



信用等级通知书

信评委函字[2020]G048-F1号

深圳市地铁集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“深圳市地铁集团有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零二零年二月十四日

深圳市地铁集团有限公司 2020 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	深圳市地铁集团有限公司
发行规模	本期债券发行总额不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元）。
债券期限	3 年
债券利率	本期债券为固定利率，票面利率将根据网下簿记建档结果确定，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后确定。
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

概况数据

深圳地铁	2016	2017	2018	2019.Q3
所有者权益（亿元）	1,789.80	2,192.91	2,388.51	2,564.21
总资产（亿元）	2,713.88	3,667.45	3,918.93	3,965.55
总债务（亿元）	304.99	714.19	686.07	674.56
营业总收入（亿元）	124.63	142.06	113.48	135.58
营业毛利率（%）	29.01	36.61	10.19	30.39
EBITDA（亿元）	31.92	105.18	129.77	-
所有者权益收益率（%）	0.02	3.01	3.04	2.59*
资产负债率（%）	34.05	40.21	39.05	35.34
总债务/EBITDA (X)	9.55	6.79	5.29	-
EBITDA 利息倍数 (X)	0.83	3.92	4.08	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2016年数据系采用2017年审计报告追溯调整的期初数，2017年数据系采用2018年审计报告追溯调整的期初数；3、2019年三季度加“*”指标经过年化处理；4、已将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款和专项应付款中的有息债务调整至长期债务。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“深圳市地铁集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券的债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体深圳市地铁集团有限公司（以下简称“深圳地铁”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。该级别反映了发行主体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。中诚信证评肯定了区域经济实力较强、显著的战略地位、强有力的政府支持、财务结构稳健以及投资收益规模较大对于其信用水平的支撑；同时，中诚信证评也关注到未来面临较大的资本支出压力、土地及房地产市场易受调控政策影响等因素对公司信用状况的影响。

正 面

- 区域经济实力较强。改革开放以来，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。2016~2018 年，深圳市地区生产总值分别为 19,492.60 亿元、22,438.39 亿元和 24,221.98 亿元，同比分别增长 9.0%、8.8%和 7.6%，较强的区域经济实力为深圳地铁奠定了坚实基础。
- 战略地位显著，政府支持力度大。公司作为深圳市国资委全资子公司，是深圳市轨道交通建设和运营的重要主体，战略地位突出；同时，公司在进行地铁建设和运营以及上盖物业开发过程中，获得了政府在相关政策、土地资产注入和项目资本金等方面的大力支持。截至 2019 年 9 月末，公司共获得政府划拨地块 12 块，土地作价共计 439.58 亿元。
- 财务结构稳健。公司自有资金实力较强，杠杆水平保持较低水平。2016~2018 年末及 2019 年

分析师

邵新惠 xhshao@ccxr.com.cn

邵新惠

许晓亮 xlxu@ccxr.com.cn

许晓亮

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2020年2月14日

9月末,公司资产负债率分别为34.05%、40.21%、39.05%及35.34%,总资本化比率分别为14.56%、24.57%、22.31%及20.83%,财务结构稳健,债务规模很低。

- 持有优质上市公司股权,投资收益规模较大。公司2017年取得万科股份股权,截至2019年9月末,对其持股比例为28.69%,系其第一大股东。2017~2018年,公司权益法下确认的万科股份投资收益分别为72.14亿元和99.22亿元,为公司投资收益的主要构成。

关注

- 未来面临较大的资本支出压力。公司在建及拟建项目量丰富,项目投资金额较大,截至2019年9月末,公司在建地铁线路尚需投入1,650.57亿元,在建上盖物业开发尚需投入749.77亿元,为公司带来了较大的资本支出压力。
- 上盖物业开发业务易受房地产市场及调控政策影响。“轨道+物业”的综合开发模式为公司利润提供了重要的资金来源,但上盖物业开发业务易受房地产市场行情变化及国家调控政策影响,为公司经营带来一定风险。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级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，中诚信证评将根据监管规定及《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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

深圳市地铁集团有限公司成立于1998年6月23日，系经深圳市人民政府（深府办[1998]73号文件）批准成立的国有独资企业，公司初始注册资本为人民币10.00亿元，股东方为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”），持股比例为100%。公司成立以后，深圳市国资委以现金及土地作价出资方式多次对公司进行增资，截至2019年9月末，公司注册资本和实收资本均为人民币440.71亿元，深圳市国资委持有公司100%股权，为公司控股股东和实际控制人。

定位方面，公司作为深圳市国资委全资子公司，是深圳市轨道交通建设和运营的重要主体，主要承担深圳市轨道交通建设、地铁和铁路运营与管理及地铁上盖物业开发等方面的任务，形成了地铁建设、地铁运营、物业开发、投融资、资源经营等五大业务板块，构建了“轨道+物业”的业务发展模式，此外，公司通过持有万科企业股份有限公司（以下简称“万科股份”）股权¹可获得较为可观的投资收益，业务经营及盈利来源较为多元化。

截至 2018 年末，公司总资产 3,918.93 亿元，所有者权益合计 2,388.51 亿元，资产负债率 39.05%；2018 年，公司实现营业总收入 113.48 亿元，净利润 72.49 亿元，经营活动净现金流 53.94 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司总资产 3,965.55 亿元，所有者权益合计 2,564.21 亿元，资产负债率 35.34%；2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 135.58 亿元，净利润 49.86 亿元，经营活动净现金流 96.45 亿元。

¹ 2017 年 1 月 12 日，公司以现金交易方式协议受让华润股份有限公司及其全资子公司合计持有的万科股份 A 股 1,689,599,817 股，占万科股份总股本的 15.31%。2017 年 6 月 10 日，恒大地产集团有限公司下属企业将其持有的 1,553,210,974 股万科 A 股股份以协议转让的方式全部转让给深圳地铁。截至 2019 年 9 月末，深圳地铁合计持有万科股份 A 股 3,242,810,791 股，占万科股份总股本的 28.69%，为其第一大股东。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	深圳市地铁集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）
发行规模	本期债券发行总额不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元）。
债券期限	3 年
票面金额和发行价格	本期债券票面金额 100 元，按面值平价发行。
债券利率	本期债券为固定利率，票面利率将根据网下簿记建档结果确定，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后确定。
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。
募集资金用途	本期债券募集资金在扣除发行费用后，不低于 10% 金额拟用于补充流动资金，包括但不限于用于置换前期防疫支出、防疫物资的购买、测温、安检、空间车厢消毒等在内的地铁公共出行疫情防控部署，保障公共交通安全、维持地铁正常营运生产及补充受疫情影响减免租金导致上盖物业板块流动资金需求，剩余部分用于疫情期间公司有息债务的偿还。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

宏观经济和政策环境

2018 年，在内部去杠杆和外部贸易冲突的双重压力下，中国经济运行稳中有变，GDP 增速逐季回落，全年 GDP 同比增长 6.6%，虽然达到预期目标，但较上年回落 0.2 个百分点。2019 年前三季度，在内部结构调整与矛盾释放、外部全球经济与贸易下行、中美贸易摩擦等不利因素影响下，GDP 累计同比增长 6.2%，三季度单季同比增长 6.0%，经济增速逐季放缓，但在稳增长政策支撑下仍保持在预期目标之内。

供需两弱格局持续。全球经济走弱、中美贸易冲突压力下，出口步入负增长区间；高债务压力下扩大内需效果有限，受汽车消费回落拖累，消费整体较为低迷；房地产投资平缓回落，稳增长下基建投资底部企稳但大幅上行难度大，制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱。在需求偏弱背景下，工业与制造业生产缓中趋稳。

经济内部结构恶化态势值得关注。投资与最终

需求对经济增长贡献率同比回落，经济增长对净出口依赖加剧。从产业内部结构来看，高新技术产业增长放缓，传统行业增速再度加快，工业与服务业走势分化，金融业增速逆势回升。

CPI 与 PPI 走势分化，结构性通胀加剧。三季度虽然鲜果价格涨势消退，但猪肉价格快速上涨继续带动 CPI 当月同比攀升，至季末已达 3%，结构性通胀加剧。三季度 PPI 当月同比已跌入负增长区间，但 PPI 大幅下降可能性仍较小，通缩风险可控。

金融数据继续改善。宽货币、宽信用基调下 M2 与社融增速稳中有升，金融条件有所改善；随着全球货币政策趋于宽松、中美贸易谈判取得阶段性进展，人民币贬值压力缓解。

今年以来，为了应对经济下行压力，宏观政策以稳增长为主基调。财政政策进一步加大减税降费力度，同时财政支出前置加大对基建的支持。在地方政府财政平衡压力较大的情况下，专项债稳基建作用进一步发挥，可用作重大项目资本金并将明年专项债额度提前发行；此外，调整中央与地方税收收入划分，完善增值税留抵退税分担机制，后移消费税征收环节并稳步下划地方。货币政策实施了多次降准，并改革 LPR 报价机制以求降低实体经济融资成本。下半年以来中央多次重要会议均强调把保持经济运行在合理区间放在更加突出的位置，稳增长依然是未来一段时间内宏观政策重心，预计货币政策仍将保持稳健偏宽松基调，积极财政政策仍有望将减税降费、专项债作为发力重点。

当前，国际形势错综复杂，国内经济下行压力与宏观风险并存。从外部环境来看，全球经济走弱，全球贸易萎缩，经济增长的外部带动力弱化；同时，中美贸易摩擦虽然阶段性缓和，但大国博弈下摩擦趋于长期化和复杂化，经济运行的外部复杂性依然存在；此外，仍需警惕国际金融市场的波动性和风险上升给国内金融体系带来的冲击。从国内情况来看，高债务风险、高资产价格对中国经济的约束持续存在，稳增长政策有可能进一步加剧相关风险；地方政府收支压力随着改革的推进或有缓解，但在减税降费及土地出让收入增长放缓背景下仍面临压力；此外，经济下行期出现了诸多结构分化迹象，

升级型的结构变化趋缓，衰退型的结构变化增多，经济结构转型升级面临放缓风险。最后，在就业总体稳定状况下，局部地区和局部行业的就业风险加大。

虽然前三季度宏观经济数据整体走弱，但 9 月经济数据出现了一些积极变化，稳增长下出现边际修复态势，同时考虑到低基数和企业补库存影响，预计四季度经济或短时弱企稳。但经济下行压力并未消失，全球经济走弱拖累中国经济，基建大幅回升难度较大，房地产严调控下地产投资虽有一定韧性但仍有回落压力，需求偏弱企业补库存力度和可持续性存疑，对 2020 年尤其是 2020 年下半年经济运行仍不宜过分乐观。

