

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)、2020 年面向合格投资者公开发行先行示范区绿色公司债券(第二期)、2020 年面向专业投资者公开发行先行示范区绿色短期公司债券(第三期)跟踪评级报告(2020)

项目负责人：邵新惠 xhshao@ccxi.com.cn

项目组成员：张 卡 kzhang01@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 2 日

声 明

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

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

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

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

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

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

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪0462号

深圳市地铁集团有限公司：

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

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 深铁 01”和“20 深铁 G2”的信用等级为 **AAA**；

维持“20 深铁 G3”的信用等级为 **A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二日

评级观点：中诚信国际维持深圳市地铁集团有限公司（以下简称“深圳地铁”或“公司”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“20深铁01”和“20深铁G2”的债项信用等级为**AAA**；维持“20深铁G3”的债项信用等级为**A-1**。中诚信国际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，中诚信国际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。

概况数据

深圳地铁	2017	2018	2019	2020.3
总资产(亿元)	3,667.45	3,919.76	4,227.90	4,305.70
所有者权益合计(亿元)	2,192.91	2,388.09	2,738.48	2,736.95
总负债(亿元)	1,474.54	1,531.67	1,489.42	1,568.75
总债务(亿元)	714.19	686.07	773.27	896.89
营业总收入(亿元)	142.06	113.26	209.90	9.35
经营性业务利润(亿元)	-5.84	-32.09	1.24	-21.30
净利润(亿元)	66.05	71.15	116.67	-17.82
EBITDA(亿元)	105.18	128.36	175.57	-3.47
经营活动净现金流(亿元)	48.64	53.94	213.20	-4.93
收现比(X)	1.53	1.50	0.67	1.45
营业毛利率(%)	36.61	8.94	31.90	-135.67
应收类款项/总资产(%)	0.98	2.12	2.26	2.33
资产负债率(%)	40.21	39.08	35.23	36.43
总资本化比率(%)	24.57	22.32	22.02	24.68
总债务/EBITDA(X)	6.79	5.35	4.40	-64.57*
EBITDA利息倍数	3.92	4.04	5.77	-0.43

注：1、中诚信国际根据2017年~2019年审计报告及2020年一季度未经审计的财务报表整理。其中，2017年数据系采用2018年审计报告追溯调整的期初数，2018年数据系采用2019年审计报告追溯调整的期初数；2、2020年一季度带“*”指标均经年化处理；3、已将其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。

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。2019年，深圳市地区生产总值为26,927.09亿元，同比增长6.7%，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。

■ **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。截至2020年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为36.43%及24.68%，整体而言，公司财务结构稳健，财务杠杆率很低。

■ **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2020年3月末，对其持股比例为28.69%，系其第一大股东。2019年，公司权益法下确认的万科股份投资收益分别为111.60亿元，为公司投资收益的主要构成，也是利润总额的重要构成部分。

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2020年3月末，公司在建地铁线路尚需投入1,521.34亿元，在建上盖物业开发尚需投入664.36亿元，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”的综合开发模式是公司收入的重要来源，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。

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。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及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。

同行业比较

2019年同类型企业主要指标对比表

公司名称	总资产(亿元)	所有者权益(亿元)	资产负债率(%)	营业总收入(亿元)	净利润(亿元)	经营活动净现金流(亿元)
深圳市地铁集团有限公司	4,227.90	2,738.48	35.23	209.90	116.67	213.20
广州地铁集团有限公司	3,892.47	2,177.91	44.05	122.34	10.44	134.07
杭州市地铁集团有限责任公司	1,790.75	839.10	53.14	66.99	12.65	-31.91
南京地铁集团有限公司	1,936.14	684.84	64.63	28.63	2.75	2.35

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额	存续期
20深铁01	AAA	AAA	30.00	2020/2/21~2023/2/21
20深铁G2	AAA	AAA	15.00	2020/3/11~2023/3/11
20深铁G3	A-1	A-1	10.00	2020/3/24~2021/3/24

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

根据 20 深铁 01《募集说明书》，20 深铁 01 公司债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、维持地铁正常运营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。本次募集资金将由公司总部统一管理使用，到期由公司总部负责还本付息。截至公司年报公告日，公司按照募集说明书的规定，使用募集资金补充流动资金 4 亿元，偿还有息债务 16 亿元。本期债券募集资金的使用已履行相应的申请和审批手续，与募集说明书的相关承诺一致。募集资金专项账户运作规范。

根据 20 深铁 G2《募集说明书》，20 深铁 G2 公司债募集资金在扣除发行费用后，不低于 70% 金额拟用于轨道交通项目建设和运营需求（符合中国金融学会绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录（2015 年版）》的绿色产业项目），其余部分用于偿还有息债务。截至公司年报公告日，公司按照募集说明书的规定，募集资金用于轨道交通项目建设和运营 13.27 亿元，偿还有息债务 0.02 亿元。本期债券募集资金的使用已履行相应的申请和审批手续，与募集说明书的相关承诺一致。募集资金专项账户运作规范。

根据 20 深铁 G3《募集说明书》，20 深铁 G3 公司债募集资金在扣除发行费用后，不低于 70% 金额拟用于轨道交通项目运营需求（符合中国金融学会绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录（2015 年版）》的绿色产业项目），其余部分用

于补充公司运营资金。截至年报公告日，公司按照募集说明书的规定，募集资金用于轨道交通项目建设和运营 4.7 亿元，用于补充公司运营资金 0 亿元。本期债券募集资金的使用已履行相应的申请和审批手续，与募集说明书的相关承诺一致。募集资金专项账户运作规范。

宏观经济和政策环境

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

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速

释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

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

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

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫

情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

行业及区域经济环境

深圳市作为我国改革开放和现代化建设先行先试的地区和我国的重要国际门户，是全球经济最活跃的城市之一，是中国南方重要的高新技术研发和制造基地，是国家创新型城市，经济总量处于国内前列

