

信用等级通知书

信评委函字 [2020]0272D 号

广州地铁集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的“2020 年第二期广州地铁集团有限公司绿色债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期绿色债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司



二零二零年二月十九日

2020 年第二期广州地铁集团有限公司绿色债券信用评级报告

发行主体	广州地铁集团有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债项信用等级	AAA
发行规模	15+5 亿元（含基础发行额 15 亿元和弹性配售额 5 亿元）
发行期限	7 年
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的总付一起支付
发行目的	拟用于轨道交通工程项目建设 and 补充流动资金

概况数据

广州地铁（合并口径）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	2,269.37	2,664.67	3,198.14	3,354.20
所有者权益合计（亿元）	1,508.15	1,632.81	1,826.55	1,865.71
总负债（亿元）	761.23	1,031.85	1,371.59	1,488.49
总债务（亿元）	575.31	672.13	1,025.68	1,185.73
营业总收入（亿元）	83.94	91.17	90.83	79.77
经营性业务利润（亿元）	-22.52	7.73	-6.07	-7.42
净利润（亿元）	18.50	1.38	1.84	11.41
EBIT（亿元）	35.25	15.84	16.98	27.40
EBITDA（亿元）	45.03	25.05	26.88	--
经营活动净现金流（亿元）	9.69	-114.38	-128.71	91.55
收现比（X）	1.04	1.04	1.11	1.17
总资产收益率（%）	1.66	0.64	0.58	1.12
营业毛利率（%）	11.58	13.24	8.53	20.42
应收类款项/总资产（%）	2.26	2.37	5.04	5.45
资产负债率（%）	33.54	38.72	42.89	44.38
总资本化比率（%）	27.61	29.16	35.96	38.86
总债务/EBITDA（X）	12.78	26.83	38.15	--
EBITDA 利息倍数（X）	1.56	0.85	0.74	--

注：1、公司所有财务报告执行新会计准则；2、公司 2019 年三季度财务报表未经审计；3、中诚信国际已将计入长期应付款的有息负债纳入长期债务核算；4、中诚信国际已将计入其他流动负债中的有息负债纳入短期债务核算；5、中诚信国际已将计入其他非流动负债中的有息负债纳入长期债务核算；6、季报中总资产收益率为年化数据；7、公司未提供 2019 年三季度现金流量补充表，故相关计算指标失效。

分析师

项目负责人：顾合天 htgu@ccxi.com.cn
项目组成员：陶雨 ytao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

2020 年 2 月 19 日

基本观点

中诚信国际评定广州地铁集团有限公司（以下简称“广州地铁”、“发行人”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年第二期广州地铁集团有限公司绿色债券”的信用等级为 **AAA**。

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

优势

- **广州市极强的经济实力保障了地铁项目的资金投入。**广州市经济实力极强，2018 年实现地区生产总值 22,859.35 亿元，同比增长 6.2%。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 2019 年 9 月末，公司在建项目到位资本金 328.48 亿元，资本金到位情况较好；2016 年~2019 年 9 月累计取得政府补贴 84.52 亿元，并完成政府债务置换共计 359.24 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 2019 年 9 月末，公司已开通地铁线路 14 条（段），运营里程为 477.67 公里。2018 年，广州地铁总客运量 30.26 亿人次，日均客运量 829.03 万人次，最高日客运量 940.23 万人次，实现运营收入 49.94 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。2018 年，公司实现营业总收入 90.83 亿元，其中非地铁运营业务收入占比达 45.02%。

关注

- **地铁建设资金需求较大，给公司带来一定的融资压力。**截至 2019 年 9 月末，公司主要在建线路未来仍需投入 2,250.35 亿元，较大的资金需求将给公司带来融资压力。
- **土地市场状况及房地产调控影响。**“地铁+物业”的综合开发模式为公司利润提供了重要的资金来源，但物业开发业务易受宏观调控政策影响，为公司经营带来一定风险。

公司概况

广州地铁集团有限公司前身为成立于 1992 年的广州市地下铁道总公司，是广州市人民政府全资国有企业。2015 年 6 月，根据《广州市国资委关于广州市地下铁道总公司改制有关事项的批复》，广州地铁整体改制为国有独资有限责任公司，公司更名为“广州地铁集团有限公司”。截至 2019 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为 584.25 亿元，公司唯一出资人是广州市人民政府。广州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广州市国资委”）根据广州市人民政府授权，代表广州市人民政府履行出资人职责。

作为广州市轨道交通类基础设施建设工程的投资运营主体，公司主要负责广州城市轨道交通系统的工程建设、运营管理和附属资源开发经营。截至 2019 年 9 月末，公司已开通地铁线路 14 条，在建地铁线路 12 条。

截至 2018 年末，公司总资产 3,198.14 亿元，所有者权益 1,826.55 亿元，资产负债率 42.89%；2018 年度，公司实现营业总收入 90.83 亿元，净利润 1.84 亿元，经营活动净现金流-128.71 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司总资产 3,354.20 亿元，所有者权益 1,865.71 亿元，资产负债率 44.38%；2019 年前三季度，公司实现营业总收入 79.77 亿元，净利润 11.41 亿元，经营活动净现金流 91.55 亿元。

本期债券概况

发行条款

本期债券发行总额为 15+5 亿元（含基础发行额 15 亿元和弹性配售额 5 亿元），期限为 7 年。本期债券在存续期内按年单利付息，到期一次性偿还本金并支付最后一期利息。

本期债券设置弹性配售选择权，设置基础发行额和弹性配售额。计划发行额为基础发行额与弹性配售额之和。如申购总量达到基础发行额但未达到计划发行额的，不得使用弹性配售选择权，应按照基础发行额进行配售。如申购总量达到计划发行额、且未达到强制触发倍数条件的，发行人可根据

授权文件并与簿记管理人协商后，确定是否启动弹性配售。如启动弹性配售，应按照本期计划发行额（基础发行额与弹性配售额之和）进行配售；如不启动弹性配售，按照基础发行额进行配售。如申购总量达到强制触发倍数条件后，则必须启动弹性配售，按照本期计划发行额（基础发行额与弹性配售额之和）进行配售。

本期债券采用簿记建档、集中配售的方式，通过承销团成员设置的发行网点向中国境内机构投资者（国家法律、法规另有规定除外）公开发行人和通过上海证券交易所向机构投资者（国家法律、法规禁止购买者除外）公开发行。

募集资金用途

本期债券募集资金 15+5 亿元（含基础发行额 15 亿元和弹性配售额 5 亿元），拟用于轨道交通工程项目建设及补充流动资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分

化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情

的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

行业及区域经济环境

广州市经济财政概况

广州市是广东省省会，广东省政治、经济、科技、教育和文化的中心。广州市地处广东省的中南部，珠江三角洲的北缘，接近珠江流域下游入海口，东连惠州市的博罗、龙门两县，西邻佛山市的三水、南海和顺德区，背靠清远市的市区、佛冈县以及韶关市的新丰县，南接东莞市和中山市，隔海与香港、澳门特别行政区相望。珠江口岛屿众多，水道密布，有虎门、蕉门、洪奇门等水道出海，使广州市成为我国远洋航运的优良海港和珠江流域的进出口岸。广州市又是京广、广深、广茂和广梅汕铁路的交汇点和华南民用航空交通中心，与全国各地的联系极为密切。2014 年 1 月，经国务院批准，广州市部分行政区划进行了调整：撤销黄埔区、萝岗区，设立新的黄埔区；撤销县级从化市和增城市，设立广州市从化区和增城区。此次行政区划调整后，广州市辖越秀区、海珠区、荔湾区、天河区、白云区、黄埔区、花都区、番禺区、南沙区、从化区和增城区共十一个区。

近年来，广州市经济保持快速增长。2018 年，广州市实现地区生产总值 22,859.35 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.2%。其中，第一产业增加值 223.44 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 6,234.07 亿元，增长 5.4%；第三产业增加值 16,401.84 亿元，增长 6.6%。第一、二、三次产业增加值的比例为

0.98: 27.27: 71.75。第二、三产业对经济增长的贡献率分别为 26.6%和 73.0%。2018 年,广州市人均地区生产总值达到 155,491.00 元,按平均汇率折算为 23,497.00 美元。

图 1: 2014 年~2018 年广州市 GDP 及固定资产投资情况



资料来源: 广州市统计公报

固定资产投资方面,2018 年广州市完成固定资产投资约 5,938.00 亿元,按可比价格计算,比上年增长 8.2%。其中,国有经济投资增长 29.5%;民间投资下降 9.1%;港澳台、外商经济投资增长 33.7%。从三次产业看,第一产业完成投资比上年下降 71.5%;第二产业完成投资增长 51.7%;第三产业完成投资增长 2.6%。工业完成投资增长 53.8%;基础设施投资增长 12.3%;高技术产业(制造业)投资比上年增长 1.54 倍;先进制造业投资增长 80.2%。

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

轨道交通行业分析

2018 年,我国轨道交通新增运营里程继续保持增长态势,运营规模和效率稳步发展;在建及规划项目数量和规模保持高位,轨道交通的建设需求依旧很大

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,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”三年来,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 年~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, 中诚信国际整理