短期来看，虽然前三季度经济增速逐季回落，但在稳增长政策效果显现背景下，四季度经济或边际修复，不过 2020 年尤其是 2020 年下半年或仍有下行压力；从中长期来看，中国目前仍是全球经济增长最快的经济体之一，巨大的市场潜力扩大了中国经济腾挪的空间，改革开放持续推进有望为中国经济增长注入新的活力，中国经济增长中长期韧性犹存。

深圳市区域经济概况

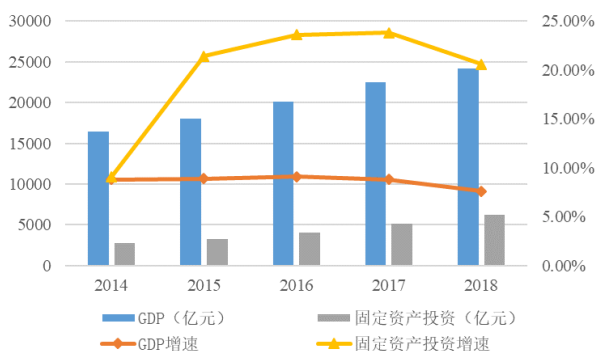
深圳市位于广东省南部，珠江口南岸，与香港毗邻，地理位置优越，是中国华南沿海重要的交通枢纽。深圳市全市总面积 2,100 平方公里，下辖六个行政区和两个功能新区以及一个保税港区。截至 2018 年末，深圳市常住人口 1,302.66 万人，其中户籍人口 454.70 万人。

改革开放以来，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。2016~2018 年，深圳市地区生产总值分别为 19,492.60 亿元、22,438.39 亿元和 24,221.98 亿元，同比分别增长 9.0%、8.8% 和 7.6%。2018 年，深圳市人均生产总值 18.96 万元，同比增长 3.2%，均位居全国前列。2018 年，深圳市第一产业增加值 22.09 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 9,961.95 亿元，增长 9.3%；第三产业增加值 14,237.94 亿元，增长 6.4%。第一产业增加值占全市生产总值的比重为 0.1%，第二产业增

加值比重为 41.1%。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，形成了以服务业为主导的产业格局。第三产业增加值比重为 58.8%。在现代产业中，现代服务业增加值 10,090.59 亿元，增长 7.1%；先进制造业增加值 6,564.83 亿元，增长 12.0%；高技术制造业增加值 6,131.20 亿元，增长 13.3%。四大支柱产业中，金融业增加值 3,067.21 亿元，比上年增长 3.6%；物流业增加值 2,541.58 亿元，增长 9.4%；文化及相关产业增加值 1,560.52 亿元，增长 6.3%；高新技术产业增加值 8,296.63 亿元，增长 12.7%。2019 年 1~9 月，深圳市实现地区生产总值 18,689.13 亿元，较上年同期增长 6.6%，其中第一产业增加值 19.14 亿元，增长 5.5%；第二产业增加值 7,338.04 亿元，增长 5.5%；第三产业增加值 11,331.95 亿元，增长 7.4%。

固定投资方面，2016~2018 年，深圳市分别完成固定资产投资额为 4,078.16 亿元、5,147.32 亿元和 6,207.67 亿元，分别比上年增长 23.6%、23.8%和 20.6%。2018 年，分产业看，深圳市第二产业投资比上年增长 7.0%；第三产业投资增长 23.4%。分行业看，工业投资增长 8.2%，其中，工业技术改造投资增长 22.1%。2019 年 1~9 月，深圳市固定资产投资额较上年同期增长 17.9%，其中第二产业增长-0.5%，第三产业增长 21.2%。

图 1：2014~2018 年深圳市 GDP 及固定资产投资情况



资料来源：深圳市国民经济和社会发展统计公报，中诚信证评整理

第二产业方面，深圳市倚重通信设备、计算机及其他电子设备制造行业，并培养出华为、中兴和比亚迪等有国际影响力的企业。2016~2018 年，深圳市全年规模以上工业增加值分别为 7,199.47 亿元、8,087.62 亿元和 8,855.94 亿元，分别比上年增长

7.0%、9.3%和 9.5%。

第三产业方面，深圳市形成了金融、房地产、交通运输与物流等支柱行业，并且培养出中国平安、万科地产和顺丰速运等一批行业领军企业。作为中国南方的金融中心，深圳民间资本活跃，市场化程度高，已建立了庞大的证券公司和基金公司群体，同时拥有众多的银行、保险公司、风险投资机构等各类金融机构总部。2018 年，深圳金融业实现增加值 3,067.21 亿元，比上年增长 3.6%。深圳房地产行业从最初的面向“港人置业”，不断依托市场化竞争机制发展壮大，逐渐沉淀下来一大批有市场影响力的房地产企业，使得深圳跃居成为全国领先的房地产市场。2018 年深圳房地产开发投资增长 23.60%。2018 年，深圳港集装箱吞吐量达到 2,573.59 万标准箱，居全球第三，仅次于上海和新加坡。深圳依托珠三角的区位和天然的海港优势，已建成了世界级集装箱枢纽港、华南地区航空门户机场，成为亚太地区重要的物流枢纽城市。

2018 年，深圳市战略性新兴产业增加值合计 9,155.18 亿元，比上年增长 9.1%，占地区生产总值比重 37.8%。其中，新一代信息技术产业增加值 4,772.02 亿元，增长 10.9%；数字经济产业增加值 1,240.73 亿元，增长 3.8%；高端装备制造产业增加值 1,065.82 亿元，增长 10.7%；绿色低碳产业增加值 990.73 亿元，增长 11.7%；海洋经济产业增加值 421.69 亿元，下降 11.3%；新材料产业增加值 365.61 亿元，增长 8.6%；生物医药产业增加值 298.58 亿元，增长 22.3%。

2019 年 8 月，中共中央、国务院发布《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，将深圳定位为高质量发展地、法治城市示范、城市文明典范、民生幸福标杆和可持续发展先锋，推动深圳率先建设发展要求的现代经济体系，率先营造彰显公平正义的民主法治环境，率先塑造展现社会主义文化繁荣兴盛的现代城市文明，率先形成共建共治共享共同富裕的民生发展格局，率先打造人与自然和谐共生的美丽中国典范。深圳市将成为全国标杆城市，经济发展的可持续性较强。

在经济增长的带动下，深圳市财政收入稳中有

升。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，深圳市地区一般公共预算收入分别为 3,136.4 亿元、3,331.6 亿元、3,538.4 亿元及 2,939.95 亿元，同期税收收入占地方一般公共预算收入的比重维持在 75% 左右，税收收入占比较高，深圳市一般公共预算收入具有较强的稳定性。2016~2018 年，深圳市政府性基金预算收入分别为 966.4 亿元、1,029.9 亿元和 964.6 亿元。

财政支出方面，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，深圳市一般公共预算支出分别为 4,178.0 亿元、4,594.7 亿元、4,282.5 亿元及 3,329.23 亿元；同期，财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 75.07%、72.52%、82.62% 及 88.31%，近年来，深圳市财政收入需依赖转移支付满足财政支出的需求。2016~2018 年，深圳市政府性基金预算支出分别为 413.8 亿元、536.2 亿元和 637.4 亿元。

表 2：2016~2018 年深圳市公共财政收支情况

单位：亿元			
项目	2016	2017	2018
一般公共预算收入	3,136.4	3,331.6	3,538.4
其中：税收收入	2,489.0	2,654.6	2,899.6
政府性基金预算收入	966.4	1,029.9	964.6
国有资本经营预算收入	67.6	38.9	46.6
一般公共预算支出	4,178.0	4,594.7	4,282.5
政府性基金预算支出	413.8	536.2	637.4
国有资本经营预算支出	54.7	41.2	38.3
财政平衡率	75.07%	72.51%	82.62%

资料来源：深圳政府在线网站，中诚信证评整理

总体看，深圳市财政实力雄厚，为市政府加快区域内社会建设、增强资源调度能力和支持当地经济发展奠定了良好的基础。

城市轨道交通行业

伴随着城镇化的推进，一、二线城市交通形势日趋严峻，加之国家对环保要求的日益提升，发展城市轨道交通成为缓解当前交通压力，满足绿色出行要求的主要选择。城市轨道交通的运量大、人均占用道路空间资源少、能耗和污染低的特征，以及其快速通达性可以加速城市人流、物流、商流和信息流的快速流动，提高沿线土地的价值，重构城市商业版图，乃至引领城市发展的潜在效应，使其成为解决城市严峻交通形势的最佳选择。

2000 年以来，我国轨道交通每年运营里程不断增长，截至 2000 年末，我国轨道交通运营里程 146.00 公里。“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，2018 年新增运营线路长度 728.7 公里。截至 2018 年末，我国（不含港澳台）35 个城市合计运营轨道交通 5,761.40 公里，共计 185 条线路。2018 年全年累计完成客运量 210.7 亿人次，同比增长 14%，总进站量为 133.2 亿人次，总客运周转量为 1,760.8 亿人公里。

图 2：2000~2018 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，中诚信证评整理

从新增运营线路长度看，青岛新增 124.6 公里，居全国首位，武汉、广州次之，分别新增 96.8 公里、87.1 公里；从增长幅度看，青岛增长 232.5% 居全国首位，贵阳、长春次之，分别增长 163.6%、43.5%。

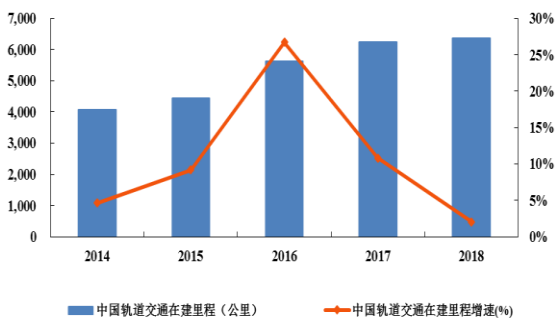
从运营线网规模看，共计 17 个城市的线网规模达到 100 公里或以上。其中，上海、北京运营规模均超 700 公里；广州运营线路长度超过 400 公里；南京、武汉、成都、重庆运营线路长度均超过 300 公里；深圳、天津两市运营线路长度均超过 200 公里。同时，拥有 4 条及以上运营线路，且换乘站 3 座及以上，实现网络化运营的城市共计 16 个，占已开通城轨交通运营城市总数的 45.7%。

