

2021 年第三期深圳市地铁集团有限公司公司债券 信用评级报告

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：张 蕾 lzhang02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 08 月 04 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 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。

■ 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]2123D 号

深圳市地铁集团有限公司：

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及贵公司拟发行的“2021年第三期深圳市地铁集团有限公司公司债券”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，本期公司债券品种一的信用等级为 **AAA**，品种二的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年八月四日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
深圳市地铁集团有限公司	人民币 20 亿元，其中品种一发行总额 10 亿元，品种二发行总额 10 亿元	品种一期限为 3 年期，品种二期限为 5 年期	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付	用于补充公司营运资金以及轨道交通工程、综合交通枢纽和城际铁路等符合国家产业政策的项目

评级观点：中诚信国际评定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；评定“2021 年第三期深圳市地铁集团有限公司公司债券（品种一）”的债项信用等级为 **AAA**，“2021 年第三期深圳市地铁集团有限公司公司债券（品种二）”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了极强的区域经济实力，显著的战略地位、政府支持力度大，财务结构稳健以及持有优质上市公司股权、可获取较大规模投资收益对于公司信用水平的支撑；同时，中诚信国际也关注债务规模上升较快且未来面临一定的资本支出压力、站城一体化开发业务易受房地产市场及调控政策影响等因素对公司信用状况的影响。

概况数据

深圳地铁	2018	2019	2020	2021.3
总资产(亿元)	3,919.76	4,227.90	4,926.64	5,069.42
所有者权益合计(亿元)	2,388.09	2,738.48	2,973.57	2,962.96
总负债(亿元)	1,531.67	1,489.42	1,953.08	2,106.46
总债务(亿元)	686.07	773.27	1,226.83	1,391.65
营业总收入(亿元)	113.26	209.90	208.28	18.02
经营性业务利润(亿元)	-32.09	1.24	-4.69	-16.78
净利润(亿元)	71.15	116.67	111.02	-13.28
EBITDA(亿元)	128.36	175.57	168.67	-
经营活动净现金流(亿元)	53.94	213.20	-106.57	49.96
收现比(X)	1.50	0.67	0.51	4.39
营业毛利率(%)	8.94	31.90	35.32	-32.45
应收类款项/总资产(%)	2.12	2.26	1.96	1.92
资产负债率(%)	39.08	35.23	39.64	41.55
总资本化比率(%)	22.32	22.02	29.21	31.96
总债务/EBITDA(X)	5.35	4.40	7.27	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.04	5.77	4.20	-

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。其中，2018 年数据系采用 2019 年审计报告追溯调整的期初数，2019 年~2020 年及 2021 年一季度数据采用各期财务报表的期末数；2、中诚信国际分析时，将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款和专项应付款中的有息债务调整至长期债务；3、公司未提供 2021 年一季度现金流量补充资料，故相关计算指标失效。

正面

■ **极强的区域经济实力。**2020 年，深圳市实现地区生产总值 27,670.24 亿元，同比增长 3.1%，高于全国增速 0.8 个百分点，深圳市极强的区域经济实力为公司的持续发展提供了良好的外部环境。

■ **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站城一体化开

发过程中，获得了政府在相关政策、土地资产注入和项目资本金拨付等方面的大力支持。

■ **财务结构稳健。**公司自有资金实力较强，财务杠杆保持较低水平。截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.55% 及 31.96%，整体而言，公司财务结构稳健、财务杠杆率较低。

■ **持有优质上市公司股权，可获取较大规模投资收益。**公司为万科企业股份有限公司（以下简称“万科股份”）第一大股东，截至 2021 年 3 月末，对其持股比例为 27.91%，系其第一大股东。2018~2020 年，公司权益法下确认的万科股份投资收益分别为 99.22 亿元、111.60 亿元和 116.66 亿元，为公司利润总额的主要构成。

关注

■ **债务规模上升较快且未来面临一定的资本支出压力。**2020 年公司总债务规模增长较为迅速，且公司在建及拟建项目量丰富，项目投资金额较大，截至 2021 年 3 月末，公司在建地铁线路尚需投入 1,774.90 亿元，站城一体化开发尚需投入 504.21 亿元，公司未来面临一定的资本支出压力。

■ **站城一体化开发业务易受房地产市场及调控政策影响。**“轨道+物业”的一体化开发模式是公司收入的重要来源，但物业开发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

2020 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(%)	总负债(亿元)	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	4,926.64	2,973.57	39.64	1,953.08	208.28	111.02	-106.57
广州地铁集团有限公司	4,606.77	2,500.22	45.73	2,106.56	128.91	2.30	12.79
南京地铁集团有限公司	2,188.28	744.54	65.98	1,443.74	22.00	3.00	-1.76

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

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，其中，2020 年 10 月 16 日，深圳市国资委同意公司注册资本增至 459.43 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 459.43 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站城一体化开发等方面的任务，形成了地铁建设、地铁运营、站城一体化开发、物业管理、资源经营等业务板块，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。

表 1：截至 2021 年 3 月末公司主要子公司

全称	简称
深圳地铁建设集团有限公司	深铁建设
深圳铁路投资建设集团有限公司	深铁投公司
深圳市地铁商业管理有限公司	深铁商业
深圳地铁物业管理发展有限公司	深铁物业
深圳市市政设计研究院有限公司	市政设计院
深圳地铁置业集团有限公司	深铁置业
深圳地铁运营集团有限公司	深铁运营公司

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期公司债券的发行规模为人民币 20 亿元，本期债券分两个品种，其中品种一发行总额 10 亿元，品种二发行总额 10 亿元；品种一期限为 3 年

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 2021 年 3 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 27.91%，为其第一大股东。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年上半年，经济延续修复态势，低基数下 GDP 同比实现 12.7% 的高增长，两年复合增速提升至 5.3%，产需缺口进一步收窄。展望下半年，基数抬升作用下 GDP 同比增速或将逐季下调，剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

上半年中国经济总体呈现出不平衡修复的特征：需求修复弱于生产；生产端服务业修复力度弱于工业；需求端基建与制造业投资修复力度弱于房地产，社零额两年复合增速仍显著低于疫情前。从生产端看，第二产业及工业的两年复合增速略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有一定距离，但对经济增长的贡献率延续上升，服务业持续修复态势未改。从需求端看，投资、社零额两年复合增速仍低于疫情前，需求虽持续修复但修复力度落后于生产。其中，房地产投资保持了较高增长，制造业投资、基建投资两年复合增速依旧较低，居民收入结构及消费结构的扭曲带来国内消费倾向反弹节奏偏慢，但海外需求回暖带动出口实现了较高增长，内外需修复不平衡。从价格水平看，在海外大宗商品出现产需错配及国内“双碳”政策带来的上游减产预期影响下，上半年 PPI 出现快速上升，与 CPI 之差不断扩大，不过，随着全球产需错配逐步修正以及国内保供稳价政策效果显现，后续 PPI 涨幅或将持续回落。

宏观风险：虽然中国经济向常态化水平不断修复，但经济运行中仍面临多重风险与挑战。从外部

环境看，中美大国博弈仍将持续，全球经济修复或会带来主要经济体宽松政策的边际调整，需关注其带来的外溢效应对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。同时，内部挑战依然不减：首先，虽然 PPI 涨势趋缓，但大宗商品价格高位运行对企业利润空间的挤压依然存在，需关注 PPI 回落的幅度和节奏；其次，地方政府收支压力依然较为突出，如何稳妥化解地方政府性债务风险依然是后疫情时代面临的巨大挑战；再次，信用风险释放虽然短期平静但仍在持续酝酿，尾部信用风险暴露的可能性加大；第四，虽然随着经济修复就业整体呈现改善态势，但就业结构性压力突出，尤其是青年人口及农民工的就业压力值得高度重视。这些挑战和风险的存在，不仅会对后续经济修复的节奏和力度产生约束，也对宏观调控提出了更高要求，需要综合考虑内外环境的变化、经济运行中存在的多重结构性风险精准施策，在进一步巩固前期经济复苏的成果同时妥善应对和缓释风险。