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 年~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，中诚信国际整理

表 1：世界轨道交通较为发达城市的建设运营情况

城市	建设运营模式	建设资金来源	运营特点
纽约	国有国营	建设资金全部由纽约市政府承担	建成后由纽约市政府运营管理，公益性强，无竞争机制，对财政补贴依赖程度较高，政府负担较重
伦敦	公私合营	早期建设资金由政府承担，2000 年私有化改革后，资金来源多渠道	政府资助在轨道交通资金来源中占比很大；政府向私营机构及财团投资者提供优惠措施，如投资保险、税制优惠等，使投资方的最低回报率得到保证；私营公司经营性亏损一般由政府补贴
新加坡	国有民营	政府出资建设	建成后交由民营公司独立运营，引入竞争机制，实行市场化运作，降低政府财政压力
香港	公有民营	早期政府建设，后续私有化出售部分股权，通过上	上市公司运营，政府授予其地铁沿线的土地物业开发权，公司成为整合政府与市场资源的平台，盈利模式为“地铁+地产”的组合

2018 年轨道交通行业延续快速发展态势，随着投运线路增加，运营规模和效率继续提升，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。

为应对城市轨道交通融资压力大、后期运营期亏损等问题，各地城市轨道交通融资模式由政府主导向多元化发展

城市轨道交通是巨大的综合性复杂系统，具有建设规模大、建设周期长、项目投资大等特点。城市轨道交通作为城市公共交通系统的重要组成部分，具有明显的公益性，商业性相对较弱，导致民间资本进入城市轨道交通行业的动力较弱，城市轨道交通建设需由政府来主导。

从世界上城市轨道交通较为发达城市的建设运营经验来看，纽约、伦敦、新加坡、香港等城市轨道交通建设初期均由政府主导，政府除提供项目建设资金外，都配置了相应的运营补贴及优质资源对城市轨道交通建设运营给予支持，待城市轨道交通通车线路达到一定规模、形成一定的网络后，政府逐步开始利用市场资源对外融资。其中，香港“地铁+地产”的模式为较成功的运营方式，香港政府只承担约三分之一到四分之一的建设费用，大部分建设资金由地铁公司自行筹集，香港政府将地铁沿线的土地物业开发权授予香港地铁公司，香港地铁公司通过与地产商合作开发地铁沿线物业地产，实现土地增值和地铁建设的双赢。

资料来源：中诚信国际整理

为了应对我国轨道交通快速增长长期的发展需求，各地在轨道交通融资模式上开拓创新。在投融资方面，我国轨道交通经历了三个阶段，阶段一：完全政府性投资，以北京、上海、广州地铁建设初期为例，政府财政资金支付超过 60%，辅以部分银行贷款。阶段二：政府引导性投资，由政府提供资本金，注入融资平台，再由融资平台在公开市场上进行多元化融资。阶段三：多元化融资创新阶段，其中以吸引社会资本的 PPP 模式和一体化开发模式（轨道+物业+资源开发+资本运作）为重点发展方向。

PPP 模式方面，由于城市轨道交通项目具有很强的公益性，收益率较低，在客流量达到一定的规模之前，投资者通过项目运营收回成本并获得一定收益较为困难，因此民间资本进入的动力较弱，PPP 模式的大范围应用在一定程度上受到限制。此外，PPP 模式还面临着政策尚不完善、社会资本专业性不足、缺乏良好退出机制等多方面的困难制约。目前，城市轨道交通 PPP 模式在国内已有十多年的发展历史，政府和社会资本合作模式较为成功的仅有香港地铁公司一家。截至 2018 年末，财政部 PPP 项目库中包括北京市轨道交通 16 号线、乌鲁木齐市轨道交通 2 号线一期项目和云南省昆明市轨道交通 5 号线工程项目等共计 38 个轨道交通项目已完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核，其中 25 个项目已处于项目执行阶段，除了香港地铁之外，中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国建筑股份有限公司等多家社会资本也参与到了 PPP 项目的运作之中，但目前尚没有成功运营并盈利的案例。

一体化开发模式方面，目前，我国已有多个城市采用轨道交通运营和沿线资源开发相结合的模式。如北京地铁关注轨道交通沿线土地一级开发、二级开发及地下空间的统筹规划和集约利用，采用“轨道+土地”的运营模式，大力发展轨道物业项目；广州地铁借鉴香港地铁“以业养铁”的模式，对地铁附属资源进行大力开发，以房地产业务为

首，同时加强广告、通讯、商贸等核心业务的开发经营，由此带动地铁沿线经济，而高密度的土地利用反过来为地铁提供充足的客流，增加收入。一体化开发模式在一定程度上缓解了资金压力，但在应对轨道交通项目前期投资规模较大的问题上仍有一定的局限性和滞后性。

总的来看，在我国轨道交通需求量大和资源限制因素较多的背景下，轨道交通建设和运营的融资模式正处于多元化发展的创新阶段，无论是吸引社会资本的 PPP 模式还是综合利用轨道交通资源的一体化模式，最终的目标均是在量力而行的前提下，更好的应对投资压力大的困难，更加有效的推动轨道交通的建设和发展。未来，随着多元化融资模式的深入发展和不断完善，其在轨道交通建设领域的应用或将进一步得到推广。

由于轨道交通建设和运营对当地经济财政实力具有较高依赖，为保证轨道交通规范有序、持续健康的发展，国务院出台相关文件抑制建设规模和每年投入的过快上涨

2003 年，为引导国内地铁建设良性发展，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》（国办发[2003]81 号）文件，规定申报建设地铁和轻轨的城市地方财政一般预算收入、地区生产总值、城区人口以及规划线路的客流规模等相关标准。2011 年 4 月，交通运输部发布的《交通运输“十二五”发展规划》中提出，要充分发挥轨道交通和快速公交在城市交通系统中的骨干作用，300 万人口以上的城市加快建设以轨道交通和快速公交为骨干、以城市公共汽电车为主体的公共交通服务网络。轨道交通在建城市数量、在建里程以及当期建设投入进入快速增长期，其中在建城市数量从 2012 年末的 28 个增长至 2018 年末的 63 个，在建里程从 2013 年末的 3,892 公里增加至 2018 年末的 6,374 公里，建设投入从 2011 年的 1,628.0 亿元上涨至 2018 年的 5,470.2 亿元。

但是各地方政府争先恐后上马轨道交通建设

项目的过程中，部分城市存在规划过度超前、建设规模过于集中、资金落实不到位，并在一定程度上加重了地方债务负担等问题，2018年7月，为保证轨道交通规范有序、持续健康的发展，国务院办公厅发布52号文件，文件强调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，并提高了申报建设地铁和轻轨的城市一般公共预算收入和地区生产总值标准至300亿元和3,000亿元，新增拟建地铁、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、0.4万人次的要求。除提高相关标准和新增客运强度要求外，52号文件还提出了特许经营模式外的轨道交通项目资本金比例不得低于40%，将地方政府债务率纳入审核标准，原则上本轮建设规划实施最后一年或规划项目总投资完成70%以上方可开展新一轮建设规划报批等

新增要求。由此，轨道交通建设规划已获得国家批复的44个城市中，完全符合最新轨道交通申报要求的只有30个，其余14个城市未完全符合最新申报要求，其中南宁、呼和浩特、包头、昆明、西安、兰州、沈阳、哈尔滨、贵阳9个城市不符合政府债务率要求；包头、兰州、洛阳、呼和浩特、南通、福州6个城市不符合市区常住人口要求；太原市不符合一般公共预算收入要求；乌鲁木齐市不符合地区生产总值要求。14个未完全符合最新申报要求的城市中，除包头市地铁项目被整体叫停外，其余城市已开工建设项目不受52号文件影响可继续建设，但新建项目批复受到约束。52号文件的出台，对近期在建或已批轨道项目影响有限，但或将在一定程度上抑制我国轨道交通建设规模和每年投入的过快增长，保障了轨道交通行业的可持续发展。

表 2：国内申报轨道交通建设城市主要基本指标

时间	项目	地区生产总值	一般公共预算收入	城区人口	客流规模	初期客运强度
2003年	申报建设地铁的城市	1000 亿元以上	100 亿元以上	300 万人以上	单向高峰小时 3 万人以上	-
	申报轻轨的城市	600 亿元以上	60 亿元以上	150 万人以上	单向高峰小时 1 万人以上	-
2018年	申报建设地铁的城市	3000 亿元以上	300 亿元以上	300 万人以上	单向高峰小时 3 万人以上	不低于每日每公里 0.7 万人次
	申报轻轨的城市	1500 亿元以上	150 亿元以上	150 万人以上	单向高峰小时 1 万人以上	不低于每日每公里 0.4 万人次

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

整体上，未来几年，国内轨道交通的建设需求依旧很大，融资模式方面继续保持向多元化发展。同时，由于其建设和运营对当地经济财政实力具有较高依赖，受宏观经济形势影响，地方政府收入增长放缓，加之国家相关政策调整，未来轨道规划审批项目或将有所减少。