从客运量情况来看，北京、上海、广州、深圳 4 市客运量占全国总客运量的 58%，全年累计完成客运量分别为 38.5 亿人次、37.1 亿人次、30.3 亿人次和 16.5 亿人次；成都、南京和武汉累计完成客运量均突破 10 亿人次。同客运量相一致，北京、上

海、广州、深圳合计完成客运周转量 1,043.9 亿人公里，占全国总客运周转量的 59.3%，分别完成客运周转量 338.7 亿人公里、335.8 亿人公里、226.2 亿人公里、143.2 亿人公里。

截至 2018 年末，共有 53 个城市（部分由地方政府批复项目未纳入统计）在建线路总规模 6,374 公里，同比增长 2%，可研批复投资额累计 42,688.5 亿元；在建线路 258 条（段）。2018 年全年共完成城轨交通建设投资 5,470.2 亿元，同比增长 14.9%。共有 25 个城市的在建线路超过 100 公里，其中，北京、广州建设规模超过 400 公里；成都、武汉、杭州建设规模超过 300 公里；青岛、深圳、长沙、上海建设规模超 200 公里；建设规模在 150-200 公里之间的有苏州、西安、天津、重庆、南京、厦门、福州 7 个城市；建设规模在 100-150 公里之间的有昆明、合肥、佛山、贵阳、温州、宁波、郑州、沈阳、南宁 9 个城市。

图 3：2014~2018 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，中诚信证评整理

轨道建设投融资方面，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%。1999 年以前，我国轨道交通设备主要依靠进口，进口设备价格昂贵，导致建设成本居高不下。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%”。自此，我国轨道交通技术

设备国产化水平不断提高,有的在建线路国产化率甚至超过了80%。按照2012年9月国家发改委新批准的23个城市轨道交通建设项目估算,城市轨道交通平均每公里造价为3.23亿元,相比20世纪90年代建成的3条线路平均每公里造价6~8亿元已有大幅下降。尽管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,实现规模化和专业化经营,通过运营相关资源的收益部分弥补地铁运营的亏损。

总体来看,近年来轨道交通行业持续快速发展,随着投运线路增加,运营规模和效率不断提升,同时规划、在建线路数量和里程均超过在运营规模,轨道交通的建设需求依旧很大。同时,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,轨道交通行业也在逐步实现市场化,而广告、商贸、地下空间、房地产开发等相关资源开发业务未来具有很大的发展空间,也将为轨道交通线路的运营提供一定的盈利补充。

竞争及抗风险能力

公司作为深圳市轨道交通领域的主要投资建设和运营主体,承担着深圳市主要轨道交通项目的投资、运营、资产管理和资源开发等职责,在深圳市地位重要,获得了深圳市政府的有力支持,同时,公司自身在科研创新方面具有较强竞争力。

在政策支持方面,深圳市政府制定了《深圳市城市轨道交通第四期建设规划(2017-2022年)》,把轨道交通建设项目作为未来一段时期的深圳市基础设施建设重点。在公司业务发展过程中,“地铁+物业”的发展模式逐步获得认可,有关地铁上盖空间的开发程序、地价政策、权属认定等开始明确,《深圳市轨道交通条例》已进入立法程序。建设规划方案的出台和特有业务模式的逐步落实,为公司后续业务的开展奠定了良好的基础。

在资产注入方面,深圳市政府创新土地出让模式,提出土地作价出资方案,将深圳地铁沿线土地注入公司,公司资本实力得以持续增强。截至2019年9月末,公司已获得政府划拨地块12块,土地作价共计439.58亿元,公司获得土地均处于地铁沿线,且大部分位于深圳市主城区,具有较大的升值空间,公司通过再造地铁上盖空间进行物业开发,以地铁上盖及沿线物业的升值效益反哺轨道建设及地铁运营业务产生的资金缺口,从而实现自身的资金平衡。

在项目资本金方面,公司已完工项目中,深圳轨道交通一期项目资本金比例约为65%,二、三期项目资本金比例约为50%,项目资本金比例较高,资本金部分均由深圳市财政承担且到位情况良好,为公司地铁项目建设的顺利进行提供了有力支持和保障。

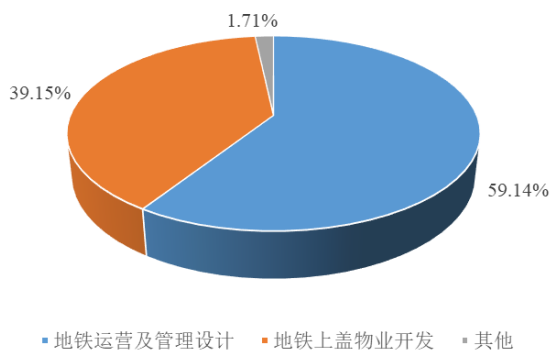
在科研创新方面,公司坚持技术创新,获得国家、省、市级奖项146项、专利14项,技术创新及品牌优势等软实力逐年提高。同时公司大力推进智慧地铁、智慧交通的建设,全部站点实现手机扫码过闸,并全线开通金融IC卡(包括银联手机闪付及银联IC卡闪付);以福田站为试点引入5G通信新技术,试行全球首例地铁5G超宽带车地无线通信。

总体来看,公司作为深圳市轨道交通建设和运营的重要主体,在政策、资产注入、项目资本金等方面得到了深圳市政府的大力支持,同时,公司自身具有较强的科研创新能力,公司整体抗风险能力极强。

业务运营

公司是深圳市轨道交通投资建设及运营的重要主体。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现营业总收入 124.63 亿元、142.06 亿元、113.48 亿元及 135.58 亿元。其中 2018 年公司营业总收入较上年减少 20.12%，主要系受地铁上盖物业开发业务结转周期影响所致。从构成上看，近年来随着地铁运营里程的增加及路网效应的逐步体现，公司地铁运营及管理设计收入稳步增长，是公司营业收入的主要来源之一；同时，公司还对地铁沿线上盖空间进行住宅和商业开发，获取了较大规模的房地产开发收益，亦是公司收入的重要组成部分。2018 年地铁运营及管理设计以及地铁上盖物业开发业务收入分别为 67.11 亿元及 44.43 亿元，占比分别为 59.14% 和 39.15%。

图 4：2018 年公司营业总收入构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

地铁运营及管理设计

轨道交通建设

公司轨道交通建设业务主要由子公司深圳地铁建设集团有限公司（以下简称“地铁建设”）负责运营，目前公司已构建集规划、勘察设计、咨询监理、建设管理于一体的完整的地铁建设业务体系。

资金来源方面，轨道交通的建设资金主要依靠深圳市政府财政拨款。根据市政府投资项目计划（深圳市发展和改革委员会文件，如深发改【2017】113、【2018】114 等），每年深圳市政府根据深圳市地铁建设进度和当年财政预算拨付给公司相应的轨道交通建设项目资金，项目资金直接计入公司资本公积。2017 年以来，深圳市轨道交通建设进入第四个快速推进期。根据国家发展和改革委员会批复

的《深圳市城市轨道交通第四期建设规划（2017-2022 年）》（发改基础【2017】617 号），深圳市城市轨道交通第四期建设项目总投资为 1,344.5 亿元，其中 50% 由财政承担，剩下 50% 通过银行贷款等多元化融资模式解决。此外，为了平衡轨道建设项目资金，政府以作价出资形式注入多宗土地资产；公司主要用做地铁上盖物业的开发，对收益形成了有效补充。截至 2019 年 9 月末，公司共获得政府划拨地块 12 块，土地作价共计 439.58 亿元。

已完工项目方面，截至 2019 年 9 月末，公司已完成了深圳轨道交通一、二、三期工程 1、2、3、5、7、9、11 号线及 5 号线二期总计 273 公里、191 个车站线路的建设任务，同步建成了罗湖、福田、深圳北站、深圳东站等重要交通枢纽。公司已完工项目中，深圳轨道交通一期项目资本金比例约为 65%，二、三期项目资本金比例约为 50%，项目资本金部分均由深圳市财政承担，资本金到位金额共计 795.23 亿元，资本金以外部分通过银行贷款等方式解决。

在建项目方面，截至 2019 年 9 月末，公司在建地铁线路包括 6 号线、8 号线一期、6 号线二期、9 号线二期、10 号线、12 号线、13 号线及 16 号线等共 14 条（段），线路长度合计 268.77 公里，总投资合计 2,302.30 亿元，其中资本金合计 1,153.21 亿元，各个项目资本金比例均约为 50%，资本金部分均由深圳市财政承担。截至 2019 年 9 月末，公司在建地铁线路中，除 12 号线、13 号线、14 号线和 16 号线的资本金随建设进度逐步拨付外，其余线路资本金均已到位，资本金到位情况良好。截至 2019 年 9 月末，公司在建地铁线路累计完成投资 651.73 亿元，未来尚需投入 1,650.57 亿元，资本金以外部分由公司自行筹措资金解决，在建项目未来尚需投资金额较大，公司面临较大的资本支出压力。

表 3：截至 2019 年 9 月末公司在建地铁线路情况

单位：公里、亿元

线路	建设长度	建设期间	总投资	已投资	资本金
6 号线	37.63	2014.12~2020.05	204.51	120.10	88.22
8 号线一期	12.38	2015.12~2020.10	108.15	54.58	50.30
2 号线三期	3.78	2015.12~2020.10	30.18	18.17	15.09
3 号线三期（南延）	1.45	2015.12~2020.10	11.85	6.88	5.93
6 号线二期	11.84	2016.06~2020.05	88.28	40.30	40.80
9 号线二期	10.79	2015.12~2019.11	92.42	57.80	49.80
10 号线	29.31	2015.12~2020.06	294.70	178.63	147.35
8 号线二期	7.94	2019.08~2024.06	59.81	0.29	29.91
5 号线（黄贝岭站后-大剧院段）	2.88	2019.08~2025.08	39.28	0.49	19.64
6 号线支线	6.13	2018.01~2022.12	37.95	5.09	37.95
12 号线	40.54	2018.01~2022.12	404.44	54.45	202.22
13 号线	22.44	2018.01~2022.12	229.27	25.44	114.64
16 号线	29.20	2018.01~2023.12	300.21	35.70	150.11
14 号线	52.46	2018.01~2022.12	401.25	53.81	201.25
合计	268.77	-	2,302.30	651.73	1,153.21

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

拟建项目方面，截至 2019 年 9 月末，公司拟建地铁线路包括 3 号线四期工程、6 号线支线二期工程、11 号线二期工程、12 号线二期工程、13 号线二期工程（北延）、16 号线二期工程和 20 号线

