物业”的一体化开发是公司收入和利润的重要来源，但跟踪期内盈利水平有所下滑，物业开发易受房地产市场行情变化及国家调控政策影响，需关注相关业务开展带来的风险。
- **万科股份经营变化对公司财务表现及资产价值的影响。**公司作为万科股份第一大股东，所持股权对应账面价值占公司总资产的比重约14%，其贡献的投资收益亦是公司历年利润总额的重要补充。但近年来万科股份经营业绩下滑明显，投资收益贡献度随之下降，且其债务压力逐渐凸显，股价震荡下行影响下公司所持股权对应市值已远低于其账面价值，未来万科股份经营变化对公司财务表现及资产价值造成的影响需持续关注。

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：张 蕾 lzhang02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

深圳地铁（合并口径）	2021	2022	2023	2023.4/2024.1-3
资产总计（亿元）	5,935.07	6,616.10	7,160.06	7,327.18
经调整的所有者权益合计（亿元）	3,051.63	3,115.56	3,197.92	3,216.18
负债合计（亿元）	2,883.44	3,500.54	3,962.13	4,111.00
总债务（亿元）	1,953.07	2,373.32	2,709.46	2,896.01
营业总收入（亿元）	163.97	239.76	251.54	35.28
经营性业务利润（亿元）	-34.14	-47.94	-30.96	-18.09
净利润（亿元）	28.90	8.66	7.89	-18.57
EBITDA（亿元）	94.01	94.19	90.86	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-130.52	59.39	34.53	7.45
总资本化比率(%)	39.02	43.24	45.87	47.38
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.66	1.34	1.16	-

注：1、中诚信国际根据深圳地铁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 2022 年审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数及上年数，2023 年、2024 年一季度财务数据分别采用了 2023 年审计报告、2024 年一季度财务报表期末数；2、中诚信国际分析时，将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款、其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务；3、公司未提供 2024 年一季度现金流量补充资料，故相关计算指标失效；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

同行业比较（2023 年数据）

项目	深圳地铁	北京基投	广州地铁	武汉地铁
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	深圳市	北京市	广州市	武汉市
GDP（亿元）	34,606.40	43,760.70	30,355.73	20,011.65
一般公共预算收入（亿元）	4,112.78	6,181.10	1,944.15	1,601.20
经调整的所有者权益合计（亿元）	3,197.92	3,005.16	2,762.18	1,560.81
总资本化比率（%）	45.87	64.70*	50.79*	72.91*
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.16	1.12*	0.18*	0.15*

中诚信国际认为，深圳市与北京市的经济及政治地位均高，经济财政实力强劲，广州市和武汉市同为省会城市，经济财政总量虽不及深圳市，但实力仍很强，区域再融资环境亦较好；公司与可比公司的定位均为当地最重要的轨道交通建设及运营主体，业务运营实力无显著差异；公司资产和权益规模高于比较组平均水平，总体资本实力极强，财务杠杆亦较低，利息覆盖能力较好，财务融资能力接近。同时，当地政府的支持能力均很强，对上述公司的支持意愿无显著差异。

注：1、北京基投系“北京市基础设施投资有限公司”的简称，广州地铁系“广州地铁集团有限公司”的简称，武汉地铁系“武汉地铁集团有限公司”的简称；2、北京基投、广州地铁、武汉地铁相关数据均未调整，标*数据为 2022 年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪情况

债券简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 深地铁债 01/20SZMC01	AAA	AAA	2023/06/16 至本报告出具日	30/30	2020/04/28~2027/04/28	交叉违约、事先约束
21 深地铁债 02/21SZMC02	AAA	AAA	2023/06/16 至本报告出具日	5/5	2021/01/26~2026/01/26	交叉违约、事先约束
21 深地铁债 03/21SZMC03	AAA	AAA	2023/06/16 至本报告出具日	10/10	2021/07/12~2024/07/12	交叉违约、事先约束
21 深地铁债 04/21SZMC04	AAA	AAA	2023/06/16 至本报告出具日	10/10	2021/07/12~2026/07/12	交叉违约、事先约束
21 深地铁债 05/21SZMC05	AAA	AAA	2023/06/16 至本报告出具日	10/10	2021/08/20~2024/08/20	交叉违约、事先约束
21 深地铁债 06/21SZMC06	AAA	AAA	2023/06/16 至本报告出具日	10/10	2021/08/20~2026/08/20	交叉违约、事先约束
22 深铁绿色债 01/22SZMC01	AAA	AAA	2023/06/16 至本报告出具日	10/10	2022/02/22~2025/02/22	交叉违约、事先约束
21 深圳地铁 MTN002	AAA	AAA	2023/06/16 至本报告出具日	10/10	2021/06/09~2024/06/09	-