竞争及抗风险能力

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

政府政策的支持下，在地铁沿线土地储备、物业开发等领域具有一定的行业垄断优势。

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行性研究报告批复确定，主要采取以下几种方式筹集：1、2011年~2015年，广州市政府每年安排专项资金80亿元，2016年起每年安排专项资金100亿元，2018年起每年安排专项资金50亿元用于地铁建设。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，2016年~2018年，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 亿元和 60.00 亿元；2、根据《广州市轨道交通市区共建资金管理办法》（穗发改城[2010]170 号），部分地铁线路投资将采取市区共建的方式，越秀、荔湾、海珠、天河、黄埔、白云等六区的地铁新线投资额由广州市统筹，番禺、花都、萝岗、南沙四区及增城、从化二市辖区内新线投资额由广州市和区（市）各承担 50%。2018 年公司收到新六区专项资金投入 84.57 亿元；3、根据广州市交通工作领导小组办公室《关于市交通工作领导小组 2013 年第五次工作会议的纪要》（穗交领会纪[2013]5 号），同意沿线物业开发由广州地铁负责统筹，沿线土地一级开发由本级统筹，具体由广州市发改委指导，广州市土地开发中心负责收储、设立专户单列管理。根据《广州市发展改革委关于印发广州市轨道交通建设及偿债资金筹集和使用管理办法的通知》（穗发改城[2014]74 号），广州市财政部门负责按照轨道交通筹集年度计划，将单列专户管理的轨道交通沿线土地一级开发收益拨付广州地铁。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。2016 年~2019 年 9 月，公司分别收到政府补贴 42.29 亿元、19.84 亿元、17.30 亿元和 5.09 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有力支持。2016 年~2019 年 9 月，公司共计完成政府债务置换 359.24 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司纳入政府债务核算的债务余额为 8.82 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。

业务运营

广州地铁实行建设、运营、资源开发的一体化管理，营业收入主要来源于地铁运营，物业开发，广告、通信等商业资源经营及设计咨询、商品销售等行业对外服务。2018 年，公司实现营业总收入 90.83 亿元，其中运营收入 49.94 亿元，是公司最主要的收入来源；物业开发、资源经营、行业对外服务和其他业务收入分别为 6.44 亿元、11.75 亿元、18.88 亿元和 3.82 亿元。2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 79.77 亿元，其中运营、物业开发、资源经营业务和行业对外服务分别实现收入 40.43 亿元、10.74 亿元、8.33 亿元和 17.45 亿元。

表 3：2018 年公司营业总收入构成

	营业收入（亿元）	占比（%）
运营收入	49.94	54.98
物业开发	6.44	7.09
其中：商品房销售收入	4.00	4.41
物业租赁收入	2.43	2.67
资源经营	11.75	12.94
其中：广告收入	9.25	10.18
通信收入	0.06	0.07
商贸收入	2.45	2.70
行业对外服务收入	18.88	20.78
其中：设计咨询培训收入	16.49	18.15
商品销售收入	2.39	2.63
其他	3.82	4.21
合计	90.83	100.00

注：1.运营收入不含票价优惠补贴收入；2. 小数差异系四舍五入所致。
资料来源：公司提供

地铁运营

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 2019 年 9 月末，公司运营线路达 14 条（段），包括 1~9 号线、13 号线、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 477.67 公里，车站数量总计 257 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，广佛线由公司与佛山市轨道交通发展有限公司（以下简称“佛山轨道公司”）共同出资建设，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 9 月，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 4：截至 2019 年 9 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	嘉禾望岗~广州南站
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	客口~文冲
6 号线	42.10	31	浔峰岗~香雪
7 号线一期	18.60	9	汉溪长隆~大学城南站
8 号线	27.40	21	凤凰新村~万胜围
9 号线	20.00	11	高增~飞鹅岭
13 号线首期	27.03	11	象颈岭~鱼珠
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）	26.20	9	镇龙西~增城广场
APM 线	3.94	9	广州塔~林和西
广佛线	38.90	25	燕岗~新城东
合计	477.67	257	-

资料来源：公司提供

2018 年广州地铁总客运量 30.26 亿人次，日均客运量 829.03 万人次，年度内最高日客运量 940.23 万人次，实现票务收入 51.11 亿元。2019 年前三季度，广州地铁总客运量 24.44 亿人次，日均客运量 895.37 万人次，年度内最高日客运量 1,113.40 万人次，实现票务收入 43.12 亿元。

表 5：2016 年~2019 年 9 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）
2016	25.68	701.73	45.69
2017	28.03	767.82	47.88
2018	30.26	829.03	51.11
2019.9	24.44	895.37	43.12

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。2016 年~2019 年 9 月，公司分别实现票务收入 45.69 亿元、47.88 亿元、51.11 亿元和 43.12 亿元。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。2016 年~2018 年，公司分别获得票价优惠补贴 13.27 亿元、13.81 亿元和 12.74 亿元，2019 年前三季度，公司累计获得票价优惠补贴 2.00 亿元。

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。通过信号道岔及轨旁设备专项整治，推行线网区域化应急维修管理模式，加强电扶梯、屏蔽门等与乘客安全密切相关设备的巡查维修等。自 2015 年 9 月起，广州地铁对运营线路（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，广州地铁以“安检为了民，安检少扰民”为原则，稳步实施全线网安检升级，

实行“一机一门”、“一机多门”和“机检+人检”3种安检模式，针对特殊群体、早晚高峰和突发大客流等3种特殊情况，采取特殊安检措施，有效平衡安全与效率的关系。为进一步提升广州地铁安防等级，根据反恐法及有关文件要求，参考北京、上海和深圳等城市现有经验，公司已在广州地铁全面实施X光机安检。2018年，公司获得地铁安检补贴3.24亿元。

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

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2019年9月末，公司在建地铁线路共计12条，总投资2,931.42亿元，已完成投资681.07亿元，其中已到位资本金328.48亿元。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。目前公司主要在建线路未来仍需投入2,250.35亿元，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6：截至2019年9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 资本金（财政） (亿元)	债务投资 (亿元)	累计完成 投资 (亿元)	已到位资本金 (亿元)
3号线东延段	9.55	2018~2023	66.71	22.68	44.03	4.24	1.43
5号线东延段	9.80	2018~2022	87.63	29.80	57.84	6.35	3.94
7号线二期	21.90	2018~2023	169.25	57.54	111.70	15.60	9.28
8号线北延段	16.00	2013~2019	134.56	60.55	74.01	107.76	61.84
10号线	19.15	2018~2023	240.99	81.94	159.05	18.32	8.32
11号线	43.20	2016~2022	420.58	189.26	231.32	137.81	78.99
12号线	37.60	2018~2023	374.40	127.30	247.11	28.89	12.30
13号线二期	33.60	2017~2022	410.85	139.69	271.16	52.65	14.52
14号线二期	11.90	2018~2022	106.20	36.11	70.09	6.08	1.32
18号线	61.30	2017~2022	493.00	167.62	325.38	120.85	44.15
21号线（不含首通段）	35.30	2013~2019	162.38	73.07	89.31	124.22	72.44
22号线	31.80	2017~2022	264.87	90.06	174.81	58.29	19.96
合计	331.10	-	2,931.42	1,075.61	1,855.81	681.07	328.48

注：小数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

就技术水平而言，广州地铁一直处于国内前列。2003年6月试运营的2号线是设备国产化政策颁布后建成的第一条轨道交通线路。在2号线建设中，广州地铁突破了站台屏蔽门、架空刚性悬挂接触网、全非接触式IC卡自动售检票、地铁车站集中供冷等关键技术，尤其是站台屏蔽门系统取得了安全节能的良好效果。广州地铁2号线是国内第一条在建成时就安装站台屏蔽门系统的线路，既有效防止了乘客掉下等意外事故发生，

又降低了车站空调能耗约20%。2006年6月，广州地铁2号线获得全国十大建设科技成就称号。在广佛线项目中，公司与株洲中车时代电气股份有限公司城轨事业部市场部、宁波时代通力合作，成功实现了自主屏蔽门系统的首单突破。

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。2016年~2018年末，公司账面上土地开发整理成本余

额分别为 38.95 亿元、43.45 亿元和 46.55 亿元，其中 2016 年和 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科目。2016 年~2019 年 9 月，公司分别收到土地整理成本返还 4.04 亿元、0 亿元、14.26 亿元和 13.94 亿元。

总体来看，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

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 2019 年 9 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 2019 年 9 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。地铁金融城项目可销售面积 20.67 万平方米，截至 2019

年 9 月末已销售面积 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，截至 2018 年末出租率为 57%，2019 年起该项目用途变动，将不再对外出租。2018 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 393.22 万元和 2,111.44 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 2019 年 9 月末，万胜广场项目可出租面积 11.53 万平方米，出租率达 95%。