一期工程等 11 条（段），公司拟建地铁线路长度合计 74.24 公里，总投资估算 934.30 亿元，公司未来拟建地铁线路较多，投资金额较大，亦将为公司未来带来较大投资支出压力。

表 4：截至 2019 年 9 月末公司拟建线路情况

单位：公里、亿元

线路	首末站名称	线路长度	投资估算
3 号线四期工程	双龙—坪地六联	9.35（高架 1.93）	109.10
6 号线支线二期工程	翠湖—光明城	4.90（高架 0.4）	36.70
7 号线二期工程	西丽湖—学府医院	2.45（全地下）	26.30
8 号线三期工程	小梅沙—溪涌	4.26（全地下）	87.20
11 号线二期工程	福田—红岭南	5.58（全地下）	64.60
12 号线二期工程	海上田园东—松岗	8.16（全地下）	101.30
13 号线二期工程（北延）	上屋—公明北	18.80（全地下）	239.70
13 号线二期工程（南延）	深圳湾口岸—歌剧院	3.20（全地下）	36.10
14 号线二期工程	岗厦北—会展中心西	1.30（全地下）	15.60
16 号线二期工程	大运—安良	7.81（全地下）	106.40
20 号线一期工程	会议中心—机场北	8.43（全地下）	111.30
合计	-	74.24	934.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司地铁建设业务稳步推进，地铁建设项目资本金比例较高且到位情况良好，但在建及拟建线路较多且投资规模较大，公司仍面临较大的资本支出压力。

地铁和铁路运营

公司地铁运营业务主要由子公司深圳地铁运营集团有限公司（以下简称“深铁运营公司”）和深圳市地铁三号线投资有限公司负责，业务包括地铁的运营管理、客运服务、列车运行组织及土建设施、

车辆和运营系统设备的维修保养等。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司地铁运营收入分别为 25.57 亿元、27.80 亿元、43.11 亿元和 33.43 亿元，毛利率分别为-49.98%、-43.03%、-57.32%和-63.97%，由于地铁运营具有一定的公益属性，近年来公司地铁运营业务均呈经营亏损状态。

运营线路方面，截至 2019 年 9 月末，深圳市已实现通车的地铁线路包括 1 号线、2 号线、3 号线、4 号线、5 号线、7 号线、9 号线、11 号线共 8

条线路，其中，除 4 号线由港铁轨道交通（深圳）有限公司负责运营外，其余 7 条线路均由公司负责运营。截至 2019 年 9 月末，公司已开通地铁运营里程合计 273.01 公里，车站数量合计 191 座。公司地铁线路开通后一段时间内（一般为 1 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，截至 2019 年 9 月末，公司运营线路中 5 号线二期尚处于试运营期。

表 5：截至 2019 年 9 月末公司开通运营线路情况

单位：公里、座					
线路名称	首末站名称	运营里程	车站数量	开通时间	是否为试运营期
1 号线	罗湖—机场东	40.88	30	2014.12.28	否
2 号线	新秀—赤湾	36.12	29	2010.12.28	否
3 号线	益田—双龙	41.09	30	2010.12.28	否
5 号线	黄贝岭—前海湾	39.80	27	2011.06.28	否
5 号线二期	桂湾—赤湾	7.60	7	2019.09.28	是
7 号线	太安—西丽湖	30.20	28	2016.10.28	否
9 号线	文锦—红树湾前	25.42	22	2016.10.28	否
11 号线	福田—碧头	51.90	18	2016.06.28	否
合计	-	273.01	191	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

运营指标方面，2016~2018 年，深圳地铁客运总量分别为 10.93 亿人次、14.45 亿人次和 16.37 亿人次，日均客运量分别为 298.66 万人次、395.93 万人次和 448.50 万人次，最高日客运量分别为 306.86 万人次、495.55 万人次和 569.67 万人次，票务收入分别为 27.85 亿元、34.96 亿元和 39.81 亿元，均呈逐年增长趋势。2019 年 1~9 月，深圳地铁客运总量为 13.09 亿人次，日均客运量为 479.52 万人

次，最高日客运量为 587.70 万人次，实现票务收入 32.23 亿元。运行质量方面，近三年一期深圳地铁正点率均处于 99.87%以上，保持较高水平。安全保障方面，公司通过建立安全生产责任制并定期开展安全月、消防月等宣传教育活动，树立员工安全责任意识，在运营和设备维护方面着力提升安全保障措施，自公司成立以来，公司未发生过地铁运营重大安全事故。

表 6：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司地铁运营情况

	2016	2017	2018	2019.1~9
客运总量（亿人次）	10.93	14.45	16.37	13.09
日均客运量（万人次）	298.66	395.93	448.50	479.52
最高日客运量（万人次）	306.86	495.55	569.67	587.70
正点率（%）	99.87	99.93	99.93	99.99
票务收入（亿元）	27.85	34.96	39.81	32.23

注：表中票务收入含试运营线路票务收入，其中 2018 年无新线试运营票务收入。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

票价方面，公司根据深圳市国资委文件《关于我市城市轨道交通票价（及相关政策）的通知》（深发改[2010]2488 号），实行“里程分段计价票制”，起步 4 公里以内 2 元；4 公里至 12 公里部分，每 1

元可乘坐 4 公里；12 公里至 24 公里部分，每 1 元可乘坐 6 公里；超过 24 公里，每 1 元可乘坐 8 公里。此外，深圳市针对老年人、残疾人、儿童、中小学生和“深圳通”持卡乘客提供相应票价减免及

优惠政策。上述票价方案自 2010 年 12 月实施以来沿用至今，由于地铁的公益性质，地铁票价由政府定价，公司票务收入的增加主要依靠客流量的自然增长。

运营成本方面，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司地铁运营成本分别为 38.36 亿元、39.76 亿元、67.82 亿元和 54.81 亿元，主要包括固定资产折旧、人力成本、能耗成本和维修成本等，其中 2018 年较上年大幅增加，主要系 2016 年 10 月投入试运营的线路于 2018 年进入正式运营期，运营成本核算增加所致。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司已通车线路每公里运营成本分别为 2,443 万元、2,532 万元、2,559 万元和 2,068 万元。公司地铁运营成本较高，票务收入不能覆盖运营成本，且深圳市政府对公司不进行地铁运营补贴，公司主要依靠上盖物业开发及资源开发等多种经营方式实现盈亏平衡。

公司除了承担深圳地铁建设和运营的主要任务外，同时还代表深圳市政府参与厦深铁路广东段、广深港客运专线铁路、平南铁路、赣深铁路和穗莞深城际铁路等铁路项目的投资与经营、管理工作。公司作为深圳市政府投资国家铁路的出资人代表，持有厦深铁路广东有限公司 12.02% 的股份、广深港客运专线有限责任公司 27.43% 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。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司铁路运营业务收入分别为 10.62 亿元、9.18 亿元、8.52 亿元和 4.93 亿元，毛利率分别为 -0.13%、1.15%、-4.72% 和 -1.91%，铁路运营成本较高，盈利水平有限。

总体来看，近年来随着运营线路的增加和客运量的增长，深圳地铁运营收入和运营成本均有所提升。公司近年来地铁票价稳定，运营及安全保障情况良好，中诚信证评将持续关注深圳地铁的运营效益和安全保障情况。

资源开发

公司资源开发业务由全资子公司深圳市地铁商业管理有限公司（以下简称“深铁商业”）负责经

营。深铁商业受公司委托负责对公司旗下各项商业资源进行集约化、专业化管理，相关收入主要包括站内、列车广告以及站外围挡等广告收入，地铁车站物业商铺、地铁大厦楼宇出租收入以及地铁线路内移动通信信号覆盖系统出租、列车电子媒体出租收入。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司资源开发板块营业收入分别为 4.63 亿元、4.41 亿元、6.03 亿元和 4.63 亿元，公司资源开发业务盈利性较好，近三年一期毛利率水平均在 90% 左右。

深铁商业针对地铁重点站、换乘点、建筑群等大量人流聚集的地段进行开发，逐步形成了“高覆盖站点便民商铺+以核心商圈为主的线式商业+推动片区产业升级改造的核心立体商业”的开发形态，目前拥有 16 个地下商业空间、银行场地、沿线零星商业、自助设备等，经营面积约 15 万平方米。深铁商业还着力形成甲级写字楼与产业园的办公产品线，目前运营地铁大厦、基金小镇、地铁科技大厦、汇通大厦等项目，运营面积共 22.5 万平方米。此外，深铁商业还持有 7 条地铁线路、153 个地铁站点的广告灯箱、梯牌广告、电子显示屏、墙贴广告以及 366 辆列车的内包列车及看板、语音播报、拉手广告等的经营权以及全线网移动通信设备系统、通信机房及自助设施、WiFi 业务资源。

总体来看，公司依托地铁站点资源进行资源开发业务，运用多种方式使得地铁商业资源得以有效盘活，获得了较高的收益水平，为公司盈利提供了有益补充。

物业管理

公司物业管理业务由全资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，主要负责地铁及其上盖物业的经营和管理。深铁物业具有物业服务企业国家一级资质，获得 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001 认证，是深圳市住房和建设局工程建设标准化试点企业（物业管理类）。近年来，随着房地产项目的增多，公司物业管理收入逐年上升，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司物业管理板块分别实现收入 3.04 亿元、3.44 亿元、4.93 亿元及 2.46 亿元。

深铁物业以地铁及其上盖物业的经营、管理为主业，内容涉及地铁车站及车辆段、综合交通枢纽、保障房、商业及商品房、后勤服务五大板块。具体来看，深铁物业管理深圳市全线车站、隧道及沿线零星商铺和物业区，同时也负责深圳北站、深圳东站、福田、罗湖四个综合交通枢纽的运营管理服务；房地产方面，深铁物业承接公司自行开发、建设的写字楼、商业公寓及商品房项目，提供全流程物业服务，并负责龙海家园、和悦居、朗麓家园、龙瑞佳园（山海居）等四个公司保障房项目的物业管理；深铁物业后勤服务板块主要系公司员工食堂管理和员工公寓管理等。

整体来看，公司物业管理业务主要系经营管理公司自行开发的物业项目，收入水平随房地产开发项目的增加而增加，但整体规模较小，在营业收入中占比不大。

市政设计

公司市政设计业务主要由子公司深圳市市政设计研究院有限公司（以下简称“市政设计院”）负责，主要包括轨道、公路、工业生态园及综合交通枢纽等建筑的设计规划。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司市政设计板块分别实现收入 3.36 亿元、3.85 亿元、4.52 亿元及 2.57 亿元。