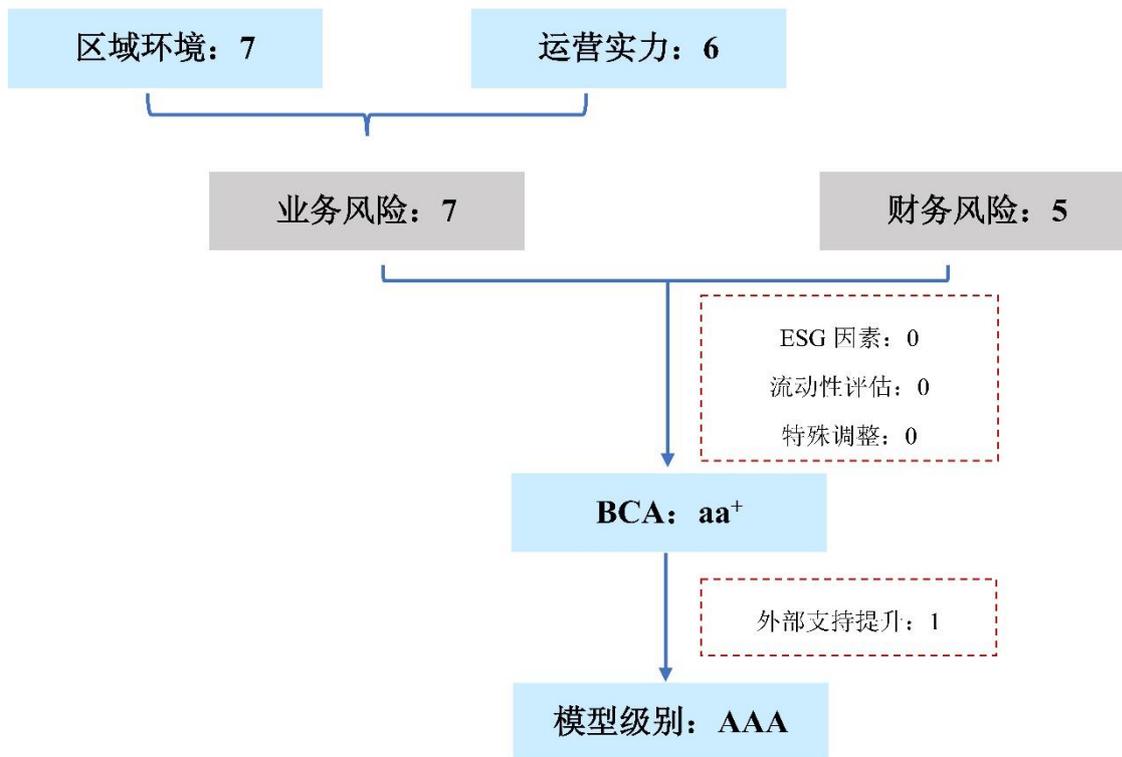
21 深圳地铁 MTN003 (碳中和债)	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	10/10	2021/06/24~2026/06/24	-
21 深圳地铁 MTN004 (碳中和债)	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	15/15	2021/08/31~2026/08/31	-
21 深圳地铁 MTN005	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	30/30	2021/10/12~2024/10/12	-
21 深圳地铁 MTN006 (碳中和债)	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	20/20	2021/12/06~2024/12/06	-
21 深圳地铁 MTN007 (碳中和债)	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	20/20	2021/12/13~2024/12/13	-
23 深圳地铁 MTN003A	AAA	AAA	2023/09/14 至 本报告出具日	10/10	2023/09/22~2025/09/22	-
23 深圳地铁 MTN003B	AAA	AAA	2023/09/14 至 本报告出具日	15/15	2023/09/22~2033/09/22	-
23 深圳地铁 MTN004	AAA	AAA	2023/09/26 至 本报告出具日	17/17	2023/10/10~2030/10/10	-
23 深圳地铁 MTN005	AAA	AAA	2023/09/26 至 本报告出具日	16/16	2023/10/10~2033/10/10	-
23 深圳地铁 MTN006	AAA	AAA	2023/10/19 至 本报告出具日	21/21	2023/10/31~2033/10/31	-
24 深圳地铁 MTN001	AAA	AAA	2024/02/06 至 本报告出具日	23/23	2024/02/23~2039/02/23	-
24 深圳地铁 MTN002	AAA	AAA	2024/02/06 至 本报告出具日	15/15	2024/02/28~2034/02/28	-
20 深铁 G4	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	20/20	2020/09/28~2025/09/28	-
21 深铁 06	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	5/5	2021/04/06~2026/04/06	-
21 深铁 09	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	10/10	2021/04/21~2026/04/21	-
21 深 G11	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	15/15	2021/09/06~2026/09/06	-
21 深 G12	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	10/10	2021/09/06~2031/09/06	-
22 深铁 G3	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	10/10	2022/04/12~2025/04/12	-
22 深铁 G5	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	10/10	2022/06/08~2025/06/08	-
22 深铁 06	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	6/6	2022/08/11~2025/08/11	-
22 深铁 08	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	10/10	2022/11/15~2027/11/15	-
22 深铁 09	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	14/14	2022/11/15~2032/11/15	-
23 深铁 01	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	10/10	2023/04/20~2026/04/20	-
23 深铁 02	AAA	AAA	2023/06/16 至 本报告出具日	23/23	2023/04/20~2028/04/20	-
23 深铁 03	AAA	AAA	2023/06/06 至 本报告出具日	25/25	2023/06/12~2028/06/12	-
23 深铁 04	AAA	AAA	2023/06/15 至 本报告出具日	10/10	2023/06/26~2025/06/26	-
23 深铁 05	AAA	AAA	2023/06/15 至 本报告出具日	20/20	2023/06/26~2033/06/26	-
23 深铁 06	AAA	AAA	2023/07/07 至 本报告出具日	16/16	2023/07/14~2031/07/14	票面利率调整选 择权、投资者回 售选择权、赎回

							选择权
23 深铁 07	AAA	AAA	2023/07/19 至 本报告出具日	5/5	2023/07/27~2025/07/27	-	
23 深铁 08	AAA	AAA	2023/07/19 至 本报告出具日	10/10	2023/07/27~2033/07/27	-	
23 深铁 09	AAA	AAA	2023/07/27 至 本报告出具日	4/4	2023/08/04~2025/08/04	-	
23 深铁 10	AAA	AAA	2023/07/27 至 本报告出具日	15/15	2023/08/04~2033/08/04	-	
23 深铁 11	AAA	AAA	2023/08/10 至 本报告出具日	13/13	2023/08/21~2033/08/21	-	
23 深铁 12	AAA	AAA	2023/08/29 至 本报告出具日	19/19	2023/09/06~2033/09/06	-	
23 深铁 13	AAA	AAA	2023/09/15 至 本报告出具日	10/10	2023/09/21~2033/09/21	-	
23 深铁 14	AAA	AAA	2023/10/09 至 本报告出具日	5/5	2023/10/16~2025/10/16	-	
23 深铁 15	AAA	AAA	2023/10/09 至 本报告出具日	15/15	2023/10/16~2033/10/16	-	
24 深铁 01	AAA	AAA	2024/02/06 至 本报告出具日	10/10	2024/02/27~2027/02/27	-	
24 深铁 02	AAA	AAA	2024/02/06 至 本报告出具日	20/20	2024/02/27~2034/02/27	-	
24 深铁 03	AAA	AAA	2024/02/29 至 本报告出具日	10/10	2024/03/04~2027/03/04	-	
24 深铁 04	AAA	AAA	2024/02/29 至 本报告出具日	21/21	2024/03/04~2034/03/04	-	
24 深铁 05	AAA	AAA	2024/03/06 至 本报告出具日	5/5	2024/03/11~2027/03/11	-	
24 深铁 06	AAA	AAA	2024/03/06 至 本报告出具日	25/25	2024/03/11~2039/03/11	-	
24 深铁 07	AAA	AAA	2024/03/15 至 本报告出具日	16/16	2024/03/21~2039/03/21	-	
24 深铁 08	AAA	AAA	2024/04/11 至 本报告出具日	15/15	2024/04/17~2039/04/17	-	
24 深铁 09	AAA	AAA	2024/04/22 至 本报告出具日	15/15	2024/04/26~2034/04/26	-	

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
深圳地铁	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/16 至本报告出具日

● 评级模型

深圳市地铁集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注：

调整项： 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持： 中诚信国际认为，深圳市政府的支持能力很强，同时对公司有很强的支持意愿，主要体现在深圳市的区域地位，以及强劲的经济财政实力；深圳地铁作为深圳市轨道交通建设和运营的重要主体，战略地位显著，近年来可持续获得政府在资产注入、资本金拨付等方面的大力支持，具备很强的区域重要性，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论： 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济与行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投资企业流动性压力阶段性缓解，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，深圳市地缘优势明显，政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力在全国处于领先水平，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

深圳市作为中国第一个经济特区，凭借改革精神、政策红利以及地缘优势迅速发展成为国内最发达地区之一，是我国 5 个计划单列市之一、15 个副省级城市之一，总面积 1,997.47 平方千米，辖 9 个区和 1 个新区（福田区、罗湖区、盐田区、南山区、宝安区、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区）。截至 2023 年末，深圳市常住人口为 1,779.01 万人。

近年来深圳市各项经济指标均排在全国前列。2023 年，深圳市实现地区生产总值 34,606.40 亿元，同比增长 6.0%，生产总值在广东省内排名第一位，全国排名第三位，仅次于上海市和北京市；同年，深圳市人均 GDP 为 19.52 万元，居省内第一位。

自成立经济特区以来，深圳市以出口加工工业为起点，不断攀升全球价值链，形成了以工业和服务业为主导的产业格局。稳定的经济增长和合理的产业结构为深圳市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入基数较大，自给能力强且税收占比较高，财政收入质量较好，政府性基金收入亦是深圳市地方政府财力的重要补充。2023 年，深圳市实现一般公共预算收入 4,112.78 亿元，同比略有增长。但房地产市场景气度不佳使得政府性基金收入持续下滑，财政收支压力有所加大。再融资环境方面，深圳市广义债务率处于全国下游水平，同时区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差在全国处于较低水平，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来深圳市地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	30,664.85	32,387.68	34,606.40
GDP 增速（%）	6.7	3.3	6.0
人均 GDP（万元）	17.37	18.33	19.52
固定资产投资增速（%）	3.7	8.4	11.0
一般公共预算收入（亿元）	4,257.8	4,012.27	4,112.78
政府性基金收入（亿元）	1,373.7	1,025.78	875.53
税收收入占比（%）	81.04	77.62	84.31
公共财政平衡率（%）	93.16	80.29	82.06