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 3.25 万平方米，截至 2019 年 9 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 2019 年 9 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 2019 年 9 月末，悦江上品项目已销售面积 13.77 万平方米，累计实现销售签约额 46.17 亿元，已确认收入 21.54 亿元；品秀星图项目已销售面积 9.29 万平方米，累计实现销售签约额 23.78 亿元，尚未确认收入。

2016 年~2019 年 9 月，公司物业销售业务分别实现收入 12.43 亿元、13.09 亿元、4.00 亿元和 8.28 亿元；物业租赁业务分别实现收入 1.85 亿元、2.34 亿元、2.43 亿元和 2.46 亿元。

表 7：截至 2019 年 9 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	20.67	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	95%	2.28
荔胜广场	自行开发	写字楼、商场	11.44	3.25	3.10	8.02	8.27	65%	4.35
合计	--	--	79.97	35.43	34.01	39.43	28.23	--	38.60

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%。

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 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 2019 年 9 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 502.82 亿元。

表 8：截至 2019 年 9 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	40.63
品秀星图	合作开发	住宅、社区商铺、其他	32.33	133.14	211.55	157.94
汉溪长隆	合作开发	商场、住宅、酒店、写字楼	7.09	44.84	105.75	73.84
品秀星瀚	合作开发	住宅、租赁房、社区配套	24.21	103.09	139.82	69.10
品秀星樾	合作开发	洋房、别墅、高端人才公寓	31.24	93.13	142.69	84.31
品实·云湖花城	合作开发	住宅	22.29	52.12	116.14	76.99
合计	--	--	127.60	468.28	768.49	502.82

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；2、小数差异系四舍五入导致。

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月末，公司无拟建房地产开发项目。

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

商业资源经营

广州地铁商业资源经营业务涵盖广告、商贸、通信等方面。公司结合地铁线网建设规划，进行地铁沿线商业资源相对集中统一的策划、开发、经营和管理，促进地铁建设与沿线商业相辅相成，优化轨道交通附属资源的开发和利用，增强地铁建设整体带动效应。此外，地铁金融城商场等商业中心的正式投入运营对于拓宽公司商业资源经营收入来

源、提高相关业务收入产生较明显推动作用，2016 年~2019 年 9 月，公司商业资源经营板块收入分别为 7.49 亿元、9.79 亿元、11.75 亿元和 8.33 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、列车看板和立柱等）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。2016 年~2019 年 9 月，公司分别实现广告收入 5.33 亿元、7.36 亿元、9.25 亿元和 5.43 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。2016 年~2019 年 9 月，公司分别实现商贸经营收入 1.09 亿元、1.27 亿元、2.45 亿元和 1.59 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。2016 年~2019 年 9 月，公司分别实现通信系统收入 1.07 亿元、1.16 亿元、0.06 亿元和 1.31 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

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。2016 年~2019 年 9 月，公司对外服务收入分别为 14.78 亿元、17.60 亿元、18.88 亿元和 17.45 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 2019 年 9 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。截至 2019 年 9 月末，培训学院已累计为 53 家城轨企业，57 家铁路院校，71 家城轨上下游企业，共 191 家单位提供人才培养服务，培训总量累计近 80 万人天。

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。截至 2019 年 9 月末，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、深圳和长沙等 13 个城市的轨道交通监理、项目咨询、车辆监造等业务。

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。

管 理

产权状况

公司是依照《公司法》、《企业国有资产法》和其他有关规定成立的国有独资有限责任公司，公司唯一出资人是广州市人民政府。

法人治理结构

2015 年 6 月，公司由全民所有制企业改制为有限责任公司（国有独资），公司根据《公司法》和《企业国有资产法》等要求制定了《广州地铁集团有限公司章程》。根据《广州地铁集团有限公司章程》，公司设董事会，董事会成员为九人。其中，外部董事三人，职工董事一人，外部董事由出资人委派，职工董事由公司职工代表大会或职工大会民主选举产生。公司总经理担任董事。董事每届任期三年。董事会设董事长一人，副董事长一人。董事会设董事会秘书一人，由董事长提名，董事会聘任和解聘。公司设监事会，监事会成员为五人，其中，外派监事三人，职工监事二人。外派监事由出资人按有关规定委派；职工监事，通过职工代表大会或职工大会民主选举产生，报出资人备案。监事会主席由出资人按有关规定从监事会成员中确定。监事每届任期为三年。公司设总经理一名，总理由董事会按规定程序聘任和解聘，任期三年。总经理对

董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会和监事会的监督。公司设副总经理若干名，协助总经理工作。公司副总经理及除董事会秘书外的其他高级管理人员经总经理提名后，按规定程序由董事会聘任或解聘，任期三年。

管理水平

投融资管理

轨道交通项目投资规模大，且建设资金主要来源于专项资金，因此针对资金的使用，广州市政府采取了严格的监管措施。根据广州市政府于 1995 年 1 月发布的《广州市地下铁道建设管理规定》，广州市政府在原市计委设立广州市地铁工程建设资金协调办公室负责组织地铁建设资金的筹集、运用、增值和还贷，并对地铁建设资金实行宏观管理。

建设工程管理

广州地铁严格按照建设程序、工程建设标准规范和施工验收规范进行地铁项目的规划、设计、建设和验收。地铁工程项目的勘察、设计、施工、监理等环节都以招投标方式，确定具备资质的单位承担。在可行性研究阶段，公司就组织专家进行地质条件的专项分析，同时论证施工安全及其对周围环境的影响。初步设计经广州市地铁工程设计审查委员会审查批复后，公司才能进入施工图设计阶段。

在地铁建设中，公司充分发挥一体化经营管理的优势，安排地铁技术人员全程参与线路规划、设计、建设和调试。通过技术人员的有效介入，公司既可以充分利用积累的经验使建设中的实际问题得到合理解决，又可以提高技术人员自身业务技术水平，为公司发展储备人才。

建设安全方面，轨道交通多为地下作业，地质条件复杂、施工过程隐蔽，给工程建设带来较大的风险。公司围绕危险性较大的工序控制、地质灾害防范、交叉作业管理等重点，强化管理责任，持续开展安全隐患排查、治理和各类安全专项检查。自 2009 年 7 月起，公司按照《广州市轨道交通工程施工安全检查评分标准》每月开展施工、监理单位的安全检查，检查结果纳入诚信记录，作为项目招标

的重要依据。同时，公司制作《施工安全检查标准多媒体教材》免费发放给施工人员，以提高施工人员安全意识，规范日常作业安全标准。

运营安全管理

地铁运营受到供电、信号、车辆等系统因素和人为因素影响，而人为因素往往是引发事故的主要原因。2009 年 4 月，公司开通安全隐患信息直报平台，成为员工反馈信息、提出建议的重要渠道。公司还建立总公司、事业总部、分部的三级应急体系，制定各类应急预案 63 个，包括总公司级 2 个、事业总部级 22 个，分部级 39 个。针对 2011 年 1 月在地铁车厢发生的纵火案，公司开展全员列车安全应急培训，确保发生突发事件时现场员工能够及时有效应对，最大限度降低突发事件的不良影响。2017 年公司成立应急指挥中心，建立 24 小时常态化值班制度，强化“事发立即报总值、3 分钟报安监、5 分钟报集团值班领导、1 小时报政府”的信息快速报送措施，提升突发事件的高效指挥协调能力。

公司以“安全、准点、快捷、便利”为宗旨，每天运营时间约 17 个小时，列车准点率、运行图兑现率始终保持在 99.90% 以上。

中诚信国际认为，轨道交通作为公共服务的重要部门，其安全性得到社会广泛关注。广州地铁在运营安全方面制定多项监管办法，持续开展各类安全检查，很大程度上提高了系统运行的安全性。

战略规划

为了进一步促进广州市空间布局优化，强化广州市国家中心城市的功能，满足各功能区和重点发展区域对便捷交通的需求，发展以轨道交通为骨干，形成多层次、服务优良的城市公共交通服务系统，广州市制定了《广州市城市轨道交通第三期建设规划（2017~2023 年）》，根据《国家发展改革委关于广州市城市轨道交通第三期建设规划（2017-2023 年）的批复》，2017 年~2023 年，广州市将建成 3 号线东延、5 号线东延、7 号线二期、8 号线北延、10 号线、12 号线、13 号线二期、14 号线二期、18 号线和 22 号线共 10 个项目，合计总长

度约 258.1 公里。根据《广州市城市轨道交通第三期建设规划（2017~2023 年）》，广州市城市轨道交通 2020 年线网将由 21 条线路组成，总长度约 973 公里，共设车站 465 座，其中换乘站 104 座。随着运营线路里程的不断增加，公司地铁运营业务收入将逐年增加。

根据广州地铁战略规划，地铁运营服务作为发行人的核心业务，是广州地铁品牌价值的根本所在。广州地铁将在保证运营安全与服务质量的前提下，不断提升运营收入，控制业务成本，使业务效益最大化；通过改善服务质量，提升客户满意度，持续提升广州地铁的品牌价值；通过经营和维护地铁线网运营的大平台，创造客流，促进资源和物业开发等业务的良好发展。