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。2017~2019年深圳市实现生产总值分别为22,438.39亿元、24,221.98亿元和26,927.09亿元，同比分别增长8.8%、7.6%和6.7%。2019年人均GDP达20.34万元，同比增长3.0%。分产业来看，2019年深圳市第一产业增加值25.20亿元，增长5.2%；第二产业增加10,495.84亿元，增长4.9%；第三产业增加值16,406.06亿元，增长8.1%。三次产业结构为0.1:39.0:60.9，第三产业占比最高，第一产业占比不足1%。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，形成了以服务业为主导的产业格局。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，并培育出华为、中兴通讯和比亚迪等国际影响力的企业。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产业，并且培育出中国平安、万科地产和顺丰速运等一批行业领军企业。

2019年规模以上服务业企业实现营业收入13,260亿元，比上年增长12.6%，其中信息传输、软件和信息技术服务业营业收入增长16.5%。全年商品销售总额35,672.97亿元，比上年增长7.8%，其中批发销售总额29,920.38亿元，增长8.2%，此外全年社会消费品零售总额6,582.85亿元，比上年增长6.7%。2019年全年货物进出口总额29,773.86

亿元，比上年下降 0.6%，其中出口总额 16,708.95 亿元，增长 2.7%；进口总额 13,064.92 亿元，下降 4.7%。出口总额连续二十七年居内地大中城市首位。

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。2019 年末，全市金融机构（含外资）本外币存款余额 83,942.45 亿元，比上年末增长 15.7%；金融机构（含外资）本外币贷款余额 59,461.39 亿元，增长 13.2%。

伴随着经济发展，深圳市财政收入同样呈现稳中有升的局面。2017~2019 年深圳市完成一般公共预算收入分别为 3,347.28 亿元、3,538.41 亿元和 3,773.21 亿元，其中 2019 年一般公共预算收入比上年增长 6.5%。

2019 年 2 月 18 日，国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，明确粤港澳大湾区包括两个特别行政区、澳门特别行政区和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市和肇庆市。2019 年 8 月，国务院下发《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，明确深圳市的战略定位为高质量发展高地、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。

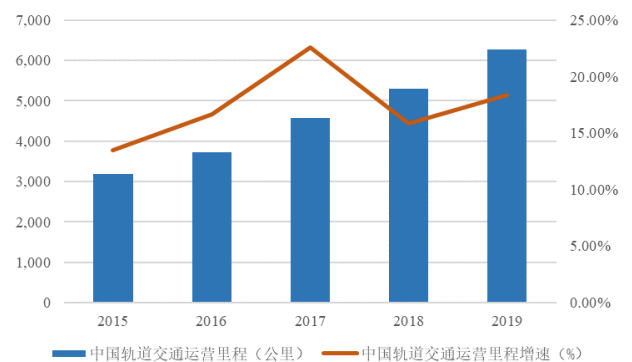
中诚信国际认为，深圳市地理位置优越，经济高度发达，高新技术、新兴产业蓬勃发展，培育出了一大批资质优秀的企业。此外，深圳市财政实力雄厚，为市政府加快区域内社会建设、增强资源调度能力和支持当地经济发展奠定了良好的基础，且粤港澳大湾区和建设中国特色社会主义先行示范区等目标推进将为深圳市的经济发展提供新的机遇。

近期关注

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

2000 年以来，我国轨道交通每年运营里程不断增长。“十五”期间我国轨道交通每年平均新增运营里程 79.80 公里，“十一五”期间每年平均新增运营里程 182.00 公里，“十二五”期间每年平均新增运营里程 432.60 公里，进入“十三五”来，累计新增运营线路长度 2,143.4 公里，年均新增运营线路长度 714.5 公里。截至 2019 年底，共有 40 个城市开通城轨交通运营线路 208 条，运营线路总长度达 6,736.2 公里。

图 1：2015~2019 年末我国轨道交通运营里程情况



资料来源：城市轨道交通年度统计和分析报告，中诚信国际整理

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

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

从客运量情况来看，城轨交通 2019 年全年累计完成客运量 237.1 亿人次，比上年增加 26.4 亿人次，增长 12.5%。2019 年全年北京累计完成客运量

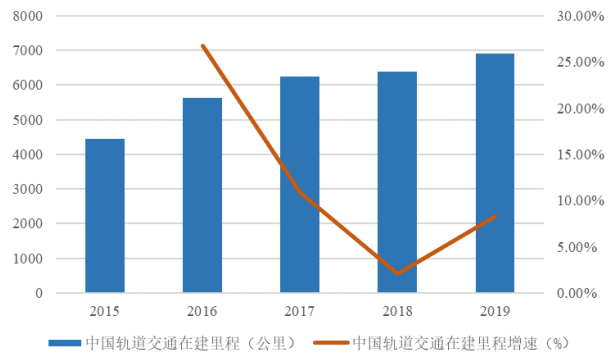
39.6 亿人次，上海累计完成客运量 38.8 亿人次，广州累计完成客运量 33.1 亿人次，深圳累计完成客运量 17.9 亿人次，北京、上海、广州、深圳客运量占全国总客运量的 54.6%。成都、武汉、南京和重庆各市累计完成客运量均突破 10 亿人次。

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

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

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

图 2：2015~2019 年末我国轨道交通在建里程情况



资料来源：城市轨道交通年度统计和分析报告，中诚信国际整理

规划方面，截至 2019 年末，全国共有 65 个城市的城轨交通线网规划获批(含地方政府批复的 21 个城市)，在实施的建设规划线路总长达 7,339.4 公里。我国城轨交通项目总投资额保持相对高位，各城市建设规划获批在实施的规模进一步扩大，部分城市启动新一轮建设规划。继一线城市后，绝大部分省会城市和部分发展较快的新兴城市的城轨交通相继成网，城轨交通网络化程度逐步提高。