宏观政策：2021 年上半年宏观政策延续向常态化过度，稳杠杆政策成效显著。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，7 月初全面降准落地释放长期资金 1 万亿元，但货币政策稳健基调未改，下半年货币政策或坚持以我为主、总量适度、精准导向，进一步促进实体经济成本稳中有降。从财政政策看，财政收支平衡状态延续，政府性基金支出回落显著，下半年政府性基金支出有望加快，地方政府专项债发行也将提速，地方财政支出对基建投资的支撑作用或有一定加强，积极财政政策将继续聚焦呵护微观主体与促进就业，但仍需关注政府部门去杠杆对财政支出的约束。

宏观展望：虽有多重不均衡与多重压力共存，中国宏观经济仍不断向常态化水平回归，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济持续修复的基本态势不改，产需缺口将不断收窄，宏观政策注

重对于微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留了空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

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。2018~2020 年深圳市实现生产总值分别为 24,221.98 亿元、26,927.09 亿元和 27,670.24 亿元，同比分别增长 7.6%、6.7% 和 3.1%。分产业来看，2020 年深圳市第一产业增加值 25.79 亿元，同比下降 3.1%；第二产业增加值 10,454.01 亿元，同比增长 1.9%；第三产业增加值 17,190.44 亿元，同比增长 3.9%。第一、二、三产业增加值比例为 0.1:37.8:62.1。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具有国际影响力的企业。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。

2020 年，全市规模以上工业增加值同比增长 2.0%，增速比前三季度、上半年、一季度分别回升 0.4、3.6、15.7 个百分点。2020 年，全市战略性新兴产业增加值 10,272.72 亿元，同比增长 3.1%，战略性新兴产业占地区生产总值比重为 37.1%。其中，新一代信息技术产业增加值 4,893.45 亿元，同比增长 2.6%；高端装备制造产业 1,380.69 亿元，同比增长 1.8%；绿色低碳产业 1,227.04 亿元，同比增长

6.2%；海洋经济产业 427.76 亿元，同比增长 2.4%；生物医药产业 408.25 亿元，同比增长 24.4%。

2020 年，全市现代服务业增加值 13,084.35 亿元，同比增长 6.4%，现代服务业占第三产业增加值比重 76.1%，其中金融业增加值 4,189.63 亿元，同比增长 9.1%，信息传输、软件和信息技术服务业增加值 2,883.49 亿元，同比增长 11.3%，是拉动现代服务业增长的主要力量。同时，2020 年全市进出口总额 30,502.5 亿元，同比增长 2.4%，高于 2019 年增速 3.0 个百分点。其中，出口总额 16,972.7 亿元，同比增长 1.5%。

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。截至 2020 年末，全市金融机构（含外资）本外币存款余额 101,897.31 亿元，比上年末增长 21.4%；金融机构（含外资）本外币贷款余额 68,020.54 亿元，比上年末增长 14.4%。

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。2018~2020 年深圳市完成一般公共预算收入分别为 3,538.41 亿元、3,773.21 亿元和 3,857.39 亿元，其中 2020 年一般公共预算收入同比增长 2.2%。2018~2020 年深圳市完成一般公共预算支出分别为 4,282.6 亿元、4,552.7 亿元和 4,177.72 亿元，近年来财政平衡率保持较高水平。此外，2020 年深圳市实现政府性基金收入 1,287 亿元，保持增长趋势。

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香港、澳门两个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。

随着“52 号文”的出台，城市轨道交通建设对地区财政实力及出行需求提出更高要求，各地兴建热潮逐步降温，行业朝着有序的方向良性发展。2020 年，受疫情影响遭遇客流量断崖式下跌，运营业务收支平衡压力上升，盈利对财政补贴的依赖程度加大，但拥有完善的运营线路以及多元化经营模式的企业将具备更强的利润修复能力

整体态势：为应对城镇化率不断提高带来的人口净流入、公交负荷沉重以及城市道路拥堵的现象，城市轨道交通凭借其载运量大、安全性高、准时性强等特点，日益成为大中城市交通体系的重要组成部分。根据国家交通运输部数据，截至 2020 年末，全国（不含港澳台，下同）已有 45 个城市开通城市轨道交通，较 2019 年末增加天水、三亚和太原三个城市；截至 2020 年末，全国城市轨道交通运营里程由 2015 年的 3,195.4 公里增长至 7,545.5 公里，年复合增长率为 18.75%。从城市轨道交通系统的制式结构来，2020 年末地铁在城轨交通系统运营线路中占比达到了 79.0%，在城轨交通格局中占据主导地位。

我国城市轨道交通建设起步较晚，初期发展较缓慢。2016 年以来，部分城市面对经济下行压力，出于刺激经济等目的，罔顾区域财政实力有限、城市客流量不足的状况，盲目上马城市轨道交通项目，导致了国内 2016 年~2017 年上半年间城市轨道交通建设大赶快上的现象，其中 2017 年全国城市轨道交通投资完成额 4,762 亿元，同比增速达到了 23.8%。2017 年下半年，国家发改委暂停了城轨项

目的批复，2018年6月，国务院出台《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”），其中对申建地铁的城市地区生产总值标准由1,000亿元以上提高至3,000亿元以上，一般公共预算收入由100亿元以上提升至300亿元以上，市区常住人口在300万人以上。此外，“52号文”明确了政府财政性资金比例，除规划明确采用特许经营项目外，财政资金不低于40%。政策收紧大幅提高了城市轨道交通建设的准入门槛，推动行业进入良性发展的阶段，过热的局面有所控制。同时，“52号文”的出台重启了城轨项目的审批工作，2019年，国家发改委批复4个城市轨道交通重大项目，共计30条线路，新批复里程为684.82公里，总投资为4,926.07亿元；2020年，国家发改委批复4个城市的新一轮城市轨道交通建设规划，4市获批建设规划线路21条，长度455.36公里，总投资额3,364.23亿元，另有4城市的地铁规划调整获批，获批调整方案涉及项目新增线路14条，长度132.59公里，新增总计划投资额1,345.63亿元；2021年前3个月，国家发改委批复1个城市轨道交通重大项目，共计3条线，长度115.8公里，总投资额772.13亿元。根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通2020年度统计和分析报告》，截至2020年末，我国大陆地区有57个城市（个别由地方政府批复项目未纳入统计）在建城轨线路总规模6,797.5公里（含部分2020年当年仍有建设进展和投资额发生的新投运项目），在建线路297条（段），其中23个城市的在建线路超过100公里。此外，2021年2月24日，中国中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，第一次在中央层面确定了国家中长期交通网规划建设要求，研究推进超大城市间高速磁悬浮通道布局和试验线路建设，轨道交通市场前景广阔。

2020年，在新冠疫情冲击下，全国轨道交通客流量断崖式下跌；随着疫情的有效控制，国内各大城市轨道交通客流逐步恢复，客运量的有序回升将为行业发展注入运营活力。随着常态化疫情防控措

施的落实，各大城市的城市轨道交通全面恢复运行，客运量有序回升。根据国家交通部数据，2021年1月末，全国中心城市的城市轨道交通客运总量为171,970万人次，成为疫情爆发一年来首次出现同比转正的月份；2月末，全国中心城市累计客运总量为302,162万人次，同比增长77.78%，达到了2019年2月末累计客运量的94.01%，行业发展整体迎来运营活力。