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%；2、“-”表示数据不可得。

资料来源：深圳市政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内公司仍作为深圳市轨道交通领域的重要主体，主要承担深圳市轨道交通建设、地铁和铁路运营与管理等方面的任务，具有极强的业务竞争力；公司围绕“三铁合一”和“四位一体”产业布局，形成了地铁建设运营、铁路建设运营、站城一体化开发、物业管理、资源开发等业务板块，构建了“轨道+”的业务发展模式，业务稳定性和可持续性表现良好。

值得注意的是，站城一体化开发业务系公司收入的重要来源，但该业务开展易受房地产市场行情变化及国家调控政策影响，同时万科股份贡献的投资收益是公司历年利润总额的重要补充，但其经营业绩下滑明显，后续变化情况需持续关注。

表 2：2021~2023 年及 2024 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1~3 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
地铁运营	39.18	23.90	-106.00	37.58	15.67	-172.27	62.48	24.84	-50.02	15.88	45.01	-56.25
铁路运营	0.85	0.52	-58.02	0.51	0.21	-167.69	0.80	0.32	-59.41	0.10	0.30	-56.11
资源开发	8.76	5.34	35.62	8.31	3.47	31.69	9.07	3.61	47.59	1.61	4.56	49.63
物业管理	3.57	2.17	5.17	3.66	1.53	6.75	4.09	1.62	6.49	1.01	2.86	16.76
市政设计	5.37	3.28	33.29	5.05	2.11	30.79	2.93	1.17	29.29	0.50	1.42	-46.02
建材交易	7.69	4.69	3.50	18.88	7.88	4.37	17.61	7.00	4.69	1.90	5.38	7.06
站城一体化开发	95.71	58.37	69.67	160.48	66.94	54.62	147.23	58.53	37.40	12.28	34.81	59.76
其他	10.52	1.73	19.82	5.28	2.20	34.84	7.33	2.91	38.47	1.99	5.65	25.59
营业收入/毛利率合计	163.97	100.00	18.65	239.76	100.00	12.16	251.54	100.00	12.89	35.28	100.00	-0.77
投资收益			64.09			67.88			47.99			0.05

注：1、其他业务主要包括咨询服务、酒店运营等；2、尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

地铁建设运营板块，跟踪期内公司仍在深圳市轨道交通建设领域占据主导地位，业务竞争力极强。公司地铁建设仍交由子公司深圳地铁建设集团有限公司负责，截至 2024 年 3 月末，公司已完工项目主要为深圳轨道交通一至四期工程；在建项目则集中在深圳轨道交通四期调整工程，以及 2023 年 3 月获批的深圳轨道交通五期工程，当前在建项目资本金比例多为 40% 左右。整体来看，公司项目储备充足，业务稳步推进且资本金到位情况较好，但鉴于在建线路较多且投资规模较大，公司仍面临一定的资本支出压力。

表 3：截至 2024 年 3 月末公司在建地铁线路情况（公里、亿元）

规划期数	线路	建设长度	建设期间	总投资	已投资	应匹配资本金	到位资本金
二期工程	5 号线(黄贝岭站后-大剧院段)	2.88	2019.08~2025.08	35.48	13.55	17.74	4.00
四期工程	13 号线	22.44	2018.01~2025.06	229.27	149.32	114.63	96.50
	3 号线四期	9.28	2020.08~2024.12	109.29	50.63	43.71	19.80
	6 号线支线二期	4.95	2020.12~2025.12	45.24	15.75	18.10	6.40
四期调整工程	7 号线二期	2.22	2020.12~2024.12	19.68	7.99	7.87	3.50
	8 号线三期	3.69	2021.09~2026.08	84.34	27.19	33.73	7.50
	11 号线二期	4.39	2020.08~2025.07	61.65	30.68	24.66	9.00
	12 号线二期	8.05	2020.12~2024.12	99.63	41.95	39.85	11.50

	13 号线二期（北延）	19.23	2020.08~2025.07	234.31	98.44	93.72	16.27
	13 号线二期（南延）	4.07	2021.07~2025.12	44.59	7.70	17.84	4.00
	16 号线二期	9.54	2020.12~2025.12	111.35	45.85	44.54	12.00
五期工程	15 号线	32.26	2023.06~2028.10	339.90	12.57	135.96	4.50
	17 号线	18.79	2023.12~2029.6	222.78	2.27	89.11	1.50
	20 号线二期	24.90	2023.12~2029.6	221.15	5.18	88.46	2.00
	22 号线	34.70	2023.12~2028.12	397.81	5.20	159.12	2.00
合计	-	201.39	-	2,256.47	514.27	929.04	200.47

注：1、建设长度、建设周期、总投资、应匹配资本金等数据根据实际建设进展、最新测算以及工可批复做适时调整；2、11 号线二期仅开通运营首段线路。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

地铁运营方面，跟踪期内公司地铁运营主体、模式、票价、初期运营及转固方式均未发生改变。从运营线路来看，截至 2024 年 3 月末，公司已开通线路合计 524.68 公里，其中 2023 年公司新增开通一条线路 8 号线二期，通车里程约 8 公里。2023 年公司地铁运营收入同比大幅增长，主要系 2022 年四季度开通线路较多，且市民出行意愿增加共同推动所致；2024 年 1~3 月，随着新线客流量的培育，公司地铁运营收入同比仍保持增长趋势。但由于地铁运营具有一定的公益属性，以折旧、人力成本、能耗成本和维修成本等为主的运营成本仍高企，且深圳市政府对公司不进行地铁运营补贴，该业务呈持续亏损状态，主要依靠站城一体化开发、资源开发等多种经营方式实现盈亏平衡。

表 4：截至 2024 年 3 月末公司开通运营线路情况（公里、座）

线路名称	首末站名称	运营里程	车站数量	开通时间	是否为初期运营期
1 号线	罗湖—机场东	40.92	30	2004.12.28	否
2 号线	新秀—赤湾	35.79	29	2010.12.28	否
2 号线三期	新秀—莲塘	3.78	3	2020.10.28	否
3 号线	益田—双龙	41.6	30	2010.12.28	否
3 号线南延	益田—福保	1.45	1	2020.10.28	否
5 号线	黄贝岭—前海湾	40.06	27	2011.06.22	否
5 号线二期	前海湾—赤湾	7.60	7	2019.09.28	否
6 号线	松岗—科学馆	49.40	27	2020.08.18	否
6 号线支线	光明—深理工	6.13	4	2022.11.28	否
7 号线	太安—西丽湖	30.20	27	2016.10.28	否
8 号线一期	莲塘—盐田路	12.14	6	2020.10.28	否
8 号线二期	鸿安围—小梅沙	8.01	4	2023.12.27	是
9 号线	文锦—红树湾南	25.46	22	2016.10.28	否
9 号线二期	红树湾南—前湾	10.79	10	2019.12.08	否
10 号线	福田口岸—双拥街	29.31	24	2020.08.18	否
11 号线	福田—碧头	51.90	18	2016.06.28	否
11 号线二期首段	福田—岗厦北	1.65	1	2022.10.28	否
12 号线	左炮台东—海上田园东	40.54	33	2022.11.28	否
14 号线	岗厦北—沙田	50.32	18	2022.10.28	否
16 号线	大运—田心	29.2	24	2022.12.28	否
20 号线一期	机场北—会展城	8.43	5	2021.12.28	否
合计	-	524.68	350	-	-