行业对外服务是广州地铁业务拓展的重要部分。基于多年积累的地铁建设运营经验，公司在地铁设计、咨询、培训等方面为行业客户提供服务。“十三五”期间，公司将充分利用广州地铁的品牌资源，积极拓展轨道交通综合规划及其衍生业务，使之成为公司对外业务拓展的平台。

中诚信国际认为，随着轨道交通线网建设的加快，公司“十三五”期间将面临较大的融资压力和艰巨的线网建设运营任务。公司提出的“地铁+物业”发展方式和公司化改革均处于探索期，中诚信国际将持续关注上述战略规划在实践中的适应性问题 and 公司的调整措施。

财务分析

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年财务报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年~2018 年财务报告和未经审计的 2019 年三季度财务报表。2016 年~2018 年财务数据均为审计报告期末数。2018 年末和 2019 年 9 月末固定资产、在建工程和其他应收款口径同“财会[2018]15 号文件”前报表项目口径。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围内子公司共计 18 家。

资本结构

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。2016 年~2019 年 9 月末，公司总资产分别为 2,269.37 亿元、2,664.67 亿元、3,198.14 亿元和 3,354.20 亿元。

公司资产主要以非流动资产为主，2016 年~2018 年末，公司非流动资产分别为 1,787.96 亿元、1,972.03 亿元和 2,200.35 亿元，占总资产的比例分别为 78.79%、74.01%和 68.80%。公司非流动资产主要由在建工程、固定资产、长期股权投资、投资性房地产和可供出售金融资产构成。2016 年~2018 年末，公司在建工程分别为 654.46 亿元、902.07 亿元和 1,118.06 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。2016 年~2018 年末，公司固定资产分别为 943.87 亿元、935.26 亿元和 922.65 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，近年来因无在建工程转入且持续计提折旧而有所下降。2016 年~2018 年末，公司长期股权投资分别为 45.10 亿元、48.80 亿元和 61.37 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，被投资企业包括广佛轨道公司、广州中车轨道交通装备有限公司和广州斯博瑞酒店有限公司等。2016 年~2018 年末，公司投资性房地产分别为 42.19 亿元、45.00 亿元和 53.72 亿元，主要为公司开发的已完工房地产中用于自持出租或运营的部分，包括万胜广场、地铁金融城商场资产和地铁金融城酒店资产等。2016 年~2018 年末，公司可供出售金融资产分别为 86.07 亿元、25.68 亿元和 28.53 亿元，主要由公司投资的债务工具和权益工具构成。2017 年公司可供出售金融资产大幅下降主要系根据穗发改[2017]43 号、穗发改[2017]1800 号和监管企业国有资产无偿划转通知书，公司将原计入可供出售金融资产的对广州至清远城际轨道交通广州北至清远项目的 60.39 亿元股权无偿划拨给广州铁路投资建设集团有限公司所致。截至 2019 年 9 月末，公司非流动资产共计 2,479.63 亿元，其中在

建工程、固定资产、长期股权投资、投资性房地产和可供出售金融资产分别为 1,142.58 亿元、1,129.97 亿元、123.51 亿元、52.56 亿元和 25.45 亿元。2019 年前三季度公司以存货中土地作价出资成立房地产合作开发项目公司，当期长期股权投资增加 62.15 亿元。

流动资产方面，2016 年~2018 年末，公司流动资产分别为 481.41 亿元、692.64 亿元和 997.78 亿元，占总资产的比例分别为 21.21%、25.99%和 31.20%。公司流动资产主要由预付款项、存货、货币资金和其他应收款构成。2016 年~2018 年末，公司预付款项分别为 200.86 亿元、248.99 亿元和 288.24 亿元，主要为公司预付征地拆迁款和预付建筑工程款。2016 年~2018 年末，公司存货分别为 89.24 亿元、285.92 亿元和 251.21 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。2016 年~2018 年末，公司货币资金分别为 138.24 亿元、77.88 亿元和 213.69 亿元。2018 年末，公司货币资金中受限资金合计 0.47 亿元，为银行承兑汇票保证金和履约保证金。2016 年~2018 年末，公司其他应收款分别为 38.21 亿元、43.67 亿元和 141.21 亿元。截至 2018 年末，公司应收品秀公司股东代垫工程款 67.80 亿元、应收耀胜公司股东代垫工程款 24.62 亿元、应收广佛轨道公司代垫工程款 23.91 亿元、应收广州市建设委员会代垫收地补偿款 3.92 亿元、应收广州市发展和改革委员会代垫拆迁费 3.00 亿元，上述前五大其他应收款合计 123.25 亿元，占其他应收款合计的比例为 89.78%，账龄主要集中在 1 年以内。截至 2019 年 9 月末，公司流动资产合计 874.57 亿元，其中预付款项、存货、货币资金和其他应收款分别为 376.26 亿元、42.99 亿元、177.26 亿元和 170.74 亿元。

负债方面，2016 年~2019 年 9 月末，公司负债总额分别为 761.23 亿元、1,031.85 亿元、1,371.59 亿元和 1,488.49 亿元。

2016 年~2018 年末，公司流动负债分别为 304.87 亿元、532.41 亿元和 645.35 亿元，主要由短期借款、应付账款、其他流动负债和预收款项构成。2016 年~2018 年末，公司短期借款分别为 46.97 亿

元、133.85 亿元和 198.91 亿元，均为信用借款，近年来呈现快速增长态势。2016 年~2018 年末，公司应付账款分别为 128.07 亿元、199.43 亿元和 164.98 亿元，主要为公司应付工程款，主要因工程尚未进行结算尚未支付。2016 年~2018 年末公司其他流动负债分别为 0.00 亿元、35.01 亿元和 100.02 亿元，其中短期应付债券分别为 0.00 亿元、35.00 亿元和 100.00 亿元。2016 年~2018 年末，公司预收款项分别为 14.05 亿元、78.96 亿元和 96.39 亿元，主要为预收越秀集团拟建房地产开发项目合作款，账龄主要集中在 1 年以内。截至 2019 年 9 月末，公司流动负债合计 694.31 亿元，其中短期借款、应付账款、其他流动负债和预收款项分别为 212.94 亿元、204.85 亿元、70.46 亿元和 21.03 亿元。

非流动负债方面，2016 年~2018 年末，公司非流动负债分别为 456.35 亿元、499.44 亿元和 726.24 亿元，主要由应付债券、长期借款和专项应付款构成。2016 年~2018 年末，公司应付债券分别为 275.27 亿元、286.05 亿元和 375.43 亿元，其中 2018 年大幅增加主要系公司发行合计 100.00 亿元中期票据和合计 8.3 亿美元中期票据所致。2016 年~2018 年末，公司长期借款分别为 154.09 亿元、129.80 亿元和 279.19 亿元。2018 年末公司长期借款中信用借款和保证借款分别为 270.75 亿元和 8.44 亿元。2016 年~2018 年末公司专项应付款分别为 26.77 亿元、45.66 亿元和 36.62 亿元，主要为财政专项资金拨款。截至 2019 年 9 月末，公司非流动负债合计 794.17 亿元，其中应付债券、长期借款和专项应付款分别为 424.46 亿元、296.38 亿元和 38.75 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，2016 年~2019 年 9 月末，公司总债务分别为 575.31 亿元、672.13 亿元、1,025.68 亿元和 1,185.73 亿元；同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.34 倍、0.48 倍、0.49 倍和 0.57 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。

图 4：2016 年~2019 年 9 月末公司债务结构

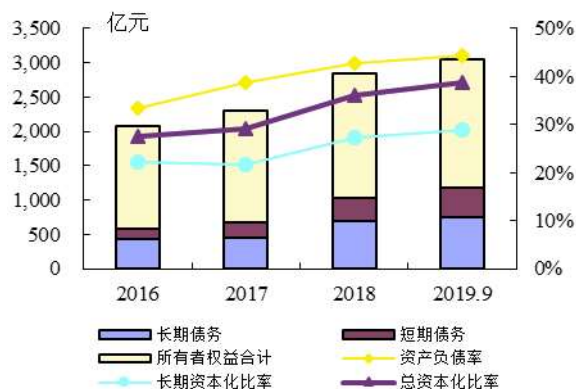


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，2016 年~2018 年末，公司所有者权益合计分别为 1,508.15 亿元、1,632.81 亿元和 1,826.55 亿元。2016 年~2018 年末，公司实收资本均为 584.25 亿元；其他权益工具分别为 68.95 亿元、70.02 亿元和 70.00 亿元，均为公司 2016 年发行的永续期公司债券；资本公积分别为 827.09 亿元、962.38 亿元和 1,158.63 亿元，近年来因持续收到财政拨款和政府债务置换资金而持续增长。截至 2019 年 9 月末，公司所有者权益合计 1,865.71 亿元，其中实收资本、其他权益工具和资本公积分别为 584.25 亿元、70.00 亿元和 1,190.74 亿元。

2016 年~2019 年 9 月末，公司资产负债率分别为 33.54%、38.72%、42.89%和 44.38%，总资本化比率分别为 27.61%、29.16%、35.96%和 38.86%，近年来均呈现增长态势，但仍处于较低水平。