运营情况：城市轨道交通基础设施作为基本建设投资，具有投资规模大、建设及运营非盈利导向的特性，长期以来，我国城市轨道交通运营主体多数处于亏损状态，全国仅少数大城市能够维持收支的基本平衡。以我国城市轨道交通系统的主要制式地铁运营情况为例，我国地铁票价主要由所在城市物价主管部门批复，起步价大部分为2~3元，按照“分级递进、递远递减”的原则实行按里程计价的票价模式，短期内票价上涨预期不足。相比低廉的票价，地铁项目的投资成本及运营成本高昂，初始投入方面，目前国内地铁单公里造价为7亿元左右，在地质条件较差、地形建造难度大、城市拆迁成本高等因素的影响下，部分城市单公里地铁造价达到12亿元及以上，导致地铁运营主体长期面临高额的固定资产折旧成本。除庞大的投资规模外，地铁线路投建后的资金支出还包括日常运营成本（人力成本、电费等）、设备中大修成本、设备更新成本及融资成本等，根据深圳地铁2017年分析报告，30年运营成本总额相当于建设成本的3.3~3.7倍。同时，面对突如其来的疫情，城市轨道交通运营主体防疫成本激增，运营压力进一步增加。

2020年全国城轨交通平均单位车公里运营收入15.9元，同比下降0.8元；平均单位人公里运营收入0.48元，同比增长0.01元。在运营收入无法覆盖运营成本的情况下，多数城市的城市轨道交通运营主体往往需要依靠当地政府的财政资金补贴以维持正常运营。通常而言，政府补贴的形式主要包括票价补贴、折旧及利息补贴、政策性补贴等，其中票价补贴、折旧及利息补贴等主要系政府对城

市轨道交通运营主体在投资及运营环节的补贴，具有普遍适用性。政策性补贴主要系政府不直接以资金方式给予运营主体补贴，而是通过注入沿线的土地资产、土地及房地产开发权等，以丰富运营主体的收入结构并提升其经营性业务利润规模。多元化经营模式的并行，使得城市轨道交通运营企业的经营成效亦有分化，目前我国各大城市中，北京地铁、武汉地铁和杭州地铁等少量运营主体能够通过物业租赁、房地产开发等多元化业务实现盈利。

整体来看，我国各大城市的城轨运营长期处于普遍亏损状态，虽然以沿线土地等资源开发、上盖物业开发为代表的非运营业务盈利较强，但尚不能覆盖运营业务形成的收支缺口，盈利对财政补贴的依赖度极大，财政补贴支持力度是影响企业利润总额的主要因素。

中诚信国际认为，作为城市交通系统的重要构成，我国城市轨道交通的通车里程和覆盖范围持续提升，开通城市从北上广深等一线城市向大量二三线城市全面扩张。在经历了国务院出台 52 号文整顿盲目申请、超强度兴建的阶段后，我国城市轨道交通行业已进入有序发展的良性阶段。未来随着城市化进程的持续推进，以及国家重大政策的加持，城市轨道交通发展前景广阔，投资规模及新增里程数将继续保持增长态势。受城市轨道交通投资总额大、运营成本高、公益性强等特点影响，我国各大城市的城轨运营长期处于亏损状态，以沿线土地等资源开发、上盖物业开发为代表的非运营业务盈利较强，但尚不能覆盖运营业务形成的收支缺口。在新冠疫情冲击下，全国各大城市轨道交通客流量断崖式下跌，截至 2021 年 2 月尚未恢复至 2019 年同期水平，但随着疫情的有效控制，2020 年下半年以来轨道交通客流量逐步恢复，为行业发展注入运营活力。同时，疫情影响下城轨企业盈利对财政补贴的依赖度加大，而运营线路完善程度及多元化经营模式拓展程度的差异，导致业内企业在盈利能力上有所分化。行业内企业的杠杆率水平整体较高，且随着在建项目推进，预计未来财务杠杆仍将处于较

高水平，但企业债务期限结构较合理、收现比良好，短期偿债压力可控。

业务运营

公司是深圳市重要的轨道交通投资建设及运营主体。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现营业收入总收入 113.26 亿元、209.90 亿元、208.28 亿元和 18.02 亿元，从构成上看，地铁运营及站城一体化开发业务是公司收入的主要来源，近年来上述两项收入合计占总收入的比重逐年上升，其中 2020 年占比分别为 17.52% 和 71.75%。

表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
地铁运营	39.81	43.58	36.49	9.16
铁路运营	8.52	6.85	4.08	1.29
资源开发	6.05	8.10	6.72	1.71
物业管理	4.17	3.39	1.88	0.93
市政设计等	6.94	4.07	5.58	0.93
站城一体化开发	45.19	140.30	149.43	3.32
其他	2.58	3.61	4.11	0.68
合计收入	113.26	209.90	208.28	18.02
占比	2018	2019	2020	2021.1~3
地铁运营	35.15	20.76	17.52	50.81
铁路运营	7.52	3.26	1.96	7.18
资源开发	5.34	3.86	3.22	9.49
物业开发	3.69	1.62	0.90	5.18
市政设计等	6.12	1.94	2.68	5.15
站城一体化开发	39.90	66.84	71.75	18.43
其他	2.28	1.72	1.97	3.77
合计占比	100.00	100.00	100.00	100.00

注：其他业务收入主要包括咨询服务收入、酒店业务收入、水电收入、代建管理费收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，但在建线路较多且投资规模较大，公司仍面临一定的资本支出压力

公司的轨道交通建设任务主要由子公司深铁建设负责。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。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 70%，二、三期项目资本金比例约为 50%，在建的深圳市

城市轨道交通第四期项目整体资本金比例约为40%~50%，均由深圳市财政承担。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，公司主要用作站城一体化开发项目，对地铁建设和运营亏损部分形成了有效补充。截至2021年3月末，公司共获得政府作价出资地块12块，土地作价共计439.58亿元。

已完工项目方面，截至2021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、6、7、8、9、10、11号线、5号线二期及9号线二期等总计约385公里、267个车站线路的建设任务，同步建成了4号线南段、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2021年3月末，公司在建地铁线路包括12号线、14号线、13号线和13号线二期(北延)等共17条(段)，线路长度合计236.26公里，总投资合计2,386.92亿元，应匹配资本金合计1,121.49亿元，资本金部分均由深圳市财政承担，资本金以外部分由公司自行筹措资金解决。截至2021年3月末，公司在建地铁线路已到位资本金567.04亿元，累计完成投资612.02亿元，未来尚需投入1,774.90亿元；同期末，公司暂无拟建项目。整体而言，公司在建项目资本金到位情况较为良好，但未来尚需投资金额较大，公司仍面临一定的资本支出压力。