注：部分线路车站并未完全开通，运营里程及车站数量为实际开通运营情况。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：2021~2023 年及 2024 年 1~3 月公司地铁线路运营情况

	2021	2022	2023	2024.1~3
客运总量（亿人次）	19.90	16.00	24.92	6.44
日均客运量（万人次）	545.25	438.49	682.78	707.96
正点率（%）	99.98	99.98	99.99	99.99

票务收入（亿元）	46.49	36.99	55.55	13.69
----------	-------	-------	-------	-------

注：1、客运量及票务收入均包含初期运营线路；2、12 号线采用 PPP 模式，运营主体为深圳市十二号线轨道交通有限公司，上表票务收入不包含该线路的运营可行性缺口补贴；3、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

铁路建设运营板块，跟踪期内公司仍在国家铁路、城际铁路等轨道交通项目的开发建设及运营上承担了重要职能，子公司深圳铁路投资建设集团有限公司（以下简称“深铁投”）仍作为公司铁路板块的建设管理主体。

国铁层面，作为深圳市政府投资国家铁路的出资人代表，截至 2024 年 3 月末，公司持有厦深铁路广东有限公司 10.36% 的股份、广深港客运专线有限责任公司 27.28% 股份¹（全部投资中有出资额 4.3459 亿元暂未计入股比）、广东广汕铁路有限责任公司 5.36% 的股份及深圳平南铁路有限公司（以下简称“平南铁路”）75.00% 的股份，其中平南铁路在公司合并报表范围内，近年来运营成本较高，盈利水平很弱。同时公司代政府对广东珠三角城际轨道交通有限公司、赣深铁路（广东）有限公司出资，截至 2024 年 3 月末已出资 49.00 亿元，资金来源于财政，但该类投资持股方式尚未明确，且未签订股东协议。此外，公司目前正参与深茂铁路的建设，深茂铁路预计总投资 513.1 亿元，其中深圳段出资 213.7 亿元（资本金 147 亿元，剩余资金由项目公司通过融资解决）。截至 2024 年 3 月末，公司代表深圳市政府对深茂铁路投资 56.24 亿元，资金来源于政府专项债、财政资金和政策性基金。

城际铁路层面，公司在建五条线六个项目，跟踪期内各项目投融资模式均未发生改变。当前公司在建城铁项目进入快速推进阶段，截至 2024 年 3 月末已投资规模约 600 亿元，资金大多来自专项债、政策性基金及财政资金，需持续关注后续资本金到位情况。铁路项目作为公司产业布局中重要的一环，计划投资规模较大，且后续铁路运营的盈利性通常较为有限，公司在面临一定的资本支出压力的同时需匹配有效的资金平衡方式。

表 6：截至 2024 年 3 月末公司在建铁路情况（公里、亿元）

项目	建设长度	建设期间	总投资	已投资
穗莞深城际机场至前海段	15.20	2020~2026	113.17	62.30
穗莞深城际前海至皇岗段	20.52	2021~2026	144.37	51.22
深大城际	69.20	2021~2026	506.48	154.03
大鹏支线	39.40	2021~2026	233.15	79.41
深惠城际	58.74	2021~2026	476.55	166.46
深汕铁路	125.49	2021~2027	498.13	86.49
合计	328.55	-	1,971.85	599.91

注：1、建设长度、总投资根据实际建设情况和概算批复调整做适时更新；2、平盐铁路改造工程后续拟由深圳港集团有限公司作为大股东进行投资，公司仅作为小股东持股，故本次未列示在上表。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资源经营板块，公司资源经营板块涵盖商业、物管和市政设计等领域，跟踪期内运营整体较为稳定，对公司的营业收入及地铁运营亏损部分形成一定补充。其中，子公司深圳市地铁商业管理有限公司和深圳深铁酒店管理有限公司仍受公司委托负责对公司旗下各项商业资源进行管理，囊括附属商业、上盖枢纽、写字楼、电子传媒、酒店等多个领域，2023 年实现资源开发及酒店运营收入合计 12.41 亿元，较上年有较大提升，主要系新增一家酒店投入运营所致。

¹公司作为深圳市出资代表，委托广东省铁路建设投资集团代为管理。

公司物业管理业务仍由子公司深圳地铁物业管理发展有限公司（以下简称“深铁物业”）承担，深铁物业拥有国家一级物业服务企业资质，是深圳市住房和建设局工程建设标准化物业管理类试点企业。从经营情况来看，2023 年公司实现物业服务收入 4.09 亿元，较上年小幅提升。截至 2024 年 3 月末，深铁物业在管物业面积 1,591 万平方米，涵盖地铁车辆段、停车场、沿线车站、上盖物业、公共交通枢纽、保障性住房、集团后勤保障等多个领域。

公司市政设计业务仍由子公司深圳市市政设计研究院有限公司（以下简称“深圳市政院”）负责，深圳市政院具有市政行业、轨道交通、公路及特大桥、风景园林、建筑工程设计甲级资质，工程勘察综合甲级资质，工程咨询甲级资质以及城市规划甲级资质，并具有施工图审查一类资质和甲级监理资质，业务包括城市规划、城市路桥、地下管廊、公路等多个领域，客户以政府单位和国有企业为主，主要通过招投标方式承接业务。从经营情况来看，2023 年深圳市政院承接的合同金额同比继续增长，但受经济环境、政府基础设施投资建设放缓等影响，市政类业务比例有所下降，收入下滑较多。

表 7：2021~2023 年及 2024 年 1~3 月公司市政设计业务经营情况（份、亿元）

项目	2021	2022	2023	2024.1~3
合同份数	582	859	826	290
合同总金额	6.35	15.22	17.17	2.51
收入	5.37	5.05	2.93	0.50

注：以上收入为公司合并报表市政设计板块收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

站城一体化开发板块，跟踪期内公司站城一体化开发仍主要通过利用地铁上盖空间再造土地资源，以地铁上盖及沿线物业的升值效益反哺轨道建设及运营业务，业务模式未发生变化。公司委托深圳地铁置业集团有限公司（以下简称“深铁置业”）负责站城一体化开发项目的全过程开发建设管理，对于重点项目和合作开发项目，公司设立了项目公司负责具体项目的开发建设经营管理，大部分项目公司由深铁置业管理。

表 8：公司站城一体化开发业务经营主体及开发资质情况

序号	公司主体	开发资质等级
1	深圳市地铁集团有限公司	一级
2	深圳地铁置业集团有限公司	二级
3	深圳地铁前海国际发展有限公司	二级
4	深圳市朗通房地产开发有限公司	二级
5	深圳地铁诺德投资发展有限公司	无
6	深圳地铁万科投资发展有限公司	无
7	深圳地铁置业集团城市建设管理有限公司	无

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从整体建设及销售情况来看，公司的站城一体化开发业务项目均在深圳市，大部分为集住宅、商业、公寓、写字楼、酒店等多种业态于一体的城市综合体。跟踪期内公司项目投资及开工面积有所回落，但物业销售情况仍保持良好，销售面积及销售额呈增长态势。站城一体化业务作为公司当前营业总收入最主要来源之一，受开发结转特性及周期影响，其收入确认与销售回款存在错配，2023 年及 2024 年一季度确认收入规模同比均有回落。鉴于目前房地产市场仍面临较大不确定性，未来公司项目销售去化情况仍值得关注。