图 5：2016 年~2019 年 9 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

总体来看，近年来公司获得了政府有力的资金支持，轨道项目建设快速推进，资产规模不断提升。同时，公司债务规模增长较快，债务结构符合公司

业务特点。此外，公司财务杠杆水平虽不断提升，但仍处于健康水平。

盈利能力

广州地铁作为一家轨道交通综合运营公司，形成了多元化的业务结构，收入来源包括票务、广告、物业租赁、通信服务等。随着公司运营线路的逐步开通和多元化经营的日趋成熟，公司营业总收入逐年增长，2016 年~2018 年分别为 83.94 亿元、91.17 亿元和 90.83 亿元。2016 年~2018 年，公司地铁运营业务收入分别为 45.69 亿元、47.88 亿元和 49.94 亿元。近年来公司新开通地铁线路均处于试运营期，其收入直接冲抵建设成本，不计入地铁运营业务收入，该板块收入增长主要来自于客运量的稳步增加。物业开发方面，公司持续进行自营房地产项目建设并对外销售和出租，2016 年~2018 年分别实现收入 14.29 亿元、15.40 亿元和 6.44 亿元，其中物业销售收入因项目完工情况影响而有所波动，但物业租赁收入保持稳步提升。2016 年~2018 年，公司资源经营业务收入分别为 7.49 亿元、9.79 亿元和 11.75 亿元；行业对外服务业务收入分别为 14.78 亿元、17.60 亿元和 18.88 亿元，近年来均保持较快增长。2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 79.77 亿元，其中运营业务收入 40.43 亿元，物业开发收入 10.74 亿元，资源经营业务收入 8.33 亿元，行业对外服务业务收入 17.45 亿元。

营业毛利率方面，2016 年~2018 年，公司营业毛利率分别为 11.58%、13.24%和 8.53%，近年来呈现波动态势。2016 年~2018 年，公司运营业务毛利率分别为-14.03%、-12.11%和-21.22%，因轨道交通具有公益性质而处于长期亏损状态，其中 2018 年大幅下降主要系公司出于谨慎性原则，对早期线路及列车等设备全面计提资产减值准备所致；物业开发业务毛利率分别为 39.98%、31.37%和 27.14%，近年来持续下降主要系毛利率较高的物业出售业务收入占比下降而毛利率较低的物业租赁业务收入占比提升所致；资源经营业务毛利率分别为 77.17%、72.60%和 70.57%，近年来较为稳定；行业对外服务业务毛利率分别为 28.14%、61.01%和

31.13%，近年来呈现大幅波动态势。2019 年前三季度，公司营业毛利率为 20.42%，因运营业务部分成

本尚未计提而保持较高水平，预计全年会有所下降。

表 9：2016 年~2019 年 9 月公司分业务收入及毛利率情况（亿元，%）

项目	2016		2017		2018		2019.9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
运营业务	45.69	-14.03	47.88	-12.11	49.94	-21.22	40.43	-4.76
物业开发	14.29	39.98	15.40	31.37	6.44	27.14	10.74	41.15
资源经营	7.49	77.17	9.79	72.60	11.75	70.57	8.33	70.98
行业对外服务	14.78	28.14	17.60	61.01	18.88	31.13	17.45	28.99
其他	1.70	28.90	0.50	93.90	3.82	63.42	2.83	100.00
合计	83.94	11.58	91.17	13.24	90.83	8.53	79.77	20.42

资料来源：公司提供

期间费用方面，2016 年~2018 年，公司三费合计分别为 30.03 亿元、21.58 亿元和 29.14 亿元，其中销售费用分别为 0.93 亿元、1.12 亿元和 1.00 亿元；管理费用分别为 11.29 亿元、9.19 亿元和 11.38 亿元，主要由职工薪酬构成；财务费用分别为 17.80 亿元、11.26 亿元和 16.75 亿元，公司对大部分借款利息予以资本化，近年来呈现波动状态主要系公司外币借款及债券受汇率影响所致。2016 年~2018 年，公司三费收入占比分别为 35.77%、23.67%和 32.08%，得益于公司较强的管理控制能力而呈现波动下降态势。2019 年前三季度公司三费合计 26.16 亿元，三费收入占比为 32.79%。

表 10：2016 年~2019 年 9 月公司期间费用分析

	2016	2017	2018	2019.9
销售费用(亿元)	0.93	1.12	1.00	0.81
管理费用(亿元)	11.29	9.19	11.38	6.75
财务费用(亿元)	17.80	11.26	16.75	18.60
三费合计(亿元)	30.03	21.58	29.14	26.16
营业总收入(亿元)	83.94	91.17	90.83	79.77
三费收入占比(%)	35.77	23.67	32.08	32.79

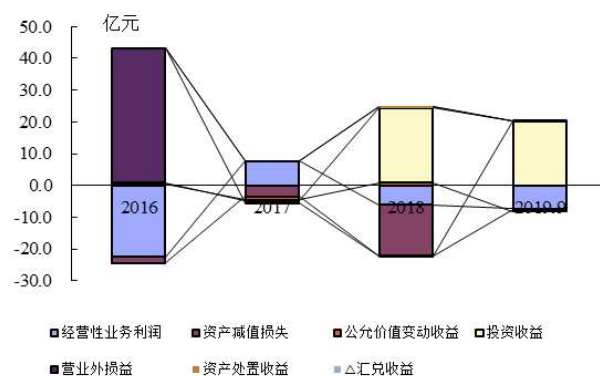
注：公司研发费用纳入管理费用核算。

资料来源：公司财务报告

2016 年~2018 年，公司利润总额分别为 18.81 亿元、2.22 亿元和 2.68 亿元。由于公司主要业务具有公益性，2016 年获得政府补助 42.29 亿元，2017 年和 2018 年分别获得运营亏损补贴 19.84 亿元和 17.30 亿元。2017 年以来由于会计准则的调整，政府补助以运营亏损补贴的形式转记其他收益，使得 2017 年以来经营性业务利润大幅增长，营业外损益大幅减少。2016 年~2018 年，公司经营性业务利润分别为-22.52 亿元、7.73 亿元和-6.07 亿元，2017 年经营性业务利润为正主要系自 2017 年起政府补

助资金由营业外收入转记其他收益，且 2017 年公司三费合计大幅下降所致。2016 年~2018 年，公司营业外损益分别为 42.28 亿元、-0.59 亿元和-0.12 亿元。2016 年~2018 年，公司投资收益分别为 0.30 亿元、-0.33 亿元和 23.53 亿元，其中 2018 年公司转让房地产项目公司及中咨城轨公司部分股权取得投资收益 21.00 亿元。此外，2016 年~2018 年，公司分别产生资产减值损失 1.82 亿元、3.44 亿元和 16.08 亿元，主要为固定资产减值损失。2019 年 1~9 月，公司利润总额为 11.99 亿元，其中经营性业务利润-7.42 亿元；投资收益 20.16 亿元，主要系转让房地产项目公司股权所取得的投资收益。

图 6：2016 年~2019 年 9 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，轨道交通项目本身盈利性较弱，政府资金的支持力度是公司发展的关键。此外，公司主要通过票价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、足额到位情况也将影响公司的盈利，中诚信

国际将对此保持关注。

现金流

2016年~2018年，公司经营活动净现金流分别为9.69亿元、-114.38亿元和-128.71亿元。2016年~2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为87.14亿元、94.45亿元和100.40亿元，随公司在建线路投运和多元化业务的推进而不断增加；购买商品、接受劳务支付的现金分别为34.21亿元、235.02亿元和229.90亿元，主要为向国土资源和房产局支付的土地拍卖款；收到其他与经营活动有关的现金分别为4.04亿元、83.09亿元和141.37亿元，主要为收到项目合作方及政府单位的往来款；支付其他与经营活动有关的现金分别为6.25亿元、10.13亿元和81.34亿元，主要为科研、支付委托贷款和支付投标保证金等支出。此外，2016年~2018年，公司支付给职工以及为职工支付的现金分别为38.54亿元、43.01亿元和45.47亿元，随公司员工人数的增加而不断提升。2019年前三季度，公司经营活动净现金流为91.55亿元，现金流入主要来自于主营业务收入及合作方股权转让款。

投资活动方面，2016年~2018年，公司投资活动净现金流分别为-288.28亿元、-214.71亿元和-241.60亿元，保持较大规模投资现金净流出。2016年~2018年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为223.49亿元、221.43亿元和262.66亿元，主要为对在建地铁线路的投入；投资支付的现金分别为283.14亿元、198.49亿元和161.67亿元，主要为购买理财产品支付的现金；收回投资收到的现金分别为217.90亿元、204.40亿元和171.47亿元，主要为赎回到期理财产品本金收到的现金。2019年前三季度，公司投资活动净现金流为-248.72亿元。

筹资活动方面，2016年~2018年，公司筹资活动净现金流分别为277.61亿元、268.38亿元和503.43亿元。2016年~2018年，公司吸收投资收到的现金分别为235.85亿元、168.44亿元和187.55亿元，广州市政府持续的资金投入保障了地铁建设的顺利推进；取得借款收到的现金分别为364.53亿