市政设计院具有市政行业、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，业务类型囊括了城市道路、桥梁、轨道、隧道、公路、建筑、地下空间、给水排水、燃气、电气、风景园林、环卫、防灾减灾、工程总承包、规划及监理与施工图审查等领域。

近年来，市政设计院设计院设计出了深圳世纪大桥、深南大道、东莞大道、深圳地铁罗湖站及口岸交通枢纽工程、深圳市大工业区燕子岭生态公园、深圳市福田交通综合枢纽换乘中心等优秀作品。工程项目范围已覆盖到 20 多个省市，并分别在东莞、合肥、长春、杭州、福州、郑州、成都、新疆等地设立了分公司。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，市政设计院分别取得设计合同 1,804 份、

1,460 份、1,314 份及 773 份，合同总金额分别为 7.24 亿元、6.72 亿元、10.80 亿元及 10.91 亿元。

整体来看，公司市政设计业务包括轨道、公路、建筑及交通枢纽等多个领域，工程项目范围已覆盖到 20 多个省市，业务运营良好，但收入规模较小。

地铁上盖物业开发业务

公司地铁上盖物业开发业务由公司本部、深圳市朗通房地产开发有限公司（以下简称“朗通房地产”）、深圳地铁前海国际发展有限公司（以下简称“深铁前海”）、深圳地铁诺德投资发展有限公司（以下简称“深铁诺德”）、深圳地铁万科投资发展有限公司（以下简称“深铁万科”）等负责经营，主要包括地铁沿线住宅、商业和保障房²项目的规划设计、开发建设、管理和市场营销等工作，通过利用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地铁运营业务。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，地铁上盖物业开发业务收入分别为 72.46 亿元、91.25 亿元、44.43 亿元和 87.11 亿元，占营业总收入的比重分别为 58.15%、64.22%、39.82%及 64.25%，是公司业务收入规模最大的板块，其中受地铁上盖物业开发业务结转周期等因素影响，2018 年该板块收入较上年下滑 51.31%。

表 7：公司上盖物业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	三级
2	深圳地铁前海国际发展有限公司	暂定
3	深圳市朗通房地产开发有限公司	四级
4	深圳地铁诺德投资发展有限公司	无
5	深圳地铁万科投资发展有限公司	无

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

业务模式上，公司上盖物业开发业务的业务运营模式主要包括自主开发、合作开发和项目代建三类。其中，自主开发项目由公司全面负责并拥有 100% 收益权；合作开发项目由公司和合作方共同出资成立项目管理公司，并按照出资比例获取收

² 公司保障房项目全部纳入政府规划，项目建设采用代建和配建相结合模式，主要项目有龙海家园、和悦居、朗麓家园和龙瑞佳园四个项目，建筑面积合计 185 万平方米，已完成投资 74.94 亿元，上述均已在 2016 年全部完成交付并回款完毕，目前公司暂无在建保障房项目。

益；代建项目系公司支付待开发管理费给合作单位，并由合作单位和公司共同管理。公司土地主要来自于深圳市国资委代表深圳市政府作价出资至公司。

从整体建设及销售情况来看，公司的地铁上盖物业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。2016~2018年，公司上盖物业开发新开工面积分别为36.70万平方米、16.06万平方米及51.11万平方米，同期竣工面积分别为23.05万平方米、20.43万平方米和58.66万平方米。受房地产调控政策及结算周期等因素影响，公司上盖物业开发销售情况波动较大。2016~2018年及2019年1~9月，公司合同销售面积分别为35.21万平方米、20.63万平方米、20.02万平方米及5.77万平方米，取得实际销售额分别为74.40亿元、158.78亿元、130.00亿元及52.03亿元。

表 8：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司上盖物业开发板块整体建设及销售情况

单位：万元、万平方米

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~9 月
地铁上盖物业开发完成投资	683,386	681,248	1,183,107	641,832
新开工面积	36.70	16.06	51.11	-
竣工面积	23.05	20.43	58.66	54.89
合约销售面积	35.21	20.63	20.02	5.77
实际销售额	744,028	1,587,764	1,300,000	520,300

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目具体情况方面，2016~2018年及2019年1~9月，公司地铁上盖物业开发业务已完工项目包括塘朗城广场东区、塘朗城广场西区、地铁锦上花园、前海时代8、9、10号地块和龙瑞佳园6个项目，其中前海时代8号地块用于办公自持，其余项目均用于住宅销售。上述项目批文均齐全，项目总投资合计为87.83亿元，规划建筑面积为89.03万平方米，截至2019年9月末，项目销售大部分已接近尾声，累计销售总额为233.47亿元，基本已回款完毕。

表 9：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司已完工上盖物业开发项目情况

单位：万元、平方米

项目名称	项目主体	项目类别	地理位置	总投资额	规划建筑面积	累计销售总额	销售进度	回款进度
塘朗城广场（东区）	深圳市朗通房地产开发有限公司	住宅	深圳市南山区留仙大道	95,295	58,244	218,658	100%	100.00%
地铁锦上花园一期	深圳市地铁集团有限公司	住宅	深圳市龙岗区横岗	355,300	322,000	733,673	79%	98.00%
前海时代10号地块	深圳市地铁集团有限公司	住宅	深圳市前海合作区桂湾片区东侧	50,288	95,434	292,025	100%	100.00%
前海时代9号地块	深圳市地铁集团有限公司	住宅	深圳市前海合作区桂湾片区东侧	78,320	159,653	730,924	96.73%	95.48%
前海时代8号地块	深圳市地铁集团有限公司	办公	深圳市前海合作区桂湾片区东侧	118,907	144,639	-	自持	自持
龙瑞佳园	深圳市地铁集团有限公司	住宅	深圳市蛇口	180,200	110,300	359,429	99%	100.00%
合计	-	-	-	878,310	890,270	2,334,709	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至2019年9月末，公司地铁上盖物业开发业务在建项目包括塘朗城广场西区、深湾汇云中心、前海枢纽上盖物业、安托山停车场上盖物业及汇德大厦等十个项目，以商业综合体项目为主，项目审批手续齐全，均已取得四证。上述项目规划建筑面积合计为408.08万平方米，计划总投资合计为

1,088.96亿元，截至2019年9月末，累计投资金额约为339.19亿元，未来仍有749.77亿元的资金需求，后续存在一定的资金压力。

表 10: 截至 2019 年 9 月末公司在建上盖物业开发项目情况

单位: 亿元、平方米

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	计划投资额		
								2019.10-12	2020	2021
塘朗城广场(西区)	深圳市朗通房地产开发有限公司	商业、办公、商务公寓、酒店	深圳市南山区	2015.5-2018.11	203,265.71	33.48	38.99	0.08	0.00	0.00
深湾汇云中心	深圳市地铁集团有限公司	办公、商业	深圳市南山区	2014.10-2022.1	600,000.00	153.00	71.88	8.08	20.24	8.70
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	深圳市前海自贸区	2015.9-2025.12	1,278,090.00	433.00	9.25	14.35	14.85	18.13
安托山停车场上盖物业	深圳地铁前海国际发展有限公司	住宅、办公、公寓及商业	深圳市南山区	2016.4-2021.4	741,356.00	176.00	43.98	3.46	15.94	20.25
地铁金融科技大厦	深圳市地铁集团有限公司	商业	深圳市南山区	2014.9-2018.9	129,604.00	23.39	18.82	0.25	0.00	0.00
地铁汇通大厦	深圳市地铁集团有限公司	商业	深圳市福田区	2014.9-2019.2	115,800.00	39.51	30.71	0.03	0.64	0.00
南翠华府	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	深圳市南山区	2017.10-2021.1	203,336.00	39.02	9.50	3.83	13.32	4.64
前海时代	深圳市地铁集团有限公司	住宅商业	深圳市前海自贸区	2017-2024	343,836.00	119.00	55.71	1.92	3.60	0.00
汇德大厦	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业、写字楼、酒店	深圳市龙华区	2015.6-2019.8	248,512.59	40.02	32.00	0.39	2.14	2.06
汇隆商务中心	深圳市地铁集团有限公司	办公、公寓	深圳市龙华区	2015.9-2019.3	216,964.00	32.54	28.35	0.03	4.16	0.00
合计	-	-	-	-	4,080,764.30	1,088.96	339.19	32.42	74.89	53.78

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

拟建项目方面, 截至 2019 年 9 月末, 公司拟建上盖物业开发业务项目主要包括松岗项目、长圳项目、机场东车辆段项目、赤湾停车场项目、昂鹅车辆段项目、登良东站项目及大运枢纽项目共计七个项目, 规划用地面积共计 164.83 公顷, 计容建筑面积共 501.36 万平方米。上述项目均在前期准备阶段, 尚未与政府签订正式土地出让合同。

表 11: 截至 2019 年 9 月末公司拟建上盖物业开发项目情况

项目名称	项目类型	规划用地面积 (公顷)	计容建筑面积 (万平方米)
松岗项目	居住	29.76	45.14
长圳项目	居住	19.06	45.89
机场东车辆段项目	居住、产业、商业	26.04	57.01
赤湾停车场项目	商业、居住、产业	17.34	54.47
昂鹅车辆段项目	工业、居住、产业、商业	63.60	215.36
登良东站项目	商业	0.48	6.60
大运枢纽项目	商业、居住	8.55	76.89
合计	-	164.83	501.36

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

土地储备方面，截至 2019 年 9 月末，公司已获得政府划拨地块 12 块，土地作价共计 439.58 亿元，各地块均处于在建或已完工状态，其中已完工面积 89.03 万平方米，在建面积 408.08 万平方米。公司暂无剩余土地储备。

整体来看，公司依托地铁上盖及沿线物业的升值效益反哺轨道建设及地铁运营业务，主要包括商业、住宅和保障房建设，业务运营良好，是公司收入规模最大的板块；但公司在建上盖物业开发项目较多，未来存在较大的资金支出压力，且上盖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。

总体来说，公司轨道建设和上盖物业开发业务稳步推进，但在建及拟建项目较多且投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力；同时公司地铁运营及管理设计中的资源开发、物业管理和市政设计业务规模稳步增长，对公司收入亦形成一定有益补充。

公司管治

治理结构

根据《公司法》、《企业国有资产法》等相关法律法规及规范性文件的要求，公司已建立了由董事会、监事会、党委和纪委等组成的治理结构，与公司高级管理人员共同构建了分工明确、相互配合、相互制衡的运行机制。

董事会对深圳市国资委负责。根据公司章程，董事会由九名成员组成，目前到任七名董事。董事会设董事长一名，由市国资委依法从董事会成员中指定。董事中非职工董事由市国资委委派，职工董事由公司职工代表大会选举产生。董事每届任期三年，董事任期届满，经聘任可以连任。