表 9：公司站城一体化开发业务整体建设及销售情况（亿元、万平方米）

项目	2021	2022	2023	2024.1-3
站城一体化开发完成投资	296.00	413.80	302.12	38.23
新开工面积	246.00	316.00	86.14	0
竣工面积	33.10	37.60	71.37	12.94
合约销售面积	39.18	55.20	67.06	4.20
实际销售额	268.04	270.00	333.53	32.41
确认收入	95.71	160.48	147.23	12.28

注：除收入外，其余项统计口径包含合作开发项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

具体项目开发方面，目前公司主要完工项目包括塘朗城广场、地铁锦上花园、前海时代 8~10 号地块、深湾汇云中心和深铁懿府等，除了部分自持或 2022 年起由自持转销售的项目外，其余项目销售及回款进度较好。近年来受地价等成本增加及房地产市场下行影响，公司站城一体化业务毛利率有下滑趋势，但总体仍处于较高水平。整体而言，公司物业销售回款情况及盈利水平良好。

截至 2024 年 3 月末，公司主要在建项目包括前海时代、前海枢纽国际中心、深铁瑞城等，以住宅和商业综合体项目为主，在建项目规划建筑面积合计约 733.52 万平方米，计划总投资金额为 1,727.93 亿元，累计投资金额为 939.86 亿元，未来仍有 788.07 亿元的资金需求，存在一定的投资压力。

表 10：截至 2024 年 3 月末公司主要在建站城一体化开发项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	项目主体	项目类别	区域分布	建设期	规划建筑面积	计划总投资	累计已投资	未来投资计划	
								2024.4-12	2025
前海时代	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	前海自贸区	2013.12-2024.12	804,250	121.94	101.39	10.00	12.00
前海枢纽国际中心（前海枢纽上盖物业）	深圳地铁前海国际发展有限公司	商业、办公、酒店及商务公寓	前海自贸区	2015.09-2027.12	1,956,629	451.10	203.19	10.30	14.00
深铁瑞城（长圳车辆上盖物业开发项目）	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	光明	2020.12-2025.06	454,330	127.77	93.77	4.80	5.00
深铁璟城（松岗车辆上盖物业开发项目）	深圳市地铁集团有限公司	居住、商业	宝安	2021.09-2025.12	516,643	131.63	92.16	8.16	6.00
深铁珑境（龙胜车辆上盖物业开发项目）	深圳市地铁集团有限公司	居住	龙华	2021.04-2025.06	310,000	96.47	86.18	6.56	4.00
深铁熙府（赤湾停车场上盖物业开发项目）	深圳市地铁集团有限公司	商业、居住、产业	南山	2021.11-2028.07	421,130	185.53	100.90	7.20	8.00
深铁阅云境（大运枢纽项目）	深圳市地铁集团有限公司	商业、居住	龙岗	2021.11-2027.12	377,758	103.57	59.81	3.50	6.00
深铁铭著坊（沙浦围项目）	深圳地铁前海国际发展有限公司	住宅、商业	宝安	2022.06-2028.12	185,993	38.95	24.47	3.45	2.00
深铁睿著广场（光明新湖项目）	深圳地铁前海国际发展有限公司	住宅、商业	光明	2022.06-2025.12	71,839	21.12	12.69	2.78	2.00
深铁华著花园（坪山坑梓项目）	深圳地铁置业集团有限公司	住宅	坪山	2021.06-2025.12	102,680	18.86	13.10	3.02	1.00
上屋北 A 地块	深圳市地铁集团有限公司	写字楼、商业	宝安	2022.04-2025.04	9,468	12.08	1.25	0.10	-

登良东	深圳市地铁集团有限公司	写字楼、商业	南山	2022.12-2025.07	30,760	19.85	12.04	1.60	1.50
昂鹅车辆段项目	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	坪山	2023.07-2028.12	1,050,609	169.38	49.70	0.20	2.00
石井田头项目	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	坪山	2023.03-2026.11	120,970	23.74	11.86	1.20	2.00
坪地停车场项目	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	龙岗	2024.01-2028.12	709,163	130.00	40.03	0.30	2.00
公明车辆段项目	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	光明	2024.02-2028.12	212,970	75.94	37.32	0.30	2.00
合计	-	-	-	-	7,335,192.00	1,727.93	939.86	63.47	69.50

注：1、部分项目规划面积和总投资额根据项目进展等情况做出调整；2、尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2024 年 3 月末，公司主要拟建项目主要为机场东车辆段项目、昂鹅车辆段三期项目、田心地块和赤湾 E 地块，规划用地面积预计共 35.55 万平方米，计容建筑面积预计共 156.36 万平方米。土地储备方面，前期政府通过作价出资的方式给到公司的土地均已处于在建或完工状态，近年来公司主要通过招拍挂的形式获取新增用地，其中 2023 年公司共拍得 1 宗光明区土地，系轨道交通配置地块，出让金合计 37.32 亿元，目前土地证尚在办理中；2024 年 1~3 月，公司未新增获取土地。整体而言，公司项目及土地储备充足，未来业务开展较有保障。

表 11：截至 2024 年 3 月末公司主要拟建站城一体化项目情况

项目名称	项目类型	规划用地面积（万平方米）	计容建筑面积（万平方米）
机场东车辆段项目	综合体	12.61	63.78
昂鹅车辆段三期项目	商业	19.59	72.92
田心地块	商业	0.81	4.45
赤湾 E 地块	商业	2.54	15.21
合计	-	35.55	156.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

建材交易板块，跟踪期内公司建材交易业务仍主要由子公司深圳市建材交易集团有限公司（以下简称“深圳建材”）承担，目前主要从事公司轨道交通及城际铁路项目建设中的建材采购交易以及线上采购交易平台建设与运营等业务，贸易品类包括钢材、水泥等大宗建材物资及办公用品、劳保用品、备品备件、进口铁矿石等通用物资，通过赚取购销差价获取利润，其中钢材占比在 80% 以上。

业务模式上仍采取以销定购模式，下游客户按照工程建设所需向深圳建材提出采购需求，深圳建材向上游供应商购货。其中对上游供应商采取全额预付的支付方式，对下游客户采取先货后款的方式，账期平均为 3~6 个月，主要采用银行转账或银行承兑汇票等形式进行结算。目前公司上游供应商主要系广东中南钢铁股份有限公司、广西盛隆冶金有限公司、深圳华美钢铁有限公司等，分布在广东、广西等地，集中度较高。下游客户基本为建筑工程总承包方或施工方，以国企和央企为主。

从业务开展情况来看，2023 年公司实现建材交易收入 17.61 亿元，同比略有下滑。公司建材贸易业务目前处于微利状态，利润贡献有限，且供应商的集中度较高以及产品价格的浮动或使其面临一定的业务风险。

表 12: 2021~2023 年及 2024 年 1~3 月前五大供应商情况 (万元)