表3：截至2021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	应匹配资本金	到位资本金
3号线四期	9.28	2020.08~2025.07	109.29	4.38	43.71	15.10
5号线（黄贝岭站后-大剧院段）	2.88	2019.08~2025.08	39.28	4.08	19.64	0.10
6号线支线	6.13	2018.01~2022.12	37.95	14.24	37.95	25.00
6号线支线二期	4.90	2020.12~2025.12	45.24	0.38	18.00	0.00
7号线二期	2.45	2020.12~2025.12	28.06	0.04	11.22	0.00
8号线二期	8.02	2019.08~2024.06	59.81	10.35	29.91	29.91
8号线三期	4.26	2021~2025	83.18	0.00	33.27	0.00
11号线二期	5.97	2020.08~2025.07	61.64	3.98	24.65	0.00
12号线	40.54	2018.01~2022.12	404.44	152.87	202.22	113.55
12号线二期（北延）	8.16	2020.12~2025.12	90.94	1.22	36.38	0.00
13号线	22.44	2018.01~2022.12	229.27	88.39	114.64	95.00
13号线二期（北延）	19.30	2020.08~2025.06	234.31	6.95	93.72	0.00
13号线二期（南延）	4.47	2020.12~2025.12	49.62	0.04	19.85	0.00
14号线	50.30	2018.01~2022.12	401.25	152.44	201.25	158.28
16号线	29.20	2018.01~2023.12	300.21	107.31	150.11	90.10
16号线二期	9.53	2020.12~2025.12	109.95	1.57	43.98	0.00
20号线一期	8.43	2016.08~2021.12	102.48	63.78	40.99	40.00
合计	236.26		2,386.92	612.02	1,121.49	567.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

地铁运营是公司的核心业务，随着运营线路的增加和客运量的增长，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；此外，公司还承担一定的铁路建设任务

公司地铁运营业务主要由子公司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。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，且2020年受新冠疫情影响，运营收入出现一定程度下滑。

运营线路方面，截至2021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号线等多条线路，其中，除4号线由港铁轨道交通（深圳）有限公司负责运营外，其余线路均由公司负责运营。截至2021年3月末，公司已开通地铁运营里程合计379.81公里，车站数

量合计 262 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 2021 年 3 月末，公司运营线路中 6 号线、8 号线一期、10 号线、2 号线三期和 3 号线南延尚处于试运营期。

表 4：截至 2021 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	2004.12.28	否
2 号线	新秀—赤湾	36.12	29	2010.12.28	否
2 号线三期	新秀—莲塘	3.78	3	2020.10.28	是
3 号线	益田—双龙	41.09	30	2010.12.28	否
3 号线南延	益田-福保	1.45	1	2020.10.28	是
5 号线	黄贝岭—前海湾	39.80	27	2011.06.28	否
5 号线二期	前海湾—赤湾	7.65	7	2019.09.28	否
6 号线	松岗-科学馆	49.40	27	2020.08.18	是
7 号线	太安—西丽湖	30.20	28	2016.10.28	否
8 号线一期	莲塘-盐田路	12.37	6	2020.10.28	是
9 号线	文锦—红树湾前	25.42	22	2016.10.28	否
9 号线二期	高新南—前湾	10.80	10	2019.12.08	否
10 号线	福田口岸-双拥街	29.31	24	2020.08.18	是
11 号线	福田—碧头	51.54	18	2016.06.28	否
合计	--	379.81	262	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

运营指标方面，2018~2019 年随着地铁开通线路的增多，公司客运总量和日均客运量均保持增长，2020 年新冠疫情期间公司地铁虽未停止运行，但出行人数的减少使得客运总量及日均客运量均较上年出现大幅下降。随着疫情逐步得到控制，公司客运量

呈回升态势。此外，近年来深圳地铁正点率均保持较高水平，同时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。

表 5：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司地铁线路运营情况（含试运营）

	2018	2019	2020	2021.1~3
客运总量（亿人次）	16.37	17.80	13.38	3.94
日均客运量（万人次）	448.50	487.79	365.53	438.04
最高日客运量（万人次）	569.67	635.04	705	645.73
正点率（%）	99.93	99.96	99.97	99.97
票务收入（亿元）	39.81	43.66	38.48	10.71

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，维持较高水平，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司地铁运营成本分别为 67.46 亿元、77.48 亿元、77.48 亿元和 19.14 亿元，公司票务收入无法覆盖运营成

本，且深圳市政府对公司不进行地铁运营补贴，公司主要依靠站城一体化开发及资源开发等多种经营方式实现盈亏平衡。

公司代表政府参与铁路建设、经营和管理工作，但铁路运营成本较高，盈利性很弱，且公司在建和拟建项目未来资金支出压力较大

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 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。近年来公司铁路运营收入持续下降，且毛利率为负，铁路运营成本较高，盈利水平很弱。

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，深茂铁路深江段项目预计总投资 513.1 亿元，其中深圳段出资 213.7 亿元，资金由深圳市财政承担。由于深茂铁路全线初步设计至今未获得批复，全线未能如期开工建设，截至 2021 年 3 月末公司尚未支付投资金额。

此外，截至 2021 年 3 月末，深铁投在建和拟建五条线六个项目，包括穗莞深城际南延（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、深汕铁路，上述项目预计总投资 1,931.63 亿元，已投资 12.39 亿元。其中穗莞深城际南延（机场至前海段）于 2020 年 6 月 29 日开工，总投资 113.17 亿元，深圳市财政及公司各出资 50%，而其余项目暂未明确出资比例。

表 6：截至 2021 年 3 月末公司在建及拟建铁路情况（公里、亿元）

项目	建设长度	建设期间	总投资	已投资
穗莞深城际南延（机场至前海段）	15.2	2020~2024	113.17	5.15
穗莞深城际前海至皇岗段	23.42	2021~2025	146.30	0.72
深大城际	86.2	2021~2025	509.04	1.69
龙岗-大鹏支线	40.1	2021~2025	233.75	0.87
深惠城际	137.3	2021~2025	444.27	2.26
深汕铁路	129.4	2021~2025	485.10	1.70
合计	431.62	-	1,931.63	12.39

注：深大城际线路全长 86.2 公里，近期建设 T4 至聚龙段长约 69.3 公里。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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衍生业务，对公司的营业收入形成一定补充

公司资源开发业务由全资子公司深铁商业负责经营。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，相关收入主要包括商业地产租赁如写字楼、购物中心、零星商业租赁收入，车站附属商业资源收入如银行场地、地铁站厅商铺租赁、区间物业租赁、自助服务设施租赁等，传媒文化收入如站内及列车媒体广告收入、导向标识及语音广告等，通信资源收入如移动通信设备租赁收入等。

公司资源开发业务盈利性较好，近年来毛利率水平均在 60% 以上。截至 2021 年 3 月末，深铁商业目前拥有 20 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 16 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 21 个项目，开发面积约 21 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 4 个项目，运营面积共 22 万平方米。深铁商业还持有 9 条地铁线路、220 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 511 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。此外，深铁商业正在建立会议型、商务型、经济型等酒店产品线，已注册君熙、君璞两大自有酒店品牌，截至 2021 年 3 月末，经营面积 5.8 万平方米，共 506 间客房。

公司物业管理业务由全资子公司深铁物业承担，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，是深圳市住房和城乡建设局工程建设标准化试点企业（物业管理类）。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；同时承担了运营地铁线路车站及相关地下商业空间物业管理服务；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。截至 2021 年 3 月末，物业管理面积已达 1,288 万平方米。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司物业管理板块收入为 4.17 亿元、3.39 亿元、1.88 亿元和 0.93 亿元，收入逐年下降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，合并口径进行抵消所致。

公司市政设计业务主要由子公司市政设计院负责，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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司市政设计板块分别实现收入 6.94 亿元、

4.07 亿元、5.58 亿元和 0.93 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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，市政设计院分别取得设计合同 1,314 份、1,134 份、845 份和 175 份，同期合同总金额分别为 10.80 亿元、17.72 亿元、12.42 亿元和 1.71 亿元。

站城一体化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，但公司在建项目较多，存在一定的资金支出压力，且该项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

公司委托深铁置业负责站城一体化开发项目的全过程开发建设管理，对于重点项目和合作开发项目，公司设立了项目公司负责具体项目的开发建设经营管理，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”，公司参股比例 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%），上述项目公司均由深铁置业管理。