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%。国务院办公厅于1999年2月转发的原国家计委《关于城市轨道交通设备国产化的实施意见》提出，“城市轨道交通项目，无论使用何种建设资金，其全部轨道车辆和机电设备的平均国产化率要确保不低于70%”。国产化的实施使得轨道交通项目建设成本大幅下降，但总体来看，轨道交通仍然是城市基础设施建设中投资规模最大的工程，而上述建设成本通常最终沦为沉没成本。除建设成本外，轨道交通项目还面临高昂的运营费用，包括电力供应、车辆维修、设备维护、人员工资等。

从目前的经营概况来看，轨道交通作为政府提供给居民的一种出行方式，其社会效益往往大于经济效益。加之轨道交通具备较强的网络效应，单一

线路通常缺乏吸引，而我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，除上海、北京、广州、深圳外，其他城市建成的线路相对较少，网络化效应不明显，很大程度上制约了运载能力的释放，票款收入远不能覆盖运营费用。因此，轨道交通项目投入运营后，其沿线的商贸、广告等经营性业务通常也一并交由地铁公司管理，一般由地铁公司联合专业化投资者，对地铁沿线的广告、商贸统一开发，实现规模化和专业化经营，通过运营相关资源的收益部分弥补地铁运营的亏损。

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

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

公司的轨道交通建设任务依然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。

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，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。如公司已完工项目中，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；在建的深圳市城市轨道交通第四期项目资本金比例为50%，由财政承担。截至2020年3月末，项目资本金到位金额共计1,042.83亿元¹。此外，为了平衡轨道交通建设项目资金，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2020年3月末，

¹ 该数值包括对第一期至第四期地铁项目的资本金注入

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，2019 年公司新增完工 9 号线二期和 5 号线二期项目，截至 2020 年 3 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、5 号线二期及 9 号线二期总计 283.86 公里、201 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。

在建项目方面，截至 2020 年 3 月末，公司在建地铁线路包括 6 号线、8 号线一期及 6 号线二期、

等共 13 条（段），线路长度合计 254.59 公里，总投资合计 2,213.52 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司在建地铁线路累计完成投资 692.18 亿元，未来尚需投入 1,521.34 亿元，其中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 2020 年 3 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；资本金以外部分由公司自行筹措资金解决。整体而言，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 1：截至 2020 年 3 月末公司在建地铁线路情况（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	36.63	2014.12~2020.05	204.51	132.81	108.03
8 号线一期	12.14	2015.12~2020.10	108.15	59.26	50.3
2 号线三期	3.78	2015.12~2020.10	33.82	21.74	18.74
3 号线三期（南延）	1.45	2015.12~2020.10	11.85	7.61	5.93
6 号线二期	11.77	2017.06~2020.05	88.28	46.74	47.47
10 号线	29.31	2015.12~2020.06	294.7	196.28	147.35
8 号线二期	8.02	2019.08~2024.06	59.81	1.98	29.91
5 号线（黄贝岭站后-大剧院段）	2.88	2019.08~2025.08	39.28	0.92	19.64
6 号线支线	6.13	2018.01~2022.12	37.95	7.09	37.95
12 号线	40.54	2018.01~2022.12	404.44	67.86	202.22
13 号线	22.44	2018.01~2022.12	229.27	33.81	114.64
16 号线	29.2	2018.01~2023.12	300.21	45.84	150.11
14 号线	50.3	2018.01~2022.12	401.25	70.24	201.25
合计	254.59	--	2,213.52	692.18	1,103.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2020 年 3 月末，公司拟建地铁线路包括 3 号线四期工程、6 号线支线二期工程及 11 号线二期工程等 10 条（段），公司拟建

地铁线路长度合计 75.93 公里，总投资估算 915 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 2：截至 2020 年 3 月末公司拟建线路情况（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）	107.85
6 号线支线二期工程	翠湖—光明城	4.90（高架 0.4）	37.3
7 号线二期工程	西丽湖—学府医院	2.45（全地下）	26.3
8 号线三期工程	小梅沙—溪涌	4.26（全地下）	87.2
11 号线二期工程	福田—红岭南	5.58（全地下）	64.6
12 号线二期工程	海上田园东—松岗	8.16（全地下）	90.94
13 号线二期工程（北延）	上屋—公明北	18.80（全地下）	229.18
13 号线二期工程（南延）	深圳湾口岸—歌剧院	4.47（全地下）	49.62
16 号线二期工程	大运—安良	9.53（全地下）	109.95
20 号线一期工程	会议中心—机场北	8.43（全地下）	112.06
合计	--	75.93	915

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年，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，中诚信国际将持续关注深圳地铁的运营效益和安全保障情况

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。2019年及2020年1~3月，公司地铁运营收入分别为43.58亿元和4.99亿元，2019年较2018年同比增长9.46%。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亏损状态，2019年地铁运营毛利率为

-77.82%。

运营线路方面，2019年新增运营线路2条——9号线二期和5号线二期，截至2020年3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号线和5号线等共线路，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2020年3月末，公司已开通地铁运营里程合计283.86公里，车站数量合计201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2020年3月末，公司运营线路中5号线二期和9号线二期尚处于试运营期。

表 3：截至 2020 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	7.65	7	2019.09.28	是
7 号线	太安—西丽湖	30.20	28	2017.10.28	否
9 号线	文锦—红树湾前	25.42	22	2017.10.28	否
9 号线二期	高新南—前湾	10.80	10	2019.12.08	是
11 号线	福田—碧头	51.90	18	2017.06.28	否
合计	--	283.86	201	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