年份	供应商名称	主要产品	采购金额	占总采购额比例
2024 年 1~3 月	广东中南钢铁股份有限公司	钢材	21,269.85	60.05%
	深圳华美钢铁有限公司	钢材	4,486.74	12.67%
	阳春新钢铁有限责任公司	钢材	1,781.75	5.03%
	海南建龙科技有限公司	钢材	925.66	2.61%
	广西盛隆冶金有限公司	钢材	904.53	2.55%
	合计		29,368.51	82.91%
2023 年	广东中南钢铁股份有限公司	钢材	108,510.71	41.64%
	广西盛隆冶金有限公司	钢材	37,290.06	14.31%
	深圳华美钢铁有限公司	钢材	22,250.74	8.54%
	阳春新钢铁有限责任公司	钢材	18,739.70	7.19%
	珠海粤裕丰钢铁有限公司	钢材	15,948.01	6.12%
	合计		202,739.22	77.79%
2022 年	广东中南钢铁股份有限公司	钢材	51,184.23	28.32%
	阳春新钢铁有限责任公司	钢材	44,742.14	24.76%
	广西盛隆冶金有限公司	钢材	39,052.17	21.61%
	深圳华美钢铁有限公司	钢材	12,203.46	6.75%
	广西柳州钢铁集团有限公司广东分公司	钢材	11,873.55	6.57%
	合计		159,055.55	88.01%
2021 年	广东中南钢铁股份有限公司	钢材	23,109.22	34.30%
	阳春新钢铁有限责任公司	钢材	21,652.40	32.14%
	广西柳州钢铁集团有限公司广东分公司	钢材	11,324.96	16.81%
	深圳华美钢铁有限公司	钢材	9,115.71	13.53%
	内蒙古包钢钢联股份有限公司广州销售分公司	钢材	1,627.40	2.42%
	合计		66,829.68	99.19%

注: 尾数差异系四舍五入所致。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

表 13: 2021~2023 年及 2024 年 1~3 月前五大客户情况 (万元)

年份	客户名称	主要产品	销售金额	占总销售额比例
2024 年 1~3 月	深圳市地铁集团有限公司	钢材	12,647.08	33.08%
	深圳地铁前海国际发展有限公司	钢材	3,126.59	8.18%
	中电建七局南方建设有限公司	钢材	1,744.75	4.56%
	中建四局第五建筑工程有限公司	钢材	1,444.88	3.78%
	中国建筑第二工程局有限公司	钢材	1,372.12	3.59%
	合计		20,335.42	53.18%
2023 年	深圳市地铁集团有限公司	钢材	65,522.17	24.38%
	中建五局第三建设(深圳)有限公司	钢材	29,895.98	11.12%
	深圳地铁前海国际发展有限公司	钢材	13,818.51	5.14%
	天津建龙钢铁实业有限公司	铁矿石	13,132.1	4.89%
	中电建七局南方建设有限公司	钢材	9,825.62	3.66%
	合计		132,194.39	49.18%
2022 年	深圳市地铁集团有限公司	钢材	16,325.54	7.62%
	中国建筑第五工程局有限公司	钢材	15,836.49	7.39%
	中铁十四局集团有限公司	钢材	13,144.17	6.13%
	中国建筑第二工程局有限公司	钢材	11,978.21	5.59%

	中电建七局南方建设有限公司	钢材	9,985.55	4.66%
	合计		67,269.96	31.40%
	中铁十四局集团有限公司	钢材	8,986.75	11.36%
	中电建水电八局深圳工程有限公司	钢材	7,643.27	9.66%
2021 年	中国建筑第五工程局有限公司	钢材	6,711.59	8.48%
	中铁十九局集团有限公司	钢材	5,011.96	6.33%
	中铁物贸集团深圳有限公司	钢材	4,212.93	5.32%
	合计		32,566.50	41.16%

注：1、尾数差异系四舍五入所致；2、建材交易下游客户以实际发生口径列示，未剔除关联方。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受益于政府的大力支持，公司所有者权益持续增长，具备极强的资本实力；随着项目建设的持续投入，公司债务规模增长较快，但债务结构持续优化，且总资本化比率仍处于同行业中较低水平，同时 EBITDA 能有效覆盖利息支出，整体偿债能力极强。此外，万科股份经营变化对公司财务表现及资产价值的影响需持续关注。

资本实力与结构

鉴于公司当前“轨道+”的业务发展格局，资产主要与轨道及物业相关，并呈现以非流动资产为主的资产结构。其中地铁车站区间和自用办公楼等房屋及建筑物、交通运输设备、电气设备及电子通信信号设备等固定资产，以及在建的地铁、城际线路工程和枢纽专项代建工程等系公司资产的最主要组成部分，随着建设任务的推进，总规模保持快速增长，截至 2024 年 3 月末合计占总资产的比重达 57.83%。地铁资产的大量折旧系公司地铁运营成本维持较高水平的重要原因，2023 年公司对主要地铁运营类设备资产的折旧方法从年限平均法变更为工作量法，减少当年折旧额约 12 亿元。针对地铁运营亏损，公司主要利用地铁上盖及沿线物业来反哺，目前有较大规模完工及在建的站城一体化开发项目，根据盈利及投资模式分别列示于存货、投资性房地产和长期股权投资，该类项目利润率较高且现金回笼情况较好，为公司提供了较为充沛的现金流，但仍需关注未来项目的销售去化情况。较大的资金需求以及通畅的融资渠道使得公司货币资金保有量维持充足水平，但预计地铁、铁路及站城一体化等项目建设的持续投入仍会使公司存在一定的资金支出压力。除上述业务开展形成的资产外，公司另持有万科股份 27.18% 的股权，截至 2024 年 3 月末账面价值合计 1,035.07 亿元，所持股权按权益法核算下确认的投资收益规模较为可观，是公司历年利润总额最主要的来源。但值得注意的是，万科股份经营业绩下滑明显，投资收益贡献度随之下降，2023 年亦是万科股份上市以来首度不分红。同时受万科股份股价持续震荡下行影响，公司所持股权对应市值已远低于其账面价值，房地产去化大幅弱化及债务压力高筑背景下万科股份未来的经营情况仍值得关注。总体来看，目前公司资产流动性及收益性均一般。

公司总负债仍主要由有息债务、承接枢纽工程和共建管廊工程等项目形成的专项应付款、应付项目工程款、预收房款形成的合同负债和递延收益等构成，其中 2023 年公司收到轨道交通建设补助资金 32.00 亿元和地铁安检员及列车安全员经费 9.14 亿元，推动期末递延收益余额保持增长。目前公司有息债务主要投向轨道及相关业务，较大的资金需求推动公司债务规模快速增长，占总负

债的规模攀升至 70% 左右。公司根据项目类型及资金成本等情况来选择融资渠道，当前债务以银行贷款为主，其次为债券和政府专项债。得益于公司良好的信用状况和在深圳市突出的地位，公司外部融资环境优良，融资渠道畅通，融资成本在同类型企业中处于低位。2023 年以来，公司多采用中长期融资工具来解决资金需求，短期债务规模明显下降，截至 2024 年 3 月末占总债务的比重降至 12.72%，期限结构得以优化。

跟踪期内，随着股东的资本投入、项目资本金的到位以及未分配利润的累积，公司经调整的所有者权益²保持增长。其中 2023 年公司收到深圳市国资委的增资款 0.59 亿元，以及财政资金拨款 76.17 亿元。整体来看，公司资本实力极强，总资本化比率虽上升较快，但仍处于同行业中相对较低水平。

表 14: 截至 2024 年 3 月末公司债务构成及到期情况 (亿元)

债务类型	成本	余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	1.20%~3.96%	1,183.45	78.08	1,105.37
债券融资	2.45%~4.08%	948.00	233.00	715.00
政府专项债	2.32%~3.72%	700.67	15.00	685.67
其他	2.92%~3.00%	20.57	2.86	17.71
合计	-	2,852.69	328.94	2,523.75

注：1、上述债务余额为本金部分，且不含应付票据，与根据财务报表计算出的总债务存在差异；2、其他包含资产支持证券等融资；3、尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