公司设立党委和纪委，同时设立工会、团委等群团组织。公司党委和公司纪委的书记、副书记、委员的职数按上级党委批复设置，并按照《党章》等有关规定选举或任命产生。公司党委发挥领导作用，承担从严管党治党责任，落实党风廉政建设主体责任。

公司设监事会。监事会由五名监事组成，其中

三名监事由市国资委委派，两名监事由职工代表出任。职工监事由公司职工代表大会选举产生。监事会设主席一名，由市国资委从监事会成员中指定。监事每届任期三年，监事任期届满，可以连委（选）连任。监事会会议应有三分之二以上监事出席方可举行，监事会决议须经全体监事过半数以上表决同意。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期三年，任期届满可以连任。公司设副总经理四名，经市国资委批准可设总工程师、总经济师、安全总监各一名。公司设财务总监一名。财务总监兼任外部董事，由市国资委委派。财务总监对市国资委负责并报告工作。

内部管理

公司根据国家法律、法规的要求，不断推进规范管理和创新，加强公司治理和内部控制机制建设，在财务监管及管理规范等方面建立了一系列较为完善的监管体系和管理措施。

财务监管方面，公司以完善财务管理体制、加强资金管理、加强财务动态监控为财务管控重点，逐步建立与完善适应公司经营管理特点的财务管控体系，主要包括财务管理制度、预算管理制度、对外担保管理制度和投融资管理制度等。

管理规范方面，公司明确从业人员岗位职责，对财务人员进行有效监督，规定业务具体流程，统一财务管理制度，建立了包括员工管理制度、内部审计制度、工作监督制度和子公司管理制度等的管理规范体系。

总体来看，公司治理结构比较完善，内部控制制度较为健全，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

按照深圳建设现代化、国际化先进城市的总体要求，公司坚持以轨道交通支撑城市创新发展，以市场原则推动企业规范经营，改善城市生态空间，开展地铁投融资、建设、运营、物业开发以及资源经营一体化运作。

轨道建设方面，公司将继续强化前期研究，加大线路勘察设计等前期资金投入力度，将上盖空间和附属资源开发纳入线路的预可研与可研方案，同时强化线路设计，充分体现运营功能的实现和创造资源的需求，落实以轨道交通支撑城市创新发展理念。

地铁运营方面，公司力求在“十三五”期间实现“三个五”目标。一是运营管理线路达 500 公里，其中市内地铁运营线路达 400 公里，国内外市场化项目输出管理线路达 100 公里；二是日均客运量达 500 万人次，公交出行分担率达到 40%~45%；三是形成网络化运营“五大”核心能力，包括行业高标准的运营安全保障能力、标准国际化的客运服务保障能力、掌握核心技术的维修质量保障能力、具有卓越绩效的内控管理保障能力、集聚优秀专业队伍的人力资源保障能力。

此外，公司还将为地铁乘客提供全链条的商业服务、信息服务和文化服务，打造品牌佳、服务好、便捷度高的都市地铁生活圈，同时支持市政设计研究院做强做大市政设计和轨道交通设计两项基本业务，促进延伸建筑设计、工程勘察、规划咨询、工程总承包、监理等主要业务，加快轨道交通社会化、产业化发展。

总体来看，公司战略规划明晰，制定综合考虑了自身业务和在深圳市职能定位方面的特点，符合相关政策导向，发展规划有望稳步实现。

财务分析

以下分析主要基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年、2017 年及 2018 年度审计报告以及未经审计的 2019 年半年度财务报告，其中 2016 年数据系采用 2017 年审计报告追溯调整的期初数，2017 年数据系采用 2018 年审计报告追溯调整的期初数。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。

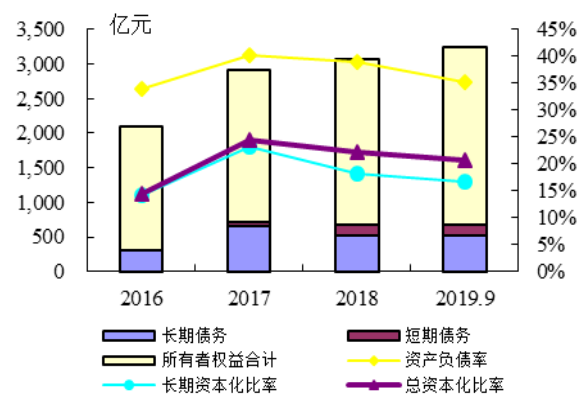
资本结构

随着轨道建设规模的提高和万科股权的并购，公司的资产规模呈增长态势。2016~2018 年末及

2019 年 9 月末，公司总资产分别为 2,713.88 亿元、3,667.45 亿元、3,918.93 亿元和 3,965.55 亿元。同期末，公司负债总额分别为 924.08 亿元、1,474.54 亿元、1,530.42 亿元和 1,401.34 亿元，其中 2017 年末较上年末增幅较大一方面是因为当期收购万科股份股权，向银行融资大幅增加，另一方面是由于地铁上盖物业开发开盘项目较多，商品房预售款项增多。所有者权益方面，得益于深圳市政府每年向公司划拨的地铁线路建设资金，近年来公司所有者权益与资本公积保持同步增长态势。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司所有者权益分别为 1,789.80 亿元、2,192.91 亿元、2,388.51 亿元和 2,564.21 亿元，同期末资本公积分别为 1,372.80 亿元、1,724.12 亿元³、1,853.38 亿元及 1,984.44 亿元，主要是深圳市政府以土地作价增资及用于地铁线路建设的财政拨款。

财务杠杆比率方面，近年来公司主要通过政府拨付的建设资金来推动业务发展，公司的资产负债规模保持良好水平。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司资产负债率分别为 34.05%、40.21%、39.05%和 35.34%；总资本化比率分别为 14.56%、24.57%、22.31%和 20.83%。

图 5：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司资本结构



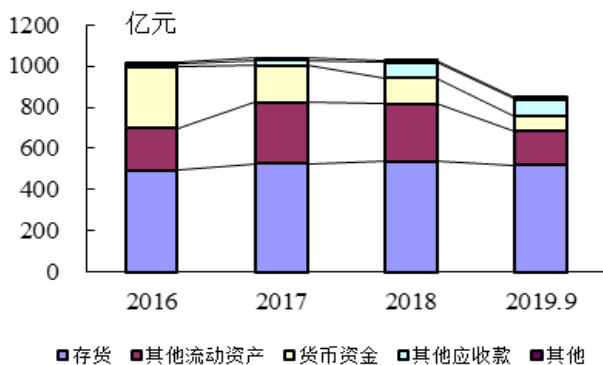
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产以非流动资产为主，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司流动资产占总资产的比重分别为 37.48%、28.30%、26.23%及 21.42%，非流动资产的占比分别为 62.52%、71.70%、73.77%及 78.58%。

³ 2017 年，深圳市国资委以塘朗 F 地块作价出资增加资本公积 18.72 亿元，收到市财委项目工程拨款增加资本公积 333.93 亿元，万科股份权益法核算减少资本公积 1.14 亿元。

具体来看，公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产。货币资金方面，随着轨道建设规模的扩大，公司支付较多线路工程款，货币资金呈现逐年下降趋势。2016~2018年末及2019年9月末，公司货币资金余额分别为298.53亿元、177.25亿元、125.04亿元及70.07亿元。截至2018年末，公司受限货币资金系履约保证金243.87万元，占当期期末全部货币资金比重仅为0.02%。公司其他应收款⁴主要由于项目预计收益划拨款、保证金及注资款事项等原因所产生，2016~2018年末及2019年9月末，公司其他应收款分别为15.33亿元、25.38亿元、73.70亿元及85.33亿元，期限主要集中在一年以内，其中2018年末其他应收款主要系应收万科股份和中国中铁股份有限公司的划拨收益款及应收深圳市振业（集团）股份有限公司的借款等，较上年末增幅较大主要系上盖物业开发项目合作方的冗余资金增加所致。2016~2018年末及2019年9月末，公司存货分别为495.82亿元、524.92亿元、535.58亿元及519.01亿元，占总资产比例分别为18.27%、14.31%、13.67%及13.09%，主要由地铁上盖物业开发项目及政府代建项目的开发成本和原材料构成。其他流动资产主要系闲置资金购买的理财产品和待认证及抵扣的进项税额等，2016~2018年末及2019年9月末，公司其他流动资产分别为201.39亿元、299.20亿元、282.10亿元和165.14亿元，其中2017年末较上年末大幅增加主要系购买80亿元银行保本理财产品所致。

图6：2016~2018年末及2019年9月末公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

非流动资产方面，2016~2018年末及2019年9月末，公司非流动资产分别为1,696.75亿元、2,629.61亿元、2,891.03亿元和3,115.96亿元，其中占比较大的包括长期股权投资、固定资产及在建工程。具体来看，2016~2018年末及2019年9月末，公司长期股权投资分别为3.56亿元、714.31亿元、786.62亿元和806.56亿元，主要为公司对合营和联营企业的股权投资，其中2017年末上涨主要系公司收购万科股份股权所致。万科股份系公司长期股权投资规模最大板块，截至2019年9月末，公司持有万科股份28.69%的股权，按权益法核算账面价值为794.73亿元。公司固定资产主要包括房屋及建筑物、交通运输设备和电子设备器械等，2016~2018年末及2019年9月末，公司固定资产账面价值分别为666.49亿元、1,307.25亿元、1,239.72亿元和1,338.46亿元，其中2017年末较上年末大幅提高96.14%，主要系2017年地铁三期线路7、9、11号线达到正式运营条件，由在建工程结转为固定资产所致。在建工程主要包括在建的各条地铁线路以及地铁配套工程，2016~2018年末及2019年9月末，公司在建工程分别为942.59亿元、516.10亿元、743.99亿元和821.96亿元，其中2017年末较上年末减少45.25%，主要原因系地铁三期线路7、9、11号线结转为固定资产；2018年末较上年末增加44.15%，主要系公司新增对地铁三期线路配套建设和四期工程的投资所致。