运营指标方面，2019年，深圳地铁客运总量和日均客运量分别为17.80亿人次和487.79万人次，近三年均呈逐年增长趋势。2020年1~3月，深圳地铁客运总量为1.92亿人次，日均客运量为211.36万人次，一季度各项指标下滑较大主要系受新冠疫情影响，出行人数大幅下降。运行质量方面，近三年一

期深圳地铁正点率均保持较高水平。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 4：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司地铁运营情况

	2017	2018	2019	2020.1~3
客运总量（亿人次）	14.45	16.37	17.80	1.92
日均客运量（万人次）	395.93	448.50	487.79	211.36
最高日客运量（万人次）	495.55	569.67	587.70	569.22
正点率（%）	99.93	99.93	99.99	99.98
票务收入（亿元）	34.96	39.81	43.66	5.08

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，中诚信国际整理

票价方面，票价方案自 2010 年 12 月实施以来沿用至今，未曾变动过。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。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，公司地铁运营成本主要包括固定资产折旧、人力成本、能耗成本和维修成本等，2019 年和 2020 年 1~3 月公司地铁运营成本分别为 77.48 亿元和 18.76 亿元，2019 年较 2018 年同比增长 14.86%，主要系运营折旧及维修成本增加。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、管理等工作。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 10.36% 的股份、广深港客运专线有限责任公司 29.42% 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。2019 年和 2020 年 1~3 月，公司铁路运营业务收入分别为 6.85 亿元和 0.55 亿元，毛利率持续为负，2019 年毛利率为 -7.65%，铁路运营成本较高，盈利水平有限。

此外，2019 年 3 月，公司成立子公司深圳铁路投资建设集团有限公司（以下简称“深铁投公司”），主要代表市政府投资建设国家铁路、城际铁路、铁

路枢纽场站及综合交通枢纽等项目，集中持有、管理、经营市政府铁路股权和相关国有资产；负责新建国家铁路、城际铁路综合交通枢纽地上地下空间和周边土地综合开发经营；成为市铁路规划建设工作的强有力抓手，打造市铁路发展支撑服务平台，铁路基础设施投融资、建设和运营平台，铁路建设综合开发平台。深铁投公司现已代表深圳市政府参与了广汕铁路的投资，近期将通过政府专项债的形式对深茂铁路深江段进行投资，拟建五条线六个项目，包括穗莞深城际机场至前海段、穗莞深城际前海至皇岗段、深大城际、龙岗-大鹏支线、深惠城际、深汕城际。

公司资源开发业务、物业管理业务和设计业务作为地铁板块相关业务，对公司的运营收入形成一定补充

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 2019 年和 2020 年 1~3 月，公司资源开发板块营业收入分别为 8.10 亿元和 1.60 亿元，2019 年收入同比增加 33.97%，公司资源开发业务盈利性较好，近年来毛利率水平均在 75% 以上，2019 年毛利率为 76.54%。深铁商业目前拥有 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。深铁商业针对交通枢纽、地铁上盖物业打造社区型、区域性、枢纽型商业形态，目前运营包含深圳北站、锦荟广场、福田枢纽等 14 个项目，开发面积约 27 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 23.4 万平方米。此外，深铁商业还持有 7 条地铁线路、172 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 367 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 业务资源等。

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。2019年及2020年1~3月,公司物业管理板块收入为3.39亿元和0.78亿元,较2018年同比下降18.71%,主要系部分物业产权变更为深圳地铁,相关收费由对外收入转为内部收入,故合并口径抵消后,收入下降。

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。

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。2019年及2020年1~3月,公司市政设计板块分别实现收入4.07亿元和0.62亿元,2019年同比下降41.35%,主要系对外设计业务量减少。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。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。近年来,市政设计院设计出了深圳彩虹大厦、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。2019年及2020年1~3月,市政设计院分别取得设计合同436份和62份,合同总金额分别为8.98亿元和0.40亿元。

地铁上盖物业的开发销售是公司收入规模最大的板块,对公司地铁建设运营的投入能起到良好的反哺效益,但公司在建上盖物业开发项目较多,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和项目结转进度影响,具有一定波动性

公司地铁上盖物业开发业务由公司委托深圳地铁置业集团有限公司(以下简称“深铁置业”)负责轨道上盖物业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,地铁集团设立了项目公司负责具体项目的开发建设经营管理,包括深圳地铁前海国际发展有限公司(简称“前海国际”,系公司全资子公司)、深圳市朗通房地产开发有限公司(简称“朗通公司”,公司持股比例50%)、深圳地铁诺德投资发展有限公司(简称“深铁诺德”,公司持股比例51%)、深圳地铁万科投资发展有限公司(简称“深铁万科”,公司持股比例51%);项目公司均由深铁置业管理。

地铁上盖物业开发主要包括地铁沿线住宅和商业项目的规划设计、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。2019年及2020年1~3月,公司地铁上盖物业开发收入分别为140.30亿元和0.29亿元,该业务是公司业务收入规模最大的板块,其中2019年该业务收入同比增长210.47%,主要系项目达到竣工交付项目较多,加快了项目结转节奏。

表5: 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,中诚信国际整理

业务模式上，目前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和合作开发模式，合作开发项目由公司按照出资比例获取收益。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。2019年及2020年1~3月公司无开工面积，同期竣工面积分别为39.85万平方米和0。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。2019年及2020年1~3月公司的合同销售面积分别为21.30万平方米和0.12万平方米，签约销售额分别为135.05亿元和

0.60亿元。

表 6：公司上盖物业开发板块整体建设及销售情况

(亿元、万平方米)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1~3月
地铁上盖物业开发完成投资	68.12	118.31	106.52	22.84
新开工面积	16.06	51.11	0	0
竣工面积	20.43	58.66	39.85	0
合约销售面积	20.63	20.02	21.30	0.12
实际销售额	158.78	130.00	135.05	0.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目完工方面，公司在近三年一期的主要完工项目的合计规划建筑面积127.21万平方米，除了部分自持项目，其余项目销售进度较高，在83%~100%之间，项目回款情况良好。