地铁票费和站城一体化开发项目销售回款是公司经营活动现金流入的主要来源，跟踪期内公司经营业务资金回笼情况尚可，且摘地规模同比有所减少，经营活动现金流仍维持净流入态势，但受税费类现金净流出增多影响，净流入规模有所收窄。叠加债务扩张下利息支出的增长，2023 年以来公司经营活动净现金流仍无法对利息形成有效覆盖，且保障能力有所减弱。公司投资活动净现金流受地铁、城际铁路等投资建设进度等影响较大，投资收益带来实际的现金流入不能弥补大规模的建设支出使得投资活动现金流呈现大幅净流出状态，2023 年投资活动现金流缺口在 400 亿元左右。公司主要依赖债券发行和银行借款来弥补上述资金缺口，同时受益于股东的持续支持，2023 年~2024 年 3 月期间，公司吸收投资收到的现金合计 125.13 亿元，为公司现金流提供了有效补充。

2023 年公司营业收入同比小幅增长，但受财务费用攀升加之投资收益下降影响，利润总额仍呈下滑趋势。外加当期折旧政策变化使得计提折旧规模减少，EBITDA 及其对利息的保障能力同比亦有下滑，但仍能有效覆盖利息支出。考虑到房地产市场行情变化及政策调控对公司利润总额影响较大，EBITDA 的变化趋势值得关注。

截至 2024 年 3 月末，公司银行授信总额为 5,781.56 亿元，尚未使用的授信余额为 4,308.45 亿元，备用流动性充足；此外，得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，在手批文涵盖各交易场所，额度充裕。

²经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，公司不存在调整项。

表 15: 近年来公司财务科目及指标情况 (亿元、%、X)

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	203.27	229.99	191.74	297.06
存货	827.32	904.45	921.69	921.66
长期股权投资	1,077.20	1,155.21	1,171.53	1,171.49
投资性房地产	99.76	94.81	111.37	134.99
固定资产	2,101.72	2,164.01	2,925.05	2,910.73
在建工程	1,252.20	1,603.75	1,292.32	1,326.83
资产总计	5,935.07	6,616.10	7,160.06	7,327.18
经调整的所有者权益合计	3,051.63	3,115.56	3,197.92	3,216.18
总债务	1,953.07	2,373.32	2,709.46	2,896.01
短期债务占比	19.90	26.89	18.18	12.72
资产负债率	48.58	52.91	55.34	56.11
总资本化比率	39.02	43.24	45.87	47.38
经营活动产生的现金流量净额	-130.52	59.39	34.53	7.45
投资活动产生的现金流量净额	-525.32	-512.85	-407.13	-111.43
筹资活动产生的现金流量净额	711.57	479.92	333.66	209.40
收现比	1.63	1.00	1.01	2.06
EBITDA	94.01	94.19	90.86	-
EBITDA 利息保障倍数	1.66	1.34	1.16	-
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-2.30	0.85	0.44	-

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面, 公司受限资产规模较低, 截至 2024 年 3 月末, 公司受限资产合计 0.99 亿元, 占当期末总资产的 0.01%。或有负债方面, 截至 2024 年 3 月末, 公司为商品房开发项目按揭贷款客户提供按揭担保余额为 159.76 亿元, 占期末净资产的比重为 4.97%, 代偿风险相对可控。

过往债务履约情况: 根据公司提供的企业征信报告, 截至 2024 年 5 月, 公司本部近三年未发生违约事件, 也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

跟踪期内, 深圳市综合实力在全省及全国均位居前列。公司维持区域重要性, 实际控制人为深圳市国资委, 股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性, 在获得资产注入、资本金拨付等方面有良好的记录, 为公司地铁项目建设的顺利进行提供了有力支持和保障。2023 年公司收到轨道交通建设补助资金 32.00 亿元、深圳市国资委的增资款 0.59 亿元以及财政资金拨款 76.17 亿元, 有效的弥补了部分建设资金缺口。综上, 跟踪期内深圳市政府具备很强的支持能力, 同时保持对公司很强的支持意愿, 可为公司带来很强的外部支持。

跟踪债券信用分析

根据《深圳市地铁集团有限公司公司债券年度报告 (2023 年)》及公司提供的资料, 截至 2023 年末, “20 深地铁债 01/20SZMC01”、“21 深地铁债 02/21SZMC02”、“21 深地铁债 03/21SZMC03”、“21 深地铁债 04/21SZMC04”、“21 深地铁债 05/21SZMC05”、“21 深地铁债 06/21SZMC06”、“22 深铁绿色债 01/22SZMC01”、“20 深铁 G4”、“21 深铁 06”、“21 深铁 09”、“21 深 G11”、“21 深 G12”、“22 深铁 G3”、“22 深铁 G5”、“22 深铁 06”、“22 深铁 08”、“22 深铁 09”、“23 深铁 01”、

“23 深铁 02”、“23 深铁 03”、“23 深铁 04”、“23 深铁 05”、“23 深铁 06”、“23 深铁 07”、“23 深铁 08”、“23 深铁 09”、“23 深铁 10”、“23 深铁 11”、“23 深铁 12”、“23 深铁 13”、“23 深铁 14”、“23 深铁 15” 募集资金已使用完毕。

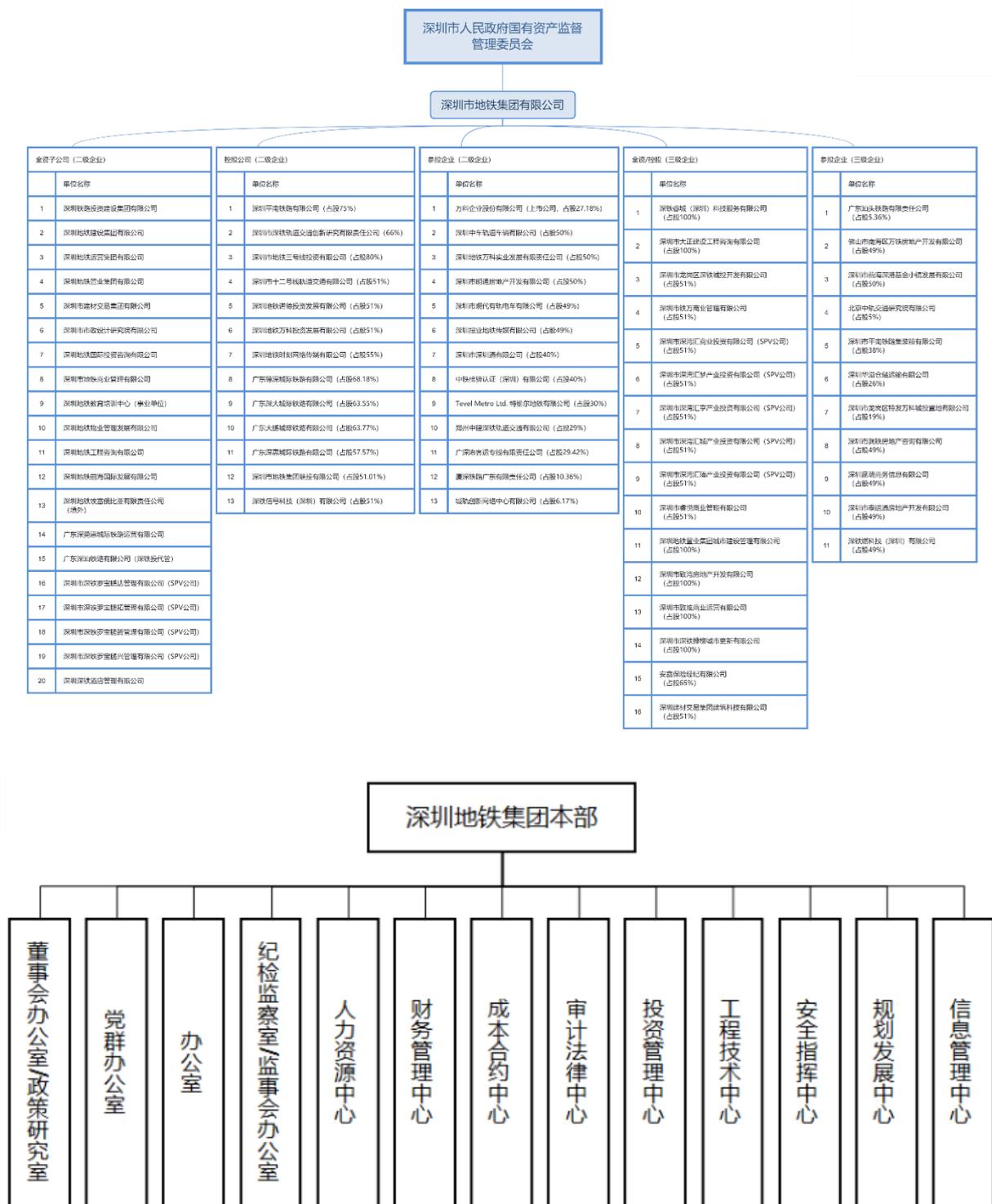
截至 2024 年 4 月末，“24 深铁 01”、“24 深铁 02”、“24 深铁 03”、“24 深铁 04”、“24 深铁 05”、“24 深铁 06”、“24 深铁 07”，募集资金已使用完毕；“24 深铁 08”和“24 深铁 09”分别结余 281.62 万元和 15 亿元。