⁴ 其他应收款不含应收利息和应收股利。

表 12：2018 年末及 2019 年 9 月末公司长期股权投资情况

		单位：亿元	
	被投资单位	2018 年末余额	2019 年 9 月末余额
合营企业	深圳中车轨道车辆有限公司	-	2.16
	深圳市朗通房地产开发有限公司	4.88	4.88
联营企业	深圳市深圳通有限公司	1.01	1.01
	深圳市现代有轨电车有限公司	2.60	2.60
	深圳华溢储运有限公司	0.03	0.03
	万科企业股份有限公司	776.92	794.73
	深圳报业地铁传媒有限公司	0.93	0.67
	中铁检验认证（深圳）有限公司	0.12	0.12
	深圳市前海深港基金小镇发展有限公司	0.13	0.07
	郑州中建深铁轨道交通有限公司	-	0.29
合计		786.62	806.56

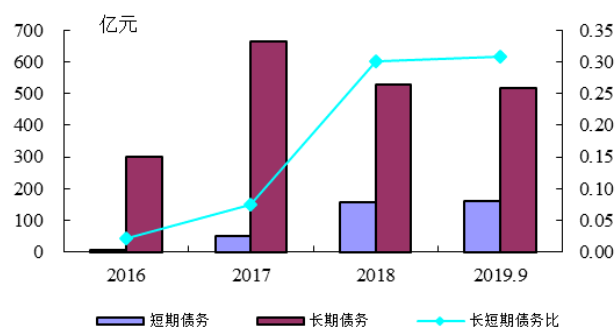
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

负债方面，公司负债以非流动负债为主。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司非流动负债占总负债的比重分别为 69.76%、67.89%、57.36% 和 56.88%，主要包括长期借款、应付债券和专项应付款。长期借款主要由用于轨道交通建设的银行项目贷款和并购贷款构成，借款利率在 1.20% 至 5.655% 之间。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司长期借款分别为 151.85 亿元、561.31 亿元、457.95 亿元和 424.53 亿元，其中 2018 年公司新增长期借款主要用于收购万科股份。应付债券方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司应付债券余额分别为 134.74 亿元、66.86 亿元、45.32 亿元和 40.42 亿元，其中“16 深圳地铁 SCP001”及“12 深圳地铁 MTN001”到期兑付致使 2017 年末应付债券同比降低 50.38%， “13 深地铁 MTN001”到期兑付致使 2018 年末同比降低 32.21%。截至 2018 年末，公司存续债券为“13 鹏地铁债 01”和“13 鹏地铁债 02”，债券期限均为 10 年，债券利率分别为 5.4% 和 6.75%。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司专项应付款分别为 294.64 亿元、340.91 亿元、354.61 亿元和 311.76 亿元，主要为深圳市财政局就公司轨道建设和代建市政工程拨付的工程款，待项目竣工移交后将与在建工程投入成本一并核减。

流动负债方面，公司流动负债主要包括应付账款和预收账款。应付账款主要系公司应付地铁建设施工方的工程款，近年来随着地铁轨道建设的推进而逐渐上升。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司应付账款分别为 111.24 亿元、157.11 亿元、164.05 亿元和 171.22 亿元。预收款项科目主要是地铁上盖物业开发项目预售房款，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司预收款项分别为 106.82 亿元、184.55 亿元、246.87 亿元和 197.89 亿元，近年来随房地产项目销售进度的推进而不断增加。

有息债务方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司总债务分别为 304.99 亿元、714.19 亿元、686.07 亿元和 674.56 亿元，其中 2017 年末大幅增长主要系公司为并购万科取得较多长期借款所致，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.02 倍、0.08 倍、0.30 倍和 0.31 倍，公司长期债务为主的债务结构符合轨道交通企业项目建设周期长、资金需求量大的特点。

图 7：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司债务规模分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

到期债务方面，公司 2019 年 10~12 月、2020 年、2021 年、2022 年及以后到期债务分别为 67.35 亿元、141.13 亿元、83.48 亿元及 382.60 亿元，面临一定的短期偿债压力。

表 13：截至 2019 年 9 月末公司债务到期分布情况

单位：亿元				
项目	2019.10~12	2020	2021	2022 及以后
到期债务	67.35	141.13	83.48	382.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，伴随公司地铁轨道建设项目的推进，公司资产规模逐年增长，杆杆比例合理，自有实力相对较强；同时公司债务结构符合业务特点，整体偿债压力不大。

盈利能力

如前文所述，公司主营业务收入主要来自地铁运营及管理设计、地铁上盖房地产开发等业务。2016~2018年，公司营业总收入分别为124.63亿元、142.06亿元和113.48亿元。具体来看，地铁运营及管理设计收入主要随客运量的上升而逐年上涨，2016~2018年分别为47.22亿元、48.67亿元和67.11亿元，其中2018年增幅较大主要是由于7号线、9号线和11号线结束试运营期，票务收入开始计入营业收入；而受房地产项目开发周期及销售周期影响，地铁上盖物业开发收入呈现波动趋势，2016~2018年分别为72.46亿元、91.25亿元和44.43亿元。2019年1~9月，公司实现营业总收入135.58

亿元，主要包括地铁运营及管理设计收入48.01亿元及地铁上盖物业开发收入87.11亿元等。

营业毛利率方面，公司近年来营业毛利率水平呈现一定波动，2016~2018年及2019年1~9月分别为29.01%、36.61%、10.19%和30.39%，波动较大主要系地铁运营和物业开发占比不断变化所致。其中，地铁运营与管理具有一定公益性，票务及管理收入无法覆盖运营成本，地铁运营及管理设计毛利率持续为负，2016~2018年分别为-15.59%、-12.62%和-26.00%；同期公司地铁上盖物业开发因土地成本较低而维持较高毛利率，同期分别为58.35%、63.47%和65.29%。2019年1~9月，公司营业毛利率为30.39%。

表 14：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业收入及毛利率情况

单位：亿元

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
地铁运营及管理设计	47.22	-15.59%	48.67	-12.62%	67.11	-26.00%	48.01	-33.56%
地铁上盖物业开发	72.46	58.35%	91.25	63.47%	44.43	65.29%	87.11	66.09%
其他	4.95	24.85%	2.14	10.28%	1.94	-0.52%	0.46	-54.35%
合计	124.63	29.01%	142.06	36.60%	113.48	10.19%	135.58	30.39%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016~2018年，公司期间费用总计分别为18.91亿元、31.04亿元和35.97亿元，费用收入占比分别为15.17%、21.85%和31.70%，期间费用对利润的侵蚀不断增大。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2016~2018年，公司管理费用分别为3.26亿元、4.54亿元和5.50亿元，逐年增加主要系合并范围的扩大及办公费用和员工薪酬福利随公司效益提高而上涨；有息债务的迅速积累导致利息支出逐年增长，同期公司财务费用分别为14.68亿元、24.93亿元和29.47亿元。2019年1~9月，公司期间费用为24.55亿元，占当期营业收入的比重为18.11%。

表 15：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司期间费用分析

单位：亿元

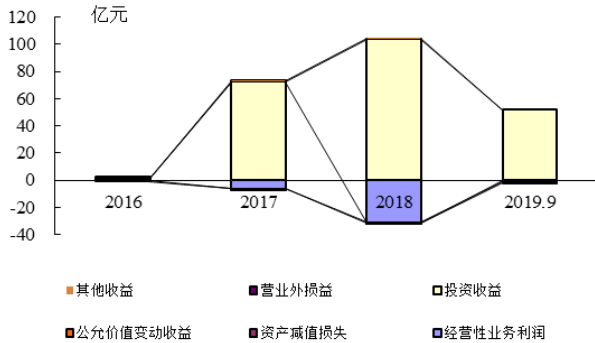
	2016	2017	2018	2019.Q3
销售费用	0.97	1.35	0.72	0.37
管理费用	3.26	4.54	5.50	4.75
研发费用	-	0.23	0.28	0.20
财务费用	14.68	24.93	29.47	19.23
期间费用合计	18.91	31.04	35.97	24.55
费用收入占比	15.17%	21.85%	31.70%	18.11%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，投资收益系公司利润的最重要来源，经营性业务利润因地铁运营业务亏损而持续为负。2016~2018年，公司利润总额分别为0.62亿元、66.52亿元和72.63亿元，其中经营性业务利润分别为-0.88亿元、-5.84亿元和-30.34亿元，2018年亏损幅度增大主要系房地产开发收入下降所致。投资收益方面，2016~2018年公司投资收益分别为1.45亿元、72.54亿元和103.72亿元，2017~2018年，公司权益法下确认的万科股份投资收益分别为72.14亿元和99.22亿元，为公司投资收益的主要构

成。2019年1~9月，公司利润总额为49.98亿元，其中经营性业务利润和投资收益分别为-1.52亿元和51.65亿元。

图8：2016~2018年及2019年1~9月公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司营业总收入和毛利率受房地产开发业务影响波动较大，轨道运营业务由于行业公益性而持续亏损。同时利息支出的不断增长，公司期间费用对利润的侵蚀不断增大。但得益于对万科股份的投资，公司自2017年起每年均能取得较大规模的投资收益，整体盈利能力不断增强。

偿债能力

现金流方面，近年来公司经营活动现金流保持净流入状态，但公司投资活动产生的净现金流波动较大且持续为负。经营活动方面，2016~2018年公司经营活动净现金流分别为89.16亿元、48.64亿元和53.94亿元，其中2017年降幅较大主要系支付房地产开发项目合作方的冗余资金所致。同期，公司经营活动净现金流/总债务分别为0.29倍、0.07倍和0.08倍，经营活动净现金流/利息支出分别为2.33倍、1.81倍和1.70倍，经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力较弱，对利息的保障能力尚可。投资活动方面，受轨道交通建设项目投入较大影响，近年来投资活动净现金流均保持净流出状态。2016~2018年公司投资活动净现金流分别为-155.17亿元、-894.63亿元和-196.17亿元，其中2017年降幅较大主要系收购万科股权使得投资支付的现金大幅增加所致。2019年1~9月，公司经营活动净现金流和投资活动净现金流分别为96.45亿元和-187.49亿元。

获现能力方面，公司EBITDA主要由利息支

出、固定资产折旧和利润总额构成。2016~2018年，公司EBITDA分别为31.92亿元、105.18亿元和129.77亿元。公司自2017年起每年均能取得较大规模的投资收益，推升利润总额快速上升，2017~2018年，公司权益法下确认的万科股份投资收益分别为72.14亿元和99.22亿元；公司固定资产折旧维持在较高水平，2016~2018年分别为15.52亿元、13.57亿元和27.22亿元；此外，公司有息债务规模的增长使得利息支出不断上涨，同期公司费用化利息支出分别为15.61亿元、24.94亿元和29.79亿元。

偿债指标方面，2016~2018年，公司总债务/EBITDA分别为9.55倍、6.79倍和5.29倍；EBITDA利息倍数分别为0.83倍、3.92倍和4.08倍，公司EBITDA对债务本金的覆盖能力尚可，对利息的保障能力较强。