站城一体化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，通过利用地铁上盖空间再造土地资源，以地铁上盖及沿线物业的升值效益反哺轨道建设及地铁运营业务。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

要系项目达到验收等条件项目较多，加快了项目结转节奏所致；2020年公司亦保持较快的销售节奏，收入较上年基本持平。

表 7：公司站城一体化开发业务经营主体及开发资质情况

序号	公司主体	开发资质等级
1	深圳市地铁集团有限公司	二级
2	深圳市朗通房地产开发有限公司	四级
3	深圳地铁前海国际发展有限公司	暂定
4	深圳地铁置业集团有限公司	暂定
5	深圳地铁诺德投资发展有限公司	无
6	深圳地铁万科投资发展有限公司	无

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务模式上，目前公司站城一体化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以及自行招拍挂。

从整体建设及销售情况来看，公司的站城一体化开发业务项目均在深圳市，大部分为集住宅、商业、公寓、写字楼、酒店等多种业态于一体的城市综合体。受房地产调控政策及建设进度影响，公司项目开发及竣工情况波动较大，2018~2020年及

2021年1~3月公司新开工面积分别为51.11万平方米、0万平方米、158.13万平方米和26.61万平方米；同期竣工面积分别为58.66万平方米、39.85万平方米、93.94万平方米和0万平方米。而近年来公司物业销售情况较好，销售面积及销售额保持持续增长态势。

表 8：公司站城一体化开发业务整体建设及销售情况（亿元、万平方米）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1~3月
站城一体化开发完成投资	118.31	106.52	141.70	8.80
新开工面积	51.11	0	158.13	26.61
竣工面积	58.66	39.85	93.94	0
合约销售面积	20.02	21.30	29.76	14.54
实际销售额	130.00	135.05	171.06	116.95

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152.38万平方米，除了部分自持项目，其余项目销售进度较好，在91%~100%之间；项目回款进度在98%~100%之间，回款情况良好。

表 9：2018~2020年及2021年1~3月公司主要已完工站城一体化开发项目情况（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	919,321	98%	98%
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	730,924	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	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	624,443	100%	100%
地铁金融科技大厦	深圳市地铁集团有限公司	办公	深圳市南山区	233,900	97,800	自持	自持	自持
深铁置业大厦	深圳市地铁集团有限公司	办公	深圳市福田区	395,139	115,800	自持	自持	自持
汇隆商务中心	深圳市地铁集团有限公司	办公/商业	深圳市龙华区	325,389	142,400	749,408	91%	100%
合计	-	-	-	2,226,538	1,523,764	3,894,208	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司站城一体化开发业务在建项目包括深湾汇云中心、前海枢纽站城一体化、安托山停车场站城一体化及汇德大厦等，以商业综合体项目为主，在建项目规划建筑面积合计为

398.53 万平方米，计划总投资合计为 1,127.32 亿元，截至 2021 年 3 月末，累计投资金额约为 623.11 亿元，未来仍有 504.21 亿元的资金需求。

表 10：截至 2021 年 3 月末公司在建站城一体化开发项目情况（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		
								2021.4~12	2022	2023
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	110.05	2.32	1.82	0.91
前海枢纽站城一体化	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	179.08	7.22	13.28	19.68
安托山停车场站城一体化	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	2017.4-2021.4	741,356.00	176.00	105.15	10.24	13.64	13.24
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	32.59	0.00	0.00	0.00
深铁阅山境	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	28.61	4.88	0.90	0.00
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	66.86	15.33	16.31	21.52
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	35.84	2.46	0.00	0.00
深铁瑞城	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	深圳市宝安区	2020.12-2025.6	454,330.00	127.77	64.93	6.70	8.20	10.60
合计	-	-	-	-	3,985,260.59	1,127.32	623.11	49.15	54.15	65.95

注：1、深铁阅山境原名为南翠华府；2、表格中部分项目的未来投资计划为 0，但是依然列入在建项目，系竣工决算等手续尚未完成。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司拟建项目主要包括松岗项目、龙胜项目、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 156.82 公顷，计容建筑面积共 486.54 万平方米。

表 11：截至 2021 年 3 月末公司拟建站城一体化项目情况

项目名称	项目类型	规划用地面积（公顷）	计容建筑面积（万平方米）
松岗项目	居住	29.76	45.14
龙胜项目	居住	11.05	31.07
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	-	156.82	486.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地储备方面，截至 2021 年 3 月末，公司已获得政府作价出资地块 12 块，土地作价共计 439.58 亿元，目前以上地块均处于在建或已完工状态，其中已完工面积 93.94 万平方米，在建面积 403.17 万平方米。此外，公司通过招拍挂方式获取深圳市光明区 A608-0173 宗地和深圳市龙华区 A832-0861 宗地，A608-0173 宗地占地面积 18.85 万平方米，总价 62.56 亿元，已用于深铁瑞城项目，项目进入开发阶段；A832-0861 宗地拟用于龙胜项目，占地面积 11.05 万平方米，总价 66.53 亿元已缴纳完毕并已取得土地权证。

战略规划及管理

公司未来以深圳为主阵地，大湾区为新疆域，构建以轨道建设、运营、站城一体化和数智科技为主的业务发展格局

“十四五”期间，公司将坚持“安全为先、价值为纲、创新驱动、开放合作、持续升级”五大战略原则，坚持以服务乘客高品质出行体验和城市高质量发展为根本目的的“双需求导向”、以社会价值和经济价值最大化为衡量标准的“双价值驱动”、以全面数智化转型和科技创新应用，再造业务体系和管理能力为主的“数字赋能”、以区域性国资国企综合改革驱动中国特色现代企业制度的不断完善为主的“公司治理现代化”为四大战略方向，力争“十四五”期末在建设、运营、站城一体化、数智科技四个方面达到国际一流水准。

为实现战略目标，公司制定了“1+6+6+6”的工作安排，其中六项战略性任务分别为，践行“三铁”融合发展思路，积极参与大湾区骨干轨道线网的规划布局优化、高质量建设和一体运营，线网的规划布局优化、高质量建设和一体运营，强化深圳外向型轨道交通网络辐射半径和通勤效率，扩展大湾区“一小时通勤网”；以城市发展为导向，打通利用轨道和土地资源获取高价值站城一体经营回报的通道，以国际化综合交通枢纽为重点，打造站城一体化标杆；践行以乘客为中心的发展思想，利用数智科技重构运营体系；以“智能建造”和“价值导向设计”为牵引，构建轨道建设环节的精细化管理能力；跨界融合打造多元化城市出行体验，创建融合智慧科技、新型消费和经济的新商业模式，创新各类地上地下持有型物业经营策略，创设多样化酒店经营模式与智慧化广告体系，品牌化构建“轨道+”商圈生态；建立集团“战略+运营”管控模式，强化总部职能，完善业务职能，夯实全生命周期资产管理和价值导向的业绩考核体系，充分促进各子公司间的协同共创。

公司法人治理结构完善，各项制度健全

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。董事会由九名成员组成，其中包括外部董事六名（含一名由财务总监兼任的外部董事），内部董事三名（含一名职工董事），董事会设董事长一名。董事每届任期三年，董事任期届满，经聘任可以连任。监事会由五名监事组成，其中三名监事由深圳市国资委委派，两名监事由职工代表出任。监事每届任期三年，监事任期届满，可以连委（选）连任。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，经深圳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，由深圳市国资委委派。财务总监对深圳市国资委负责并报告工作。