表 7：2017~2019年及2020年1~3月公司主要已完工上盖物业开发项目情况（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%
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	757,315	83%	95%
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%
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	730,464	96%	100%
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	100%	100%
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	393,800	277,494	589,943	89%	100%
合计	-	-	-	1,272,110	1,167,764	2,947,825	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2020年3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387.75万平方米，计划总投资合计为1,055.48亿元，截至2020年3月末，累计投资金额

约为385.22亿元，未来仍有670.26亿元的资金需求。

表 8：截至 2020 年 3 月末公司在建上盖物业开发项目情况（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
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	86.54	22.03	2.32	1.82
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	53.91	16.74	26.8	34.2
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	57.88	20.38	45.87	40.19
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	19.18	0	0	0
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	30.95	0.57	0.00	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	16.19	10.76	5.58	0.2
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	59.04	5.47	20.56	22.04
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	32.98	1.88	2.46	0
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	28.55	0	0	0
合计	-	-	-	-	3,877,498.59	1,055.48	385.22	77.83	103.59	98.45

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2020 年 3 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 9：截至 2020 年 3 月末公司拟建上盖物业项目情况

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，中诚信国际整理

土地储备方面，截至 2020 年 3 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，公司暂无剩余土地储备。

财务分析

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年度审计报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，2017 和 2018 年数据系分别采用 2018 年和 2019 年审计报告追溯调整的期初数，2019 年数据采用 2019 年审计报告的期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

2019 年受地铁上盖物业开发板块结转收入规模较大影响，公司营业毛利率大幅好转，使得经营性业务利润扭亏为盈，万科股份贡献的投资收益依然是利润总额的主要构成部分；同时，EBITDA 逐年上升，但 EBITDA 利润率有所波动，总资产收益率较上年有所提升；2020 年一季度受新冠疫情和利润积累时间较短影响，盈利能力整体表现较弱

2019年，公司营业收入209.90亿元，同比增长85.33%，主要系当年上盖物业板块收入规模大幅增加。2019年，地铁运营及管理设计业务依然呈现亏损态势，且受地铁运营成本上升等影响，毛利率水平持续下降；但毛利率较高的地铁上盖物业板块收入大幅上升带动公司毛利率水平大幅提升。

表 10：近年来公司主要板块收入及毛利率(亿元、%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
地铁运营及管理设计	48.67	67.11	65.99	8.54
地铁上盖物业开发	91.25	44.43	140.30	0.29
其他	2.14	1.94	3.61	0.52
合计收入	142.06	113.48	209.90	9.35
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
地铁运营及管理设计	-12.62	-30.79	-40.48	-145.78
地铁上盖物业开发	63.47	66.08	65.73	65.52
其他	10.28	16.66	40.11	-80.77
营业毛利率	36.60	8.94	31.90	-135.67

资料来源：公司提供

近年来，公司的期间费用水平保持相对稳定水平，受2019年收入规模大幅上升影响，当年期间费用率大幅下降。2019年公司经营性业务利润扭亏为盈，主要系当年结转了较多的地铁上盖物业项目贡献较大的利润空间，弥补了地铁运营业务的亏损。公司的利润总额主要来自投资收益，投资收益呈持续增长的态势，主要系持股万科股份28.69%股权贡献的投资收益。

随着利润总额的提升，EBITDA亦呈现逐年增长的态势，2019年，公司EBITDA为175.57亿元，较2018年大幅增长36.78%。近三年，EBITDA利润率呈现先增后减的波动态势，2019年EBITDA利润率为83.64%；整体而言，公司总资产收益率呈逐年提升的态势，2019年公司总资产收益率为3.54%。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.1~3
三费合计	31.04	35.70	36.29	8.61
期间费用率	21.85%	31.52%	17.29%	92.13%
经营性业务利润	-5.84	-30.38	1.24	-21.30

资产减值损失	-0.26	-0.20	-0.55	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	72.54	103.72	117.25	3.56
营业外损益	0.07	-0.16	-1.05	-0.07
利润总额	66.52	71.22	116.89	-17.81
EBITDA 利润率	74.04	113.33	83.64	-115.14
总资产收益率	2.87	2.66	3.54	-1.01*

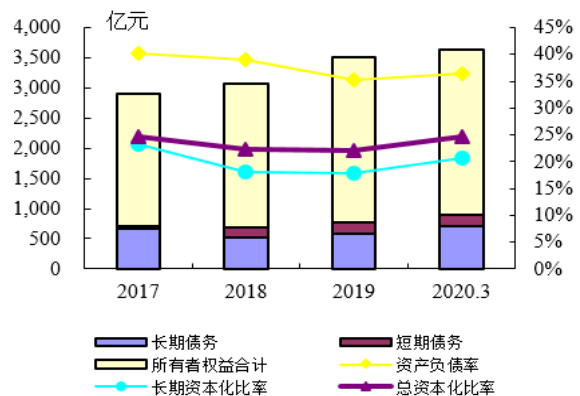
注：标*的季度指标已年化

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年公司总资产和所有者权益保持增长态势，政府持续增资和利润积累使得公司的资产负债率和总资本化比率保持在较低水平

随着公司业务不断发展，公司资产总额整体呈现增长趋势，2019年末总资产为4,227.90亿元，同比增长7.86%。负债方面，2019年末公司的负债规模为1,489.42亿元，同比下降2.76%，主要得益于政府拨付的专项应付款转入资本公积。所有者权益方面，2019年末，所有者权益为2,738.48亿元，2019年末较上年增长14.67%，主要系留存收益增加、项目的专项应付款转为资本公积和收到财政拨款等使得资本公积增加。2020年3月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为4,305.70亿元、1,568.75亿元和2,736.95亿元。