元、219.77亿元和678.71亿元；发行债券收到的现金分别为0.00亿元、85.00亿元和0.00亿元。2016年~2018年公司筹资活动现金流出分别为322.77亿元、204.84亿元和362.83亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2019年前三季度，公司筹资活动净现金流为121.53亿元。

表 11：2016 年~2019 年 9 月公司现金流分析(亿元)

	2016	2017	2018	2019.9
经营活动现金流入	91.22	177.65	241.77	172.24
经营活动现金流出	81.52	292.03	370.48	80.69
经营活动净现金流	9.69	-114.38	-128.71	91.55
投资活动现金流入	219.85	205.21	182.73	59.50
投资活动现金流出	508.13	419.92	424.32	308.22
投资活动净现金流	-288.28	-214.71	-241.60	-248.72
筹资活动现金流入	600.39	473.22	866.26	530.90
其中：吸收投资	235.85	168.44	187.55	25.87
借款	364.53	219.77	678.72	505.03
发行债券	0.00	85.00	0.00	0.00
筹资活动现金流出	322.77	204.84	362.83	409.36
其中：偿还债务	290.39	174.65	325.90	366.19
筹资活动净现金流	277.61	268.38	503.43	121.53
现金及等价物净增加	-0.72	-60.43	135.62	-36.13

资料来源：公司财务报告

总体来看，近年来公司经营活动现金流主要呈现净流出状态，难以满足公司在投资活动方面较大的资金需求，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。

偿债能力

截至2018年末，公司总债务为1,025.68亿元，其中长期债务689.07亿元；截至2019年9月末，公司总债务为1,185.73亿元，其中长期债务为754.28亿元。

从经营活动净现金流偿债指标来看，近年来公司经营活动现金流主要呈现净流出状态，无法覆盖债务本息。从EBITDA偿债指标来看，2016年~2018年，公司总债务/EBITDA分别为12.78倍、26.83倍和38.15倍，公司EBITDA对债务本金覆盖能力较弱；EBITDA利息保障系数分别为1.56倍、0.85倍和0.74倍，逐年有所弱化。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，公司偿债能力极强。

表 12：2016 年~2019 年 9 月公司偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.9
长期债务（亿元）	429.37	453.36	689.07	754.28
总债务（亿元）	575.31	672.13	1,025.68	1,185.73
EBITDA（亿元）	45.03	25.05	26.88	--
经营活动净现金流（亿元）	9.69	-114.38	-128.71	91.55
资产负债率（%）	33.54	38.72	42.89	44.38
总资本化比率（%）	27.61	29.16	35.96	38.86
总债务/EBITDA（X）	12.78	26.83	38.15	--
EBITDA 利息保障系数（X）	1.56	0.85	0.74	--
总债务/经营活动净现金流(X)	59.36	-5.88	-7.97	9.71
经营活动净现金流利息保障系数(X)	0.34	-3.86	-3.54	2.12

注：季报中经营活动现金流/总债务指标为年化数据。

资料来源：公司财务报告

债务到期方面，2019 年 10 月~2022 年以及 2023 年及以后公司每年到期债务分别为 29.50 亿元、427.06 亿元、106.52 亿元、128.27 亿元和 493.76 亿元，公司近期面临一定的偿债压力。

表 13：截至 2019 年 9 月末公司总债务到期分布（亿元）

	2019.10 ~12	2020	2021	2022	2023 及 以后
到期 金额	29.50	427.06	106.52	128.27	493.76

注：此表包含计入公司所有者权益的永续债券。

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 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 3,720.07 亿元，尚未使用的授信额度为等值人民币 2,881.73 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 2019 年 9 月末，公司无对外担保。

截至 2019 年 9 月末，公司受限货币资金 0.32 亿元，此外无其他受限资产。

过往债务履约情况

截至 2020 年 2 月 10 日，公司已发行债务融资工具未出现延迟支付本息的情况；公司全部尚未到期人民币及外币贷款五级分类均为正常，不存在未结清不良信贷信息，但存在 9 笔欠息记录，涉及欠息的贷款银行均已出具说明，系银行系统原因和银团贷款牵头行晚于合同约定时间划拨利息原因所致。

评级展望

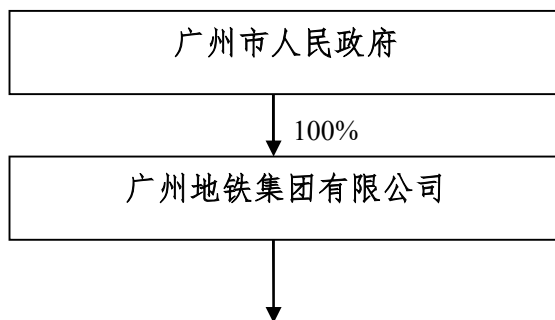
中诚信国际肯定了广州市极强的经济实力，政府对公司大力支持，地铁线路运营良好和业务多元化等对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到未来地铁建设规模较大以及土地市场和房地产调控影响等因素对公司整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

结 论

中诚信国际评定广州地铁集团有限公司主体信用等级 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年第二期广州地铁集团有限公司绿色债券”的信用等级为 **AAA**。

附一：广州地铁集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月末）

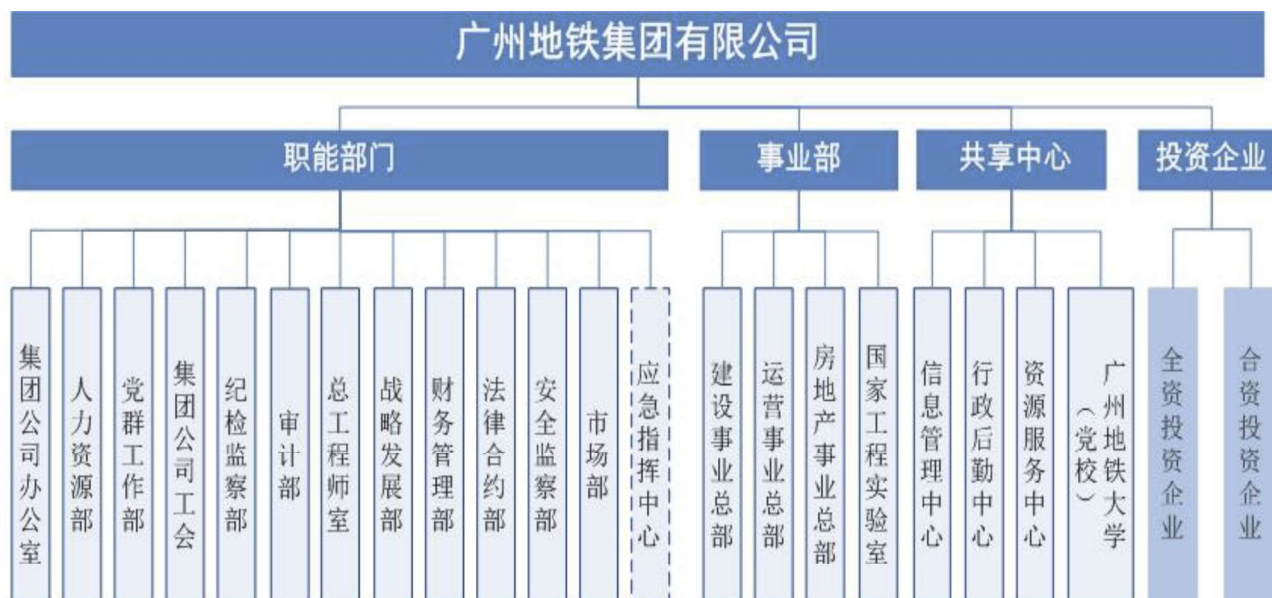


序号	公司名称	持股比例(%)
1	广州地铁物业管理有限责任公司	100.00
2	广州地铁广告有限公司	100.00
3	广州轨道交通建设监理有限公司	100.00
4	广州地铁设计研究院股份有限公司	86.39
5	广州地铁物资有限公司	100.00
6	广东城际铁路运营有限公司	100.00
7	广州地铁环境工程有限公司	100.00
8	广州地铁（佛山南海）房地产开发有限公司	100.00
9	广州地铁（佛山）地铁金融城酒店管理有限公司	100.00
10	广州有轨电车有限责任公司	100.00
11	广州地铁商业发展有限公司	100.00
12	广州地铁建设投融资有限公司	7.14
13	广州地铁投融资（香港）有限公司	100.00
14	广州地铁传媒有限公司	50.00
15	广州地铁德高广告有限公司	51.00
16	佛山轨道交通设计研究院有限公司	60.00
17	广州地铁设计院施工图咨询有限公司	100.00
18	广州蓝图办公服务有限公司	100.00