此外，公司制定了一系列规章制度，包括董事会议事规则、资金管理、理财投资管理、内控管理、对外担保以及全面风险管理办法等，公司各项制度相对健全，保障了公司的平稳运营。

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2018~2020年度审计报告以及未经审计的2021年一季度财务报表，其中2018年数据采用2019年审计报告追溯调整的期初数，2019年~2020年及2021年一季度数据采用各期财务报表的期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

盈利能力

受新冠疫情影响，公司营业收入于2020年小幅下降，但站城一体化开发收入占比的提升推动整体营业毛利率保持增长；地铁公益属性及公司营业成本的增加使得公司经营性业务亏损，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

公司作为深圳市轨道交通建设及运营的综合

性公司，业务涵盖地铁运营、站城一体化开发、资源开发、市政设计等，收入来源较为多元化。其中2019年受益于站城一体化开发项目结转较多，公司营业总收入大幅增长。2020年公司收入较上年小幅下降，主要系受新冠疫情影响，地铁运营收入明显减少所致。2021年1~3月，公司实现营业总收入18.02亿元，较上年同期增长8.67亿元。

毛利率方面，受业务属性影响，公司地铁及铁路运营业务仍处于亏损状态，且随着运营成本的上升加之新冠疫情对运营收入造成的不利影响，运营毛利率呈逐年下降趋势。但公司站城一体化开发及资源开发业务毛利率持续保持较高水平，2019年开发项目结转收入规模较大推动公司当年毛利率大幅增长至31.90%，随着其占公司营业总收入比重的不断上升，公司整体毛利率水平亦保持增长趋势。2021年1~3月，公司营业毛利率为-32.45%，主要系站城一体化项目尚未进行大规模收入确认所致。

表 12：近年来公司主要板块毛利率(%)

毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
地铁运营	-69.45	-77.82	-112.34	-109.09
铁路运营	-4.35	-7.65	-14.31	-1.65
资源开发	87.46	76.54	64.09	66.14
物业管理	18.20	4.60	2.49	10.78
市政设计等	26.03	33.51	27.70	38.85
站城一体化开发	66.08	65.73	72.02	78.55
其他	16.66	40.11	39.39	-5.92
综合	8.94	31.90	35.32	-32.45

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用以财务费用和管理费用为主，有息债务的累积且大部分利息支出费用化使得公司财务费用保持较大规模，职工薪酬等管理费用的增加推动公司期间费用保持小幅增长，但期间费用率受收入规模影响波动较大。整体来看，近年来公司期间费用对利润造成一定侵蚀，费用管控能力有待提升。

地铁运营的公益性加之公司营业税金、期间费用对经营利润的影响，公司经营性业务利润主要为负，2018~2020年及2021年1~3月，公司分别实现经营性业务利润-32.09亿元、1.24亿元、-4.69亿元

和-16.78亿元，其中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站城一体化开发项目贡献较大的利润空间，弥补了地铁运营业务的亏损所致。公司经营性业务虽整体盈利能力不强，但持股万科股份27.91%股权每年均能贡献较为可观的投资收益，其中2018~2020年及2021年1~3月，公司分别实现投资收益103.72亿元、117.25亿元、116.54亿元和3.64亿元，成为利润总额的主要来源。

2018~2020年，公司EBITDA分别为128.36亿元、175.57亿元和168.67亿元，受利润总额影响有所波动，公司EBITDA利润率虽呈下降趋势，但整体来看仍维持较高水平。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	35.99	36.29	37.54	9.83
营业总收入	113.26	209.90	208.28	18.02
期间费用率(%)	31.77	17.29	18.02	54.52
经营性业务利润	-32.09	1.24	-4.69	-16.78
投资收益	103.72	117.25	116.54	3.64
利润总额	71.22	116.89	111.50	-13.22
EBITDA	128.36	175.57	168.67	-
EBITDA 利润率(%)	113.33	83.64	80.98	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司总资产规模保持增长，资产以轨道相关及站城一体化项目投入为主，整体流动性较弱；净融资规模的扩大推动公司债务规模持续攀升，但政府的资本投入和利润的积累使得公司的财务杠杆维持较低水平

随着公司业务不断发展，公司资产总额整体呈现增长趋势，且以非流动资产为主，近年来公司的非流动资产占总资产的比重均在70%以上。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。其中长期股权投资主要系公司持有万科股份的股权，截至2021年3月末，公司持有万科股份3,242,810,791股股权，按2021年3月末前60个交易日收盘均价计算，总市值合计982.49亿元，近年来随着权益法下确认的投

资损益的增加长期股权投资保持增长。公司固定资产主要是地铁车站区间和自用办公楼等房屋及建筑物、交通运输设备、电气设备、电子通信信号设备以及通用设备、专用设备，占公司总资产的比重保持在 30% 以上，是公司资产的最主要组成部分，规模随着在建线路工程的完工转入和购置增加逐步扩大，但截至 2021 年 3 月末，公司尚未办妥产权证的固定资产规模有 2.69 亿元，占期末固定资产的比重为 0.18%。而公司在建工程主要系线路工程和枢纽专项代建工程，随着建设任务的推进规模快速增长，截至 2021 年 3 月末公司在建工程账面价值 1,274.01 亿元，较上年同期增长 35.59%。公司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（以下简称“广深港客运”）、广东珠三角城际轨道交通有限公司（以下简称“广东珠三角城际”）和赣深铁路（广东）有限公司（以下简称“赣深铁路”）的投资款和预付地铁建设工程的项目款，截至 2021 年 3 月末，公司预付的投资款合计 73.55 亿元，其中公司投资广深港客运 43.53 亿元，股权由广东省铁路建设投资集团有限公司代持，而投资广东珠三角城际和赣深铁路的持股方式尚未明确且未签订股东协议。

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 2021 年 3 月末，公司账面货币资金 228.04 亿元，较为充裕，其中受限金额为 0.10 亿元，占比较小。公司其他应收款主要构成为应收万科股份的项目预计利润划拨款、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，账龄以 2~3 年为主，截至 2021 年 3 月末，上述事项在其他应收款的占比分别为 69.18%、17.75% 和 10.18%。公司将在建及拟出售的站城一体化开发项目计入存货，受完工项目销售结转及在建项目持续投入进度影响，存货账面价值呈波动态势。近年来公司其他流动资产波动幅度较大，其中 2019 年末同比下降较大主要系公司收回理财产品 210 亿元所致；2020 年末同比增加 17.50 亿元主要系子公司深铁置业与佛

山市万科置业有限公司合资成立项目公司佛山市南海区万铁房地产开发有限公司，向其提供股东借款所致。同时，公司业务属性使得未抵扣进项税保持较大规模，系其他流动资产的主要构成。

表 14：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	125.04	121.08	147.69	228.04
其他应收款	73.72	88.18	85.45	85.62
存货	535.58	504.73	598.87	606.25
其他流动资产	282.10	86.90	104.40	99.69
长期股权投资	786.62	887.72	998.44	1,003.43
固定资产	1,239.75	1,436.70	1,538.92	1,531.16
在建工程	746.04	922.69	1,232.47	1,274.01
其他非流动资产	61.58	84.62	87.34	107.71
总资产	3,919.76	4,227.90	4,926.64	5,069.42