图 3：2017~2020年3月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

财务杠杆方面，截至2019年末，公司资产负债率和总资本化比率为35.23%和22.02%；2020年3月末，公司资产负债率和总资本化比率为36.43%和24.68%。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	177.25	125.04	121.08	172.49
其他应收款	25.38	73.72	88.18	92.19
存货	524.92	535.58	504.73	509.14
其他流动资产	299.20	282.10	86.90	76.99
长期股权投资	714.31	786.62	887.72	889.28
固定资产	1,307.25	1,239.75	1,436.70	1,429.47
在建工程	516.10	746.04	922.69	939.60
其他非流动资产	50.94	61.58	84.62	101.24
总资产	3,667.45	3,919.76	4,227.90	4,305.70

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产结构以非流动资产为主，截至 2019 年末和 2020 年 3 月末，非流动资产占比分别为 80.83% 和 80.01%，公司流动资产占比分别为 19.17% 和 19.99%。公司流动资产主要为货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产。截至 2019 年末，公司流动资产合计 810.58 亿元，公司货币资金充裕，主要是银行存款，受限资金余额为 0.39 亿元，主要是履约保证金和冻结资金，2019 年货币资金同比下降 3.17%。2019 年其他应收款同比增加 19.61%，主要构成为应收万科股份的项目预计利润划拨款、应收深圳市振业(集团)股份有限公司的借款和中国中铁股份有限公司的项目预计利润划拨款等，上述事项在其他应收款的占比分别为 65.92%、16.26% 和 9.29% 等，其他应收款的账龄在一年以内的占比为 32.34%，1~2 年的占比为 61.29%。存货主要为地铁上盖物业项目构成的项目开发成本，同比下降 5.76%。公司其他流动资产主要系待认证及抵扣的进项税额，2019 年同比下降较大主要系公司理财产品减少 210 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司流动资产为 860.72 亿元，较 2019 年末相对稳定。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。截至 2019 年末，公司非流动资产为 3,417.32 亿元。长期股权投资主要构成包括持有万科股份 28.69% 股权、深圳市朗通房地产开发有限公司股权等，2019 年长期股权投资同比增加 12.85%，主要系权益法下确认的投资损益。固定资产主要是房屋及建筑物、交通运输设备、电气设备、电子通信信号设备以及通用设备、

专用设备，2019 年固定资产同比增加 15.89% 主要系在建工程转入和购置增加，其中尚未办妥产权证的资产规模由 2.78 亿元，目前正在办理过程中。在建工程主要是线路工程和枢纽专项工程，随着建设的不断推进，2019 年同比增加 23.68%。其他非流动资产主要构成是预付对广深港客运专线有限责任公司、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、广东广汕铁路有限责任公司等的投资款和预付地铁建设工程的项目款，2019 年同比增加 37.41% 主要系对上述企业的投资款增加。截至 2020 年 3 月末，公司非流动资产为 3,444.98 亿元，较 2019 年末相对稳定。

表 13：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
应付账款	157.11	164.05	230.01	187.50
预收款项	184.55	248.01	171.83	172.24
一年内到期的非流动负债	31.87	80.32	77.48	75.31
其他流动负债	0	30.00	80.00	90.00
长期借款	561.31	457.95	501.43	538.10
应付债券	66.86	45.32	40.43	76.44
长期应付款	161.50	358.79	254.02	297.63
总负债	1,474.54	1,531.67	1,489.42	1,568.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2019 年末和 2020 年 3 月末，公司负债总规模分别为 1,489.42 亿元和 1,568.75 亿元，以非流动负债为主，非流动负债占比分别为 54.88% 和 59.52%。公司流动负债主要为应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。截至 2019 年末，公司应付账款主要系应付工程款和质保金，同比增加 40.21% 主要系应付工程款增加。预收款项主要系预收房款，同比下降 30.72%，主要系一年内预收款项规模减少所致。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款，同比下降 3.54%。其他流动负债主要是超短融产品，同比上升 166.67% 主要系当年新增 80 亿元超短融所致。截至 2020 年 3 月末，公司流动负债较 2019 年末变化不大。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。长期借款主要系信用借款，利率

区间 1.20%~4.75%，同比增加 9.49%。应付债券主要系公司于 2013 年和 2014 年发行的 10 年期债券，同比下降 10.80% 主要系分期偿还及列入一年内到期的非流动负债。长期应付款主要系专项应付款，同比下降 29.20% 主要系部分项目如北站枢纽、福田，布吉枢纽的产权确定为本公司和 7、9、11 号线前期工程项目财政拨款转为资本投入使得上述项目对应的专项应付款转为资本公积所致。截至 2020 年 3 月末，公司流动负债较 2019 年末变化不大。

经营活动净现金流呈现持续净流入且规模较大，但由于债务规模较大，经营活动净现金流对债务本息覆盖能力一般；公司每年地铁投资建设规模较大使得投资活动呈现持续净流出状态；公司对外融资渠道畅通，能为公司经营和投资活动提供充沛的现金流，且公司债务期限结构合理，整体而言，公司偿债能力极强

公司地铁票费收入和上盖物业销售收入是经营活动现金流的主要来源，近年来，经营活动净现金流一直表现为净流入状态。投资活动净现金流受地铁投资建设进度等影响较大，投资收益带来的现金流入不能弥补大规模的地铁投资建设使得投资活动呈现大幅净流出状态。得益于公司良好的信用状况和在深圳市国资委突出的地位，公司外部融资环境一直不错，融资渠道畅通，大额低成本的外部融资使得公司现金流相对充沛。另截至 2019 年末和 2020 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 0.30 和 0.26，债务期限结构合理，短期偿债压力有限。