表16：2016~2018年末及2019年9月末公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
总债务(亿元)	304.99	714.19	686.07	674.56
资产负债率(%)	34.05	40.21	39.05	35.34
总资本化比率(%)	14.56	24.57	22.31	20.83
经营活动净现金流(亿元)	89.16	48.64	53.94	96.45
经营活动净现金/总债务(X)	0.29	0.07	0.08	0.23
经营活动净现金/利息支出(X)	2.33	1.81	1.70	-
EBITDA(亿元)	31.92	105.18	129.77	-
总债务/EBITDA(X)	9.55	6.79	5.29	-
EBITDA利息倍数(X)	0.83	3.92	4.08	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与各大金融机构保持了良好合作关系，融资渠道较为顺畅。截至2019年9月末，公司获得各合作银行授信总额人民币2,132.29亿元，其中尚未使用额度为1,628.29亿元，备用流动性较充足。

受限资产方面，截至2019年9月末，公司因融资租赁而受限的固定资产为25.17亿元，作为履约保证金而受限的货币资金为0.02亿元。此外，子公司市政设计院将市政设计大厦办公楼九楼和十一楼房产抵押在中国工商银行黄木岗支行，该行为市政设计院提供保函服务，已在房产管理部门办理抵押手续。深圳市市政设计研究院与中国工商银行

深圳上步支行已签订了《最高额抵押合同》。

对外担保方面，根据深地铁董纪【2013】05号，公司董事会审议通过《公司商品房开发项目按揭担保方案（草案）的议案》，公司可以与银行签署担保合同，为商品房开发项目按揭贷款客户提供按揭担保。截至2019年9月末，公司对外担保余额为113.11亿元，均为按揭担保，占净资产的比例为4.41%。

总体来看，近年来公司债务规模有所提高，主营业务轨道交通运营持续亏损；但考虑到公司杆杆比例合理，经营活动现金流保持净流入状态，且公司战略地位显著，政府支持力度大，加之融资渠道较为畅通，整体偿债能力极强，信用风险极低。

结 论

综上，中诚信证评评定深圳市地铁集团有限公司主体级别为**AAA**，评级展望稳定；评定“深圳市地铁集团有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）”信用级别为**AAA**。

关于深圳市地铁集团有限公司2020年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）的跟踪评级安排

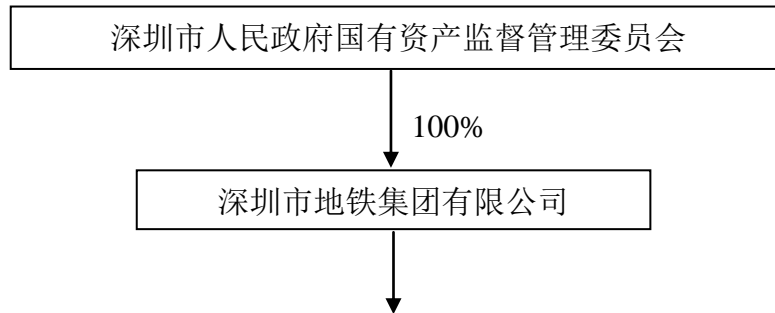
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

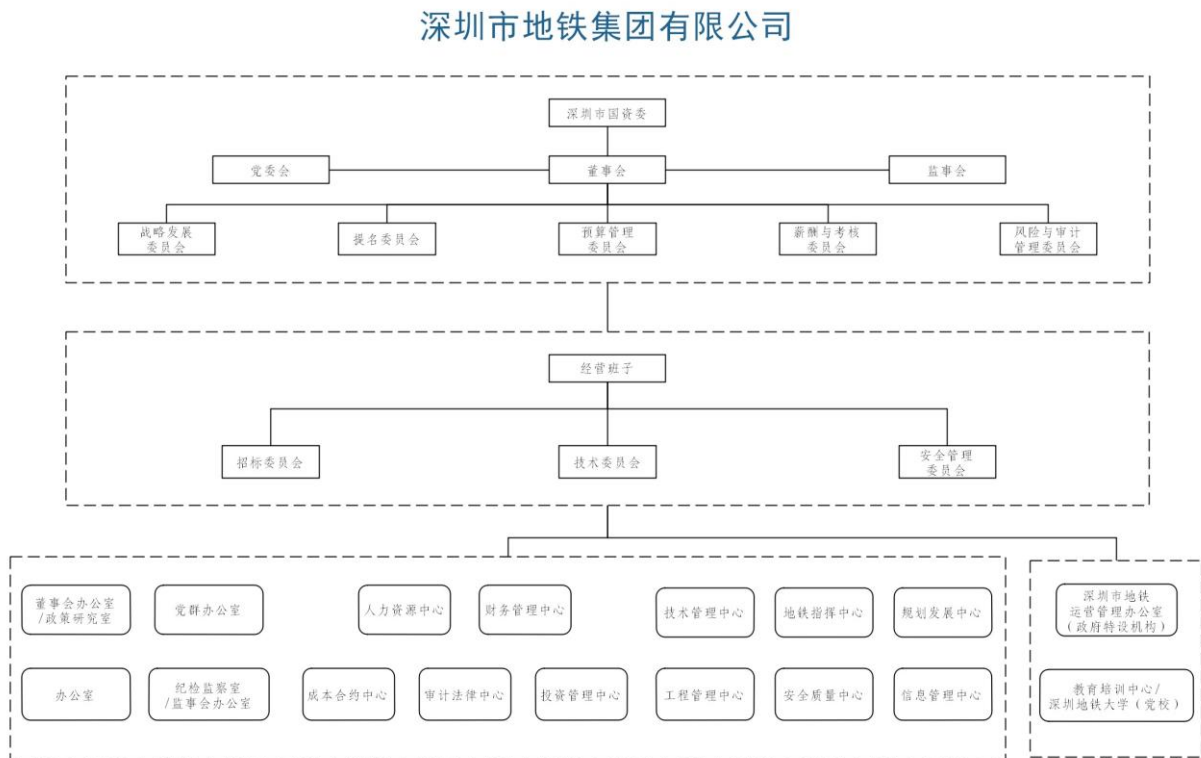
附一：深圳市地铁集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月末）



企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	表决权比例（%）
深圳地铁运营集团有限公司	9,000.00	100.00	100.00
深圳地铁建设集团有限公司	9,000.00	100.00	100.00
深圳地铁置业集团有限公司	9,000.00	100.00	100.00
深圳地铁国际投资咨询有限公司	20,000.00	100.00	100.00
深圳地铁物业管理发展有限公司	1,000.00	100.00	100.00
深圳市市政设计研究院有限公司	6,000.00	100.00	100.00
深圳地铁教育培训中心	2,030.00	100.00	100.00
深圳地铁前海国际发展有限公司	2,362,960.00	100.00	100.00
深圳市地铁商业管理有限公司	10,000.00	100.00	100.00
深圳地铁集团埃塞俄比亚有限责任公司	4.59	100.00	100.00
深圳铁路投资建设集团有限公司	20,000.00	100.00	100.00
深圳地铁工程咨询有限公司	2,000.00	100.00	100.00
深圳市地铁三号线投资有限公司	150,000.00	80.00	80.00
深圳平南铁路有限公司	22,152.00	75.00	75.00
深圳地铁诺德投资发展有限公司	2,000.00	51.00	51.00
深圳地铁万科投资发展有限公司	5,000.00	51.00	51.00

注：股权结构图列示为公司一级子公司。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：深圳市地铁集团有限公司组织结构图（截至报告出具日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：深圳市地铁集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金	2,985,289.48	1,772,513.94	1,250,354.22	700,676.20
应收账款净额	55,659.28	106,139.59	108,801.87	90,581.55
存货净额	4,958,216.45	5,249,239.60	5,355,849.36	5,190,090.89
流动资产	10,171,316.55	10,378,379.42	10,279,012.91	8,495,907.72
长期投资	37,872.26	7,222,787.68	7,943,338.85	8,142,744.54
固定资产合计	16,163,819.84	18,308,367.55	20,147,124.39	21,969,962.86
总资产	27,138,818.91	36,674,475.05	39,189,345.89	39,655,536.33
短期债务	64,025.78	498,723.50	1,586,166.39	1,586,767.25
长期债务	2,985,876.69	6,643,170.16	5,274,523.57	5,158,868.20
总债务	3,049,902.47	7,141,893.66	6,860,689.96	6,745,635.45
总负债	9,240,800.55	14,745,364.87	15,304,219.41	14,013,396.63
所有者权益（含少数股东权益）	17,898,018.37	21,929,110.18	23,885,126.47	25,642,139.70
营业总收入	1,246,291.63	1,420,606.72	1,134,825.78	1,355,812.04
费用前利润	180,338.10	247,276.85	48,416.64	230,117.28
投资收益	14,504.18	725,420.24	1,037,204.74	516,499.04
净利润	4,061.87	660,502.48	724,947.30	498,619.80
EBITDA	319,242.37	1,051,754.61	1,297,674.12	-
经营活动产生现金净流量	891,606.57	486,422.55	539,421.54	964,474.89
投资活动产生现金净流量	-1,551,706.86	-8,946,274.14	-1,961,749.88	-1,874,851.63
筹资活动产生现金净流量	2,250,349.63	7,249,551.41	900,520.85	360,735.97
现金及现金等价物净增加额	1,590,455.09	-1,211,487.27	-521,549.17	-549,640.77
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q3
营业毛利率（%）	29.01	36.61	10.19	30.39
所有者权益收益率（%）	0.02	3.01	3.04	2.59*
EBITDA/营业总收入（%）	25.62	74.04	114.35	-
速动比率（X）	1.87	1.08	0.75	0.55
经营活动净现金/总债务（X）	0.29	0.07	0.08	0.23*
经营活动净现金/短期债务（X）	13.93	0.98	0.34	1.45*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.33	1.81	1.70	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.83	3.92	4.08	-
总债务/EBITDA（X）	9.55	6.79	5.29	-
资产负债率（%）	34.05	40.21	39.05	35.34
总资本化比率（%）	14.56	24.57	22.31	20.83
长期资本化比率（%）	14.30	23.25	18.09	16.75

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2016 年数据系采用 2017 年审计报告追溯调整的期初数，2017 年数据系采用 2018 年审计报告追溯调整的期初数；

3、2019 年三季度带“*”指标均经年化处理；

4、已将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款和专项应付款中的有息债务调整至长期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

费用前利润 = 营业总收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

费用收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 研发费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

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)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。