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

持续的对外融资需求推动公司负债总额不断扩张，地铁建设周期较长使得公司负债以非流动负债为主，截至 2021 年 3 月末，公司非流动负债合计 1,300.03 亿元，占负债总额的比重为 61.72%，长期借款、应付债券和长期应付款是其主要构成。公司长期借款主要系信用借款，2020 年起公司大量进行公开市场融资用于地铁项目建设和偿债等需求，推动应付债券账面价值大幅上升，截至 2021 年 3 月末，上述两项占非流动负债的比重达 74.58%。此外，公司长期应付款主要系专项应付款，其中 2019 年末同比下降 29.20% 主要系部分项目如深圳北站枢纽、福田、布吉枢纽的产权确定为公司以及 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；2020 年深圳市财政局拨付深圳深轨道交通四期专项债资金 44.50 亿元以及深茂铁路深江端项目政府专项债资金 10.00 亿元至公司，推动期末长期应付款增长至 307.59 亿元。

公司流动负债主要由应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。公司应付账款主要系应付工程款和质保金，截至 2021 年 3 月末合计 230.41 亿元，主要系应付中国中铁股份有限公司、中国电力建设股份有限公司等国有企业款项，账龄多在 2 年以内。预收款项主要系预收房

款，随着项目的预售及达到收入确认条件而有所波动。截至 2021 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债合计 214.23 亿元，较上年末大幅增加 130.76 亿元，推动公司短期债务大幅上升。此外，公司亦通过滚动发行超短融产品来满足资金需求，截至 2020 年末，公司其他流动负债合计 166.33 亿元，含存续超短融产品 80 亿元，以及从应交税费科目重分类至该科目的预提房地产业务土地增值税 85.83 亿元；截至 2021 年 3 月末，公司其他流动负债为 163.89 亿元。

近年来随着股东的资本投入及未分配利润的累积，公司所有者权益总额保持增长，资本实力得以不断夯实，其中 2019 年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同比增加 243.94 亿元；2020 年公司收到财政拨款及土地作价出资等使得资本公积同比增长 124.54 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益合计 2,962.96 亿元，较上年末减少 10.61 亿元主要是利润分配所致。

筹资力度的加大使得公司有息债务规模增长较快，截至 2021 年 3 月末，公司有息债务攀升至 1,391.65 亿元，占负债总额的比重为 66.07%。同期末，公司资产负债率和总资本化比率也增长至 41.55% 和 31.96%。此外，受一年内到期的债务大幅增加影响，截至 2021 年 3 月末，公司短期债务/总债务上升至 0.23 倍，但整体来看，债务结构仍匹配公司项目建设周期特征，相对合理。

表 15：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
应付账款	164.05	230.01	292.15	230.41
预收款项	248.01	171.83	65.20	121.46
一年内到期的非流动负债	80.32	77.48	83.48	214.23
其他流动负债	30.00	80.00	166.33	163.89
长期借款	457.95	501.43	562.10	523.15
应付债券	45.32	40.43	383.46	446.47
长期应付款	358.79	254.02	307.59	307.59
总负债	1,531.67	1,489.42	1,953.08	2,106.46
总债务	686.07	773.27	1,226.83	1,391.65
短期债务/总债务 (X)	0.23	0.23	0.14	0.23
资产负债率 (%)	39.08	35.23	39.64	41.55

总资本化比率 (%)	22.32	22.02	29.21	31.96
资本公积	1,853.38	2,097.31	2,221.86	2,221.86
未分配利润	71.31	165.00	244.40	230.67
所有者权益	2,388.09	2,738.48	2,973.57	2,962.96

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

近年来公司经营活动净现金流波动较大，对债务本金覆盖能力一般；公司投资活动呈现持续净流出状态，但对外融资渠道畅通，能为公司经营和投资活动提供充沛的现金流；公司债务期限结构合理，整体偿债能力极强

公司地铁票费收入和站城一体化开发项目销售收入是经营活动现金流的主要来源，近年来，经营活动净现金流波动较大，其中 2019 年公司收回大量理财产品并将相关现金流计入收到其他与经营活动有关的现金，推动当期经营活动净现金流大幅增长；2020 年公司地铁票务收入的减少使得现金流入减少，而当年公司通过招拍挂取得两宗地块使得当期现金流出增加，推动经营活动净现金流转负。公司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现金流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突出的地位，公司外部融资环境优良，融资渠道畅通，使得公司筹资活动现金流保持快速增长，其中 2020 年筹资活动净现金流为 525.95 亿元，较上年大幅增长 395.54 亿元，推动当期末公司总债务迅速攀升。

公司经营活动净现金流的波动性以及债务规模的持续攀升使其对债务的覆盖能力一般，其中 2018~2019 年公司经营活动净现金流均可覆盖债务利息，但 2020 年净现金流转负已无法对利息形成覆盖。公司 EBITDA 每年均能有效覆盖利息支出，但 2020 年 EBITDA 的小幅下滑使得其对债务本息的覆盖能力均有所减弱。

由于公司债务结构相对合理且利润总额保持较大规模，近年来 EBITDA 对短期债务的覆盖能力

整体维持较好水平。近年来公司加大筹资力度推动账面货币资金余额增长，但短期债务规模的变动使得短期偿债指标亦有所波动，截至 2021 年 3 月末，公司货币资金/短期债务为 0.72 倍，较上年末有所下降，短期偿债压力有所增加。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	158.62	180.48	176.78	317.53
长期债务	527.45	592.79	1,050.05	1,074.11
总债务	686.07	773.27	1,226.83	1,391.65
经营活动净现金流	53.94	213.20	-106.57	49.96
投资活动净现金流	-196.17	-347.91	-392.55	-124.06
筹资活动净现金流	90.05	130.41	525.95	154.54
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.08	0.28	-0.09	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	1.70	7.01	-2.65	4.43
总债务/EBITDA (X)	5.35	4.40	7.27	-
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	4.04	5.77	4.20	-
货币资金/短期债务 (X)	0.79	0.67	0.84	0.72

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备用流动性支持，对外担保的代偿风险低，受限资产比例低

债务到期分布方面，公司 2021 年 4~12 月、2022 年、2023 年、2024 年及以后到期的债务分别为 164.75 亿元、294.32 亿元、342.59 亿元和 589.99 亿元，公司 2022 年及以后的债务到期规模相对较大。

表 17：截至 2021 年 3 月末公司债务到期情况

到期时间	2021.4-12	2022	2023	2024 及以后
到期金额（亿元）	164.75	294.32	342.59	589.99

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

对外担保方面，截至 2021 年 3 月末，公司为商品房承购人向银行提供按揭贷款担保余额为 50.26 亿元，占期末净资产的比重为 1.70%。

银行授信方面，公司与各大金融机构保持了良好的合作关系，截至 2021 年 3 月末，公司获取的银行授信合计 3,276.25 亿元，尚未使用的授信余额为 2,476.04 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值

合计为 1,169.03 万元，其中受限的履约保证金和冻结资金 1,048.05 万元，用作抵押的固定资产 120.98 万元。

此外，截至 2021 年 3 月末，公司存在几起单个涉案金额超过 1,000 万元的未决诉讼及仲裁事项，主要系因资源开发、工程建设过程中与客户、分包商、供应商等之间的未决纠纷、诉讼或索赔，标的金额合计约 4.32 亿元，占期末净资产的比重为 0.15%，中诚信国际将持续关注事项进展并评估其对公司经营产生的影响。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 5 月 18 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，同时对地铁上盖空间进行开发销售，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 2021 年 3 月末，公司已获得政府作价出资地块 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站城一体化开发，以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 70%，二、三期项目资本金比例约为 50%，四期项目资本金比例约为 40%~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。

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，中诚信国际评定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；评定“2021 年第三期深圳市地铁集团有限公司公司债券（品种一）”的债项信用等级为 **AAA**，“2021 年第三期深圳市地铁集团有限公司公司债券（品种二）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于 2021 年第三期深圳市地铁集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

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，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等要素，以对本次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，本公司将于本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