2019 年经营获现情况大幅好转，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所增强，但整体覆盖程度一般。受益于盈利能力提升，总债务/EBITDA 持续下降，EBITDA 对利息支出的覆盖能力持续上升，2019 年总债务/EBITDA 和 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数分别为 4.40 和 5.77，整体而言，EBITDA 对债务本息覆盖能力持续增强。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	49.87	158.62	180.48	187.81
长期债务	664.32	527.45	592.79	709.08
总债务	714.19	686.07	773.27	896.89
经营活动净现金流	48.64	53.94	213.20	-4.93
投资活动净现金流	-894.63	-196.17	-347.91	-75.32
筹资活动净现金流	724.96	90.05	130.41	131.67
经营活动净现金流/总债务	0.07	0.08	0.28	-0.02*
经营活动净现金流/利息支出	1.81	1.70	7.01	-0.60
总债务/EBITDA	6.79	5.35	4.40	-64.57*
EBITDA 利息倍数	3.92	4.04	5.77	-0.43

注：标*的指标已年化

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信能够对整体偿债能力提供支持，对外担保的代偿风险低，受限资产比例低

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司除了为物业购房客户提供按揭担保约 74.58 亿元外，无其他对外担保事项。

银行授信方面，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 2020 年 3 月末，公司及其下属子公司获取的银行授信合计 1,863.95 亿元，尚未使用的授信余额为 1,186.72 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产原值合计为 25.56 亿元，主要是以固定资产为标的物进行融资而抵押。

截至 2020 年 3 月末，公司不存在重大未决诉讼、仲裁。截至 20120 年 3 月末，公司及其合并范围内重要子公司涉案金额超过 1,000 万元的未决诉讼及仲裁事项标的金额所占净资产的比例较小，未对公司有效存续及正常经营产生重大不利影响。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 5 月 19 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为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和运营管理等职责，同时对地铁上盖物业进行开发销售，在深圳市地位重要，获得了深圳市政府的有力支持

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2020年3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。

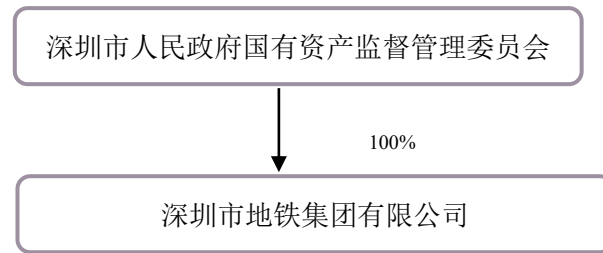
在项目资本金方面，深圳轨道交通一期项目资本金比例约为65%，二、三和四期项目资本金比例约为50%，项目资本金比例较高，资本金部分均由深圳市财政承担且到位情况良好，为公司地铁项目建设的顺利进行提供了有力支持和保障。截至2020年3月末，项目资本金到位金额共计1,042.83亿元。

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，公司整体抗风险能力极强。

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的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“20深铁01”和“20深铁G2”的债项信用等级为**AAA**；维持“20深铁G3”的债项信用等级为**A-1**。

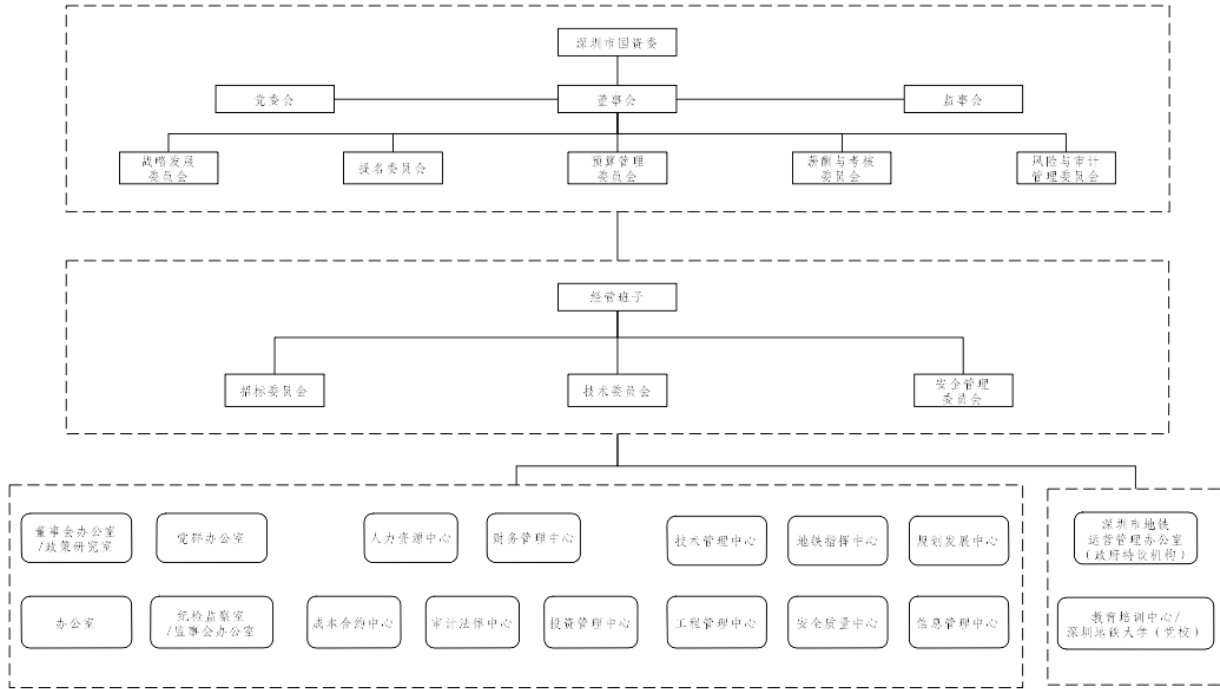
附一：深圳市地铁集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年 3 月末)