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

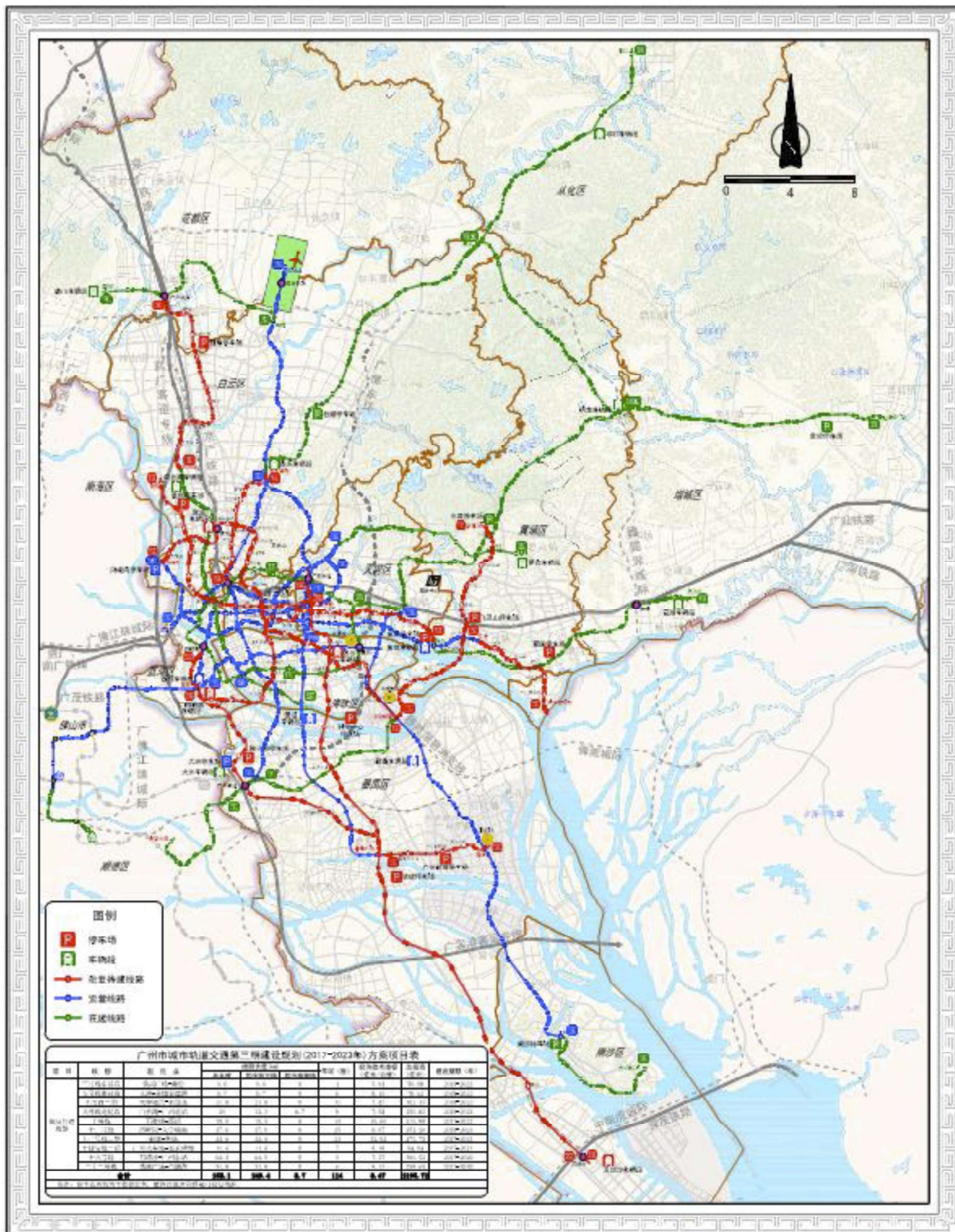
资料来源：公司提供

附二：广州地铁集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附四：广州市轨道交通近期建设规划图（2017-2023 年）



资料来源：公司提供

附五：广州地铁集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	1,382,405.44	778,842.55	2,136,911.35	1,772,609.87
应收账款	130,287.68	194,331.12	197,797.72	121,527.72
其他应收款	382,097.99	436,674.62	1,412,120.63	1,707,437.50
存货	892,478.59	2,859,212.56	2,512,096.01	429,930.80
可供出售金融资产	860,737.89	256,822.00	285,254.36	254,492.53
长期股权投资	450,996.57	488,015.53	613,662.40	1,235,147.18
在建工程	6,544,595.10	9,020,670.96	11,180,626.19	11,425,840.05
无形资产	37,318.78	37,332.69	35,990.15	35,443.31
总资产	22,693,717.98	26,646,679.13	31,981,394.67	33,542,007.04
其他应付款	105,748.00	155,393.72	203,821.10	180,113.08
短期债务	1,459,425.19	2,187,668.86	3,366,064.68	4,314,533.88
长期债务	4,293,659.40	4,533,585.42	6,890,686.59	7,542,805.70
总债务	5,753,084.60	6,721,254.27	10,256,751.27	11,857,339.58
总负债	7,612,250.01	10,318,532.43	13,715,897.33	14,884,890.55
费用化利息支出	164,342.67	136,204.76	143,030.60	154,065.91
资本化利息支出	123,417.55	159,994.69	220,196.00	276,902.70
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	4,345.14	7,295.41	21,703.71	19,536.54
所有者权益合计	15,081,467.97	16,328,146.70	18,265,497.35	18,657,116.48
营业总收入	839,438.68	911,661.25	908,348.24	797,713.94
经营性业务利润	-225,233.68	77,298.85	-60,693.44	-74,190.18
投资收益	3,049.92	-3,329.62	235,259.48	201,578.32
营业外收入	424,620.40	734.22	1,016.10	1,560.12
净利润	185,044.83	13,799.55	18,449.41	114,085.83
EBIT	352,466.87	158,390.56	169,843.54	273,995.47
EBITDA	450,329.97	250,496.28	268,843.58	--
销售商品、提供劳务收到的现金	871,370.33	944,516.01	1,003,980.33	931,757.10
收到其他与经营活动有关的现金	40,430.53	830,856.78	1,413,689.93	790,110.55
购买商品、接受劳务支付的现金	342,063.67	2,350,174.17	2,298,984.25	357,545.63
支付其他与经营活动有关的现金	62,502.29	101,258.71	813,398.30	14,118.17
吸收投资收到的现金	2,358,510.31	1,684,391.39	1,875,477.74	258,668.97
资本支出	2,234,909.35	2,214,267.63	2,626,570.01	2,098,182.65
经营活动产生现金净流量	96,910.71	-1,143,782.98	-1,287,057.04	915,532.03
投资活动产生现金净流量	-2,882,826.03	-2,147,074.08	-2,415,973.95	-2,487,227.18
筹资活动产生现金净流量	2,776,120.59	2,683,790.45	5,034,315.33	1,215,344.48
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率（%）	11.58	13.24	8.53	20.42
三费收入比（%）	35.77	23.67	32.08	32.79
应收类款项/总资产（%）	2.26	2.37	5.03	5.45
收现比（X）	1.04	1.04	1.11	1.17
总资产收益率（%）	1.66	0.64	0.58	1.12
流动比率（X）	1.58	1.30	1.55	1.26
速动比率（X）	1.29	0.76	1.16	1.20
资产负债率（%）	33.54	38.72	42.89	44.38
总资本化比率（%）	27.61	29.16	35.96	38.86
长短期债务比（X）	0.34	0.48	0.49	0.57
经营活动净现金流/总债务（X）	0.02	-0.17	-0.13	0.10
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.07	-0.52	-0.38	0.28
经营活动净现金流/利息支出（X）	0.34	-3.86	-3.54	2.12
总债务/EBITDA（X）	12.78	26.83	38.15	--
EBITDA/短期债务（X）	0.31	0.11	0.08	--
货币资金/短期债务（X）	0.95	0.36	0.63	0.41
EBITDA 利息倍数（X）	1.56	0.85	0.74	--

注：1、公司所有财务报告执行新会计准则；2、公司 2019 年三季度财务报表未经审计；3、中诚信国际已将计入长期应付款的有息负债纳入长期债务核算；4、中诚信国际已将计入其他流动负债中的有息负债纳入短期债务核算；5、中诚信国际已将计入其他非流动负债中的有息负债纳入长期债务核算；6、季报中总资产收益率、经营活动净现金流/总债务、经营活动净现金流/短期债务指标为年化数据；7、公司未提供 2019 年三季度现金流量补充表，故相关计算指标失效；8、表中 2018 年和 2019 年前三季度财务报表项目和指标均按照“财会[2018]15 号文件”前口径列示和计算。

附六：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

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

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

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

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

附七：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附八：债券信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd.

中诚信国际关于 2020 年第二期广州地铁集团有限公司 绿色债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求, 我公司将在广州地铁集团有限公司 2020 年 20 亿元 (含基础发行额 15 亿元和弹性配售额 5 亿元) 绿色债券的存续期内对本期公司债券每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在本期公司债券的存续期对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件, 应及时通知我公司, 并提供相关资料, 我公司将就该项进行实地调查或电话访谈, 及时对该事项进行分析, 确定是否要对信用等级进行调整, 并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 2 月 19 日