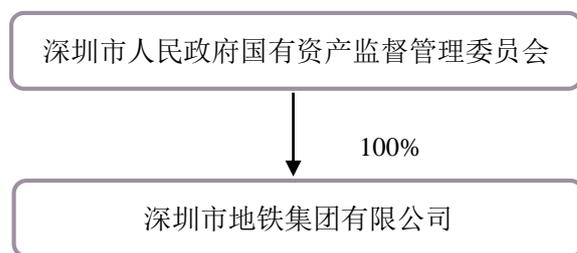
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

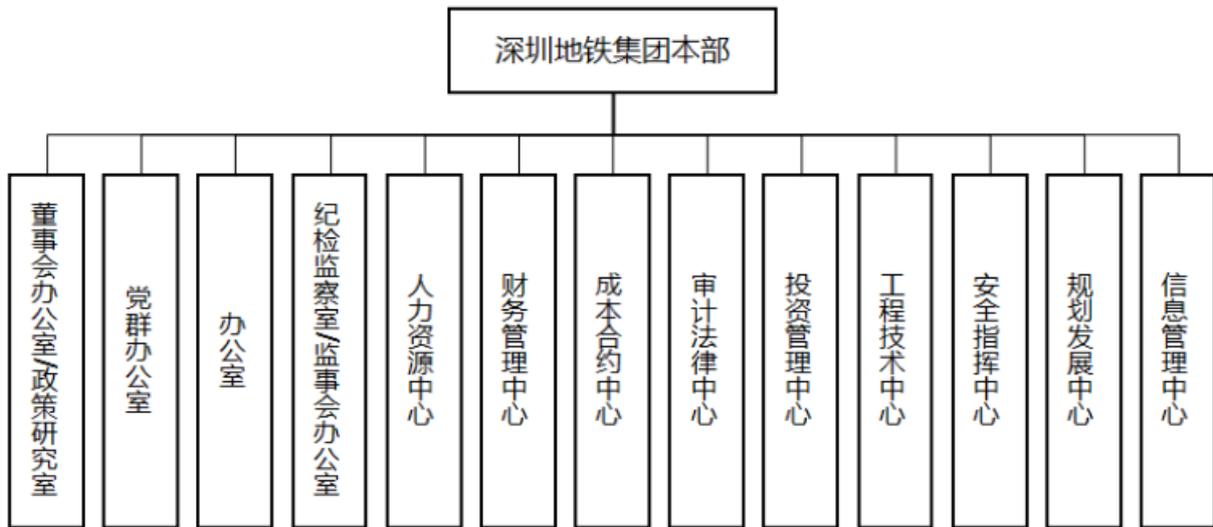
2021 年 08 月 04 日

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 2021 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
深圳市深铁罗宝鹏腾管理有限公司	深圳市	深圳市	轨道交通	100
深圳市深铁罗宝鹏兴管理有限公司	深圳市	深圳市	轨道交通	100
深圳市深铁罗宝鹏达管理有限公司	深圳市	深圳市	轨道交通	100
深圳市深铁罗宝鹏拓管理有限公司	深圳市	深圳市	轨道交通	100
深圳市十二号线轨道交通有限公司	深圳市	深圳市	轨道交通	51
深圳市建材交易集团有限公司	深圳市	深圳市	批发	100
深圳地铁时刻网络传媒有限公司	深圳市	深圳市	广告媒体	55

² 其系深圳地铁全部出资开办的事业单位



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,250,354.22	1,210,779.40	1,476,850.85	2,280,364.75
应收账款	94,422.10	74,659.85	110,961.19	117,131.16
其他应收款	737,193.34	881,763.08	854,451.37	856,164.42
存货	5,355,849.36	5,047,345.26	5,988,732.71	6,062,511.39
长期投资	7,943,338.85	9,109,056.31	10,286,265.84	10,336,178.39
在建工程	7,460,443.55	9,226,865.30	12,324,742.73	12,740,126.99
无形资产	189,538.11	187,656.57	194,751.36	194,904.28
总资产	39,197,584.12	42,279,009.94	49,266,422.52	50,694,197.04
其他应付款	311,941.24	265,960.23	391,716.65	463,638.18
短期债务	1,586,166.39	1,804,767.25	1,767,750.97	3,175,345.57
长期债务	5,274,523.57	5,927,910.32	10,500,546.12	10,741,122.10
总债务	6,860,689.96	7,732,677.56	12,268,297.09	13,916,467.68
总负债	15,316,729.13	14,894,236.27	19,530,762.04	21,064,591.38
费用化利息支出	297,868.82	274,015.90	267,035.33	76,335.55
资本化利息支出	20,200.00	30,219.54	134,594.71	36,395.40
实收资本	4,407,136.00	4,407,136.00	4,594,316.00	4,594,316.00
少数股东权益	178,814.48	164,597.53	163,603.54	195,339.37
所有者权益合计	23,880,854.99	27,384,773.67	29,735,660.48	29,629,605.67
营业总收入	1,132,553.82	2,099,000.50	2,082,809.85	180,197.40
经营性业务利润	-320,905.02	12,385.86	-46,899.00	-167,793.55
投资收益	1,037,204.74	1,172,504.20	1,165,414.42	36,358.12
净利润	711,458.12	1,166,741.11	1,110,228.60	-132,811.72
EBIT	1,010,025.67	1,442,903.75	1,382,063.93	-55,817.94
EBITDA	1,283,552.97	1,755,703.20	1,686,657.77	-
销售商品、提供劳务收到的现金	1,701,888.72	1,413,543.77	1,065,748.17	790,517.12
收到其他与经营活动有关的现金	322,447.06	2,317,739.80	227,455.06	182,332.61
购买商品、接受劳务支付的现金	589,381.82	505,469.67	1,926,242.66	203,938.59
支付其他与经营活动有关的现金	415,467.30	414,389.66	124,935.19	44,947.43
吸收投资收到的现金	1,433,800.00	1,143,400.00	1,749,993.44	36,823.19
资本支出	2,244,074.32	3,609,444.55	3,908,768.62	1,230,724.47
经营活动产生现金净流量	539,421.54	2,131,964.05	-1,065,724.90	499,608.97
投资活动产生现金净流量	-1,961,749.88	-3,479,082.61	-3,925,491.43	-1,240,637.93
筹资活动产生现金净流量	900,520.85	1,304,143.16	5,259,493.94	1,545,394.16
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率（%）	8.94	31.90	35.32	-32.45
期间费用率（%）	31.77	17.29	18.02	54.52
应收类款项/总资产（%）	2.12	2.26	1.96	1.92
收现比（X）	1.50	0.67	0.51	4.39
总资产收益率（%）	2.66	3.54	3.02	-
资产负债率（%）	39.08	35.23	39.64	41.55
总资本化比率（%）	22.32	22.02	29.21	31.96
短期债务/总债务（X）	0.23	0.23	0.14	0.23
FFO/总债务（X）	0.04	0.08	0.04	-
FFO 利息倍数（X）	0.78	1.95	1.30	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	1.70	7.01	-2.65	4.43
总债务/EBITDA（X）	5.35	4.40	7.27	-
EBITDA/短期债务（X）	0.81	0.97	0.95	-
货币资金/短期债务（X）	0.79	0.67	0.84	0.72
EBITDA 利息倍数（X）	4.04	5.77	4.20	-

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。其中，2018 年数据系采用 2019 年审计报告追溯调整的期初数，2019 年~2020 年及 2021 年一季度数据采用各期财务报表的期末数；2、中诚信国际分析时，将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；3、公司未提供 2021 年一季度现金流量补充资料，故相关计算指标失效。

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。