子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例%
深圳地铁教育培训中心 ²	深圳	深圳	教育培训	100
深圳市市政设计研究院有限公司	深圳	深圳	市政设计	100
深圳地铁物业管理发展有限公司	深圳	深圳	物业管理	100
深圳市地铁三号线投资有限公司	深圳	深圳	轨道交通	80
深圳地铁工程咨询有限公司	深圳	深圳	工程咨询	100
深圳地铁前海国际发展有限公司	深圳	深圳	投资建设、投融资策划咨询服务	100
深圳地铁万科投资发展有限公司	深圳	深圳	房地产开发	51
深圳地铁诺德投资发展有限公司	深圳	深圳	资产投资	51
深圳地铁集团埃塞俄比亚有限责任公司	埃塞俄比亚	埃塞俄比亚	地铁运营管理	100
深圳平南铁路有限公司	深圳市	深圳市	轨道交通	75
深圳市地铁商业管理有限公司	深圳市	深圳市	企业管理咨询	100
深圳铁路投资建设集团有限公司	深圳市	深圳市	铁路运输	100
深圳地铁国际投资咨询有限公司	深圳市	深圳市	轨道交通	100
深圳地铁运营集团有限公司	深圳市	深圳市	轨道交通	100
深圳地铁建设集团有限公司	深圳市	深圳市	轨道交通	100
深圳地铁置业集团有限公司	深圳市	深圳市	房地产开发	100

² 其系深圳地铁全部出资开办的事业单位

深圳市地铁集团有限公司



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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,772,513.94	1,250,354.22	1,210,779.40	1,724,890.19
应收账款	106,139.59	94,422.10	74,659.85	79,869.48
其他应收款	253,752.63	737,193.34	881,763.08	921,893.19
存货	5,249,239.60	5,355,849.36	5,047,345.26	5,091,419.79
长期投资	7,222,787.68	7,943,338.85	9,109,056.31	9,124,654.85
在建工程	5,161,018.27	7,460,443.55	9,226,865.30	9,396,007.68
无形资产	241,850.02	189,538.11	187,656.57	187,516.99
总资产	36,674,475.05	39,197,584.12	42,279,009.94	43,056,969.44
其他应付款	237,522.43	311,941.24	265,960.23	288,338.97
短期债务	498,723.50	1,586,166.39	1,804,767.25	1,878,121.31
长期债务	6,643,170.16	5,274,523.57	5,927,910.32	7,090,802.38
总债务	7,141,893.66	6,860,689.96	7,732,677.56	8,968,923.69
总负债	14,745,364.87	15,316,729.13	14,894,236.27	15,687,482.11
费用化利息支出	249,355.06	297,868.82	274,015.90	70,438.16
资本化利息支出	18,900.00	20,200.00	30,219.54	11,117.45
实收资本	4,407,136.00	4,407,136.00	4,407,136.00	4,407,136.00
少数股东权益	192,744.76	178,814.48	164,597.53	159,107.17
所有者权益合计	21,929,110.18	23,880,854.99	27,384,773.67	27,369,487.33
营业总收入	1,420,606.72	1,132,553.82	2,099,000.50	93,489.78
经营性业务利润	-58,377.85	-320,905.02	12,385.86	-212,982.34
投资收益	725,420.24	1,037,204.74	1,172,504.20	35,598.53
净利润	660,502.48	711,458.12	1,166,741.11	-178,164.33
EBIT	914,523.62	1,010,025.67	1,442,903.75	-107,645.86
EBITDA	1,051,754.61	1,283,552.97	1,755,703.20	-34,725.66
销售商品、提供劳务收到的现金	2,175,634.84	1,701,888.72	1,413,543.77	135,558.03
收到其他与经营活动有关的现金	229,629.58	322,447.06	2,317,739.80	38,019.04
购买商品、接受劳务支付的现金	1,053,774.73	589,381.82	505,469.67	145,631.38
支付其他与经营活动有关的现金	526,537.87	415,467.30	414,389.66	39,542.65
吸收投资收到的现金	3,806,030.00	1,433,800.00	1,143,400.00	610,000.00
资本支出	2,456,912.55	2,244,074.32	3,609,444.55	753,152.40
经营活动产生现金净流量	486,422.55	539,421.54	2,131,964.05	-49,266.82
投资活动产生现金净流量	-8,946,274.14	-1,961,749.88	-3,479,082.61	-753,152.40
筹资活动产生现金净流量	7,249,551.41	900,520.85	1,304,143.16	1,316,713.63
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率（%）	36.61	8.94	31.90	-135.67
期间费用率（%）	21.85	31.77	17.29	92.13
应收类款项/总资产（%）	0.98	2.12	2.26	2.33
收现比（X）	1.53	1.50	0.67	1.45
总资产收益率（%）	2.87	2.66	3.54	-1.01*
资产负债率（%）	40.21	39.08	35.23	36.43
总资本化比率（%）	24.57	22.32	22.02	24.68
短期债务/总债务（X）	0.07	0.23	0.23	0.21
FFO/总债务（X）	0.05	0.04	0.08	-0.02
FFO利息倍数（X）	1.20	0.83	1.95	-0.60
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	1.81	1.70	7.01	-0.60
总债务/EBITDA（X）	6.79	5.35	4.40	-64.57*
EBITDA/短期债务（X）	2.11	0.81	0.97	-0.07*
货币资金/短期债务（X）	3.55	0.79	0.67	0.92
EBITDA利息倍数（X）	3.92	4.04	5.77	-0.43

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、2017年数据系采用2018年审计报告追溯调整的期初数，2018年数据系采用2019年审计报告追溯调整的期初数；3、2020年一季度带“*”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。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入—营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入—营业成本合计—税金及附加—销售费用—管理费用—研发费用—财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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

附四：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。