本次跟踪的债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位稳定，且具备重要的战略地位，经营层面仍保持极强的竞争力，业务持续性和稳定性表现良好，虽然债务规模不断扩大，且一年内到期的债券规模相对较高，但考虑到公司在金融市场良好的认可度及有力的外部支持，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，目前跟踪债券信用风险极低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持深圳市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“20 深地铁债 01/20SZMC01”、“21 深地铁债 02/21SZMC02”、“21 深地铁债 03/21SZMC03”、“21 深地铁债 04/21SZMC04”、“21 深地铁债 05/21SZMC05”、“21 深地铁债 06/21SZMC06”、“22 深铁绿色债 01/22SZMC01”、“21 深圳地铁 MTN002”、“21 深圳地铁 MTN003（碳中和债）”、“21 深圳地铁 MTN004（碳中和债）”、“21 深圳地铁 MTN005”、“21 深圳地铁 MTN006（碳中和债）”、“21 深圳地铁 MTN007（碳中和债）”、“23 深圳地铁 MTN003A”、“23 深圳地铁 MTN003B”、“23 深圳地铁 MTN004”、“23 深圳地铁 MTN005”、“23 深圳地铁 MTN006”、“24 深圳地铁 MTN001”、“24 深圳地铁 MTN002”、“20 深铁 G4”、“21 深铁 06”、“21 深铁 09”、“21 深 G11”、“21 深 G12”、“22 深铁 G3”、“22 深铁 G5”、“22 深铁 06”、“22 深铁 08”、“22 深铁 09”、“23 深铁 01”、“23 深铁 02”、“23 深铁 03”、“23 深铁 04”、“23 深铁 05”、“23 深铁 06”、“23 深铁 07”、“23 深铁 08”、“23 深铁 09”、“23 深铁 10”、“23 深铁 11”、“23 深铁 12”、“23 深铁 13”、“23 深铁 14”、“23 深铁 15”、“24 深铁 01”、“24 深铁 02”、“24 深铁 03”、“24 深铁 04”、“24 深铁 05”、“24 深铁 06”、“24 深铁 07”、“24 深铁 08”和“24 深铁 09”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：深圳市地铁集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：深圳市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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	2,032,700.19	2,299,858.69	1,917,428.55	2,970,597.61
非受限货币资金	2,031,202.60	2,295,724.29	1,906,461.08	2,960,667.96
应收账款	91,312.97	182,333.95	166,408.52	163,871.15
其他应收款	595,893.52	566,929.63	745,778.96	785,934.81
存货	8,273,227.17	9,044,524.14	9,216,918.17	9,216,600.49
长期投资	11,358,348.42	12,203,083.03	12,826,612.45	12,881,471.57
在建工程	12,521,955.74	16,037,463.43	12,923,235.41	13,268,293.28
无形资产	192,514.24	204,910.21	988,510.51	980,721.61
资产总计	59,350,712.85	66,160,992.50	71,600,553.39	73,271,832.03
其他应付款	322,608.15	263,609.26	303,508.44	293,625.31
短期债务	3,887,070.34	6,382,607.70	4,926,308.11	3,683,579.36
长期债务	15,643,599.94	17,350,637.17	22,168,303.96	25,276,536.16
总债务	19,530,670.27	23,733,244.86	27,094,612.07	28,960,115.52
负债合计	28,834,448.48	35,005,420.62	39,621,348.74	41,110,028.01
利息支出	566,541.97	701,086.79	786,292.57	-
经调整的所有者权益合计	30,516,264.38	31,155,571.88	31,979,204.65	32,161,804.03
营业总收入	1,639,665.86	2,397,578.13	2,515,432.27	352,772.70
经营性业务利润	-341,426.07	-479,415.10	-309,628.87	-180,942.92
其他收益	13,705.37	53,097.40	73,036.44	22,657.40
投资收益	640,875.14	678,795.57	479,884.14	503.61
营业外收入	1,808.85	44,534.83	1,240.38	308.96
净利润	288,987.67	86,590.09	78,929.27	-185,722.85
EBIT	593,455.03	550,835.84	608,203.82	-
EBITDA	940,076.44	941,887.35	908,619.39	-
销售商品、提供劳务收到的现金	2,670,541.26	2,388,274.51	2,543,778.15	728,424.64
收到其他与经营活动有关的现金	637,826.59	1,193,095.46	1,027,791.82	162,633.43
购买商品、接受劳务支付的现金	3,535,982.09	2,145,136.98	1,982,308.77	464,481.89
支付其他与经营活动有关的现金	339,729.21	612,551.03	153,251.37	140,775.27
吸收投资收到的现金	573,456.65	1,467,651.82	837,094.20	414,156.00
资本支出	5,356,360.17	4,811,200.60	3,881,983.62	961,225.35
经营活动产生的现金流量净额	-1,305,170.24	593,871.74	345,328.25	74,525.60
投资活动产生的现金流量净额	-5,253,238.70	-5,128,523.24	-4,071,301.43	-1,114,307.54
筹资活动产生的现金流量净额	7,115,693.11	4,799,172.36	3,336,574.20	2,093,988.80
现金及现金等价物净增加额	556,251.12	264,521.69	-389,263.20	1,054,206.87
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	18.65	12.16	12.89	-0.77
期间费用率(%)	26.45	20.93	22.87	49.25
应收类款项占比(%)	1.16	1.13	1.27	1.30
收现比(X)	1.63	1.00	1.01	2.06
资产负债率(%)	48.58	52.91	55.34	56.11
总资本化比率(%)	39.02	43.24	45.87	47.38
短期债务/总债务(%)	19.90	26.89	18.18	12.72
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-2.30	0.85	0.44	-
总债务/EBITDA(X)	20.78	25.20	29.82	-
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.15	0.18	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.66	1.34	1.16	-

注：1、中诚信国际根据深圳地铁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 2022 年审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数及上年数，2023 年、2024 年一季度财务数据分别采用了 2023 年审计报告、2024 年一季度财务报表期末数；2、中诚信国际分析时，将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款、其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务；3、公司未提供 2024 年一季度现金流量补充资料，故相关计算指标失效；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 客观 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn