

2021 年第一期西安市轨道交通集团有限公司 绿色债券信用评级报告

项目负责人：李春辉 chhli@ccxi.com.cn

项目组成员：徐 杭 hxu@ccxi.com.cn

陈 涛 tchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 09 月 30 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 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。
- 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 [2020]1687D 号

西安市轨道交通集团有限公司：

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 年第一期西安市轨道交通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

二零二一年九月三十日

发行要素

发行人	本次规模	发行期限	偿还方式	发行目的
西安市轨道交通集团有限公司	10 亿元	5 年	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	5 亿元用于西安市地铁 15 号线一期工程项目建设，5 亿元用于补充营运资金

评级观点：中诚信国际评定西安市轨道交通集团有限公司（以下简称“西安轨道”或“公司”或“发行人”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2021 年第一期西安市轨道交通集团有限公司绿色债券”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了西安市经济实力稳步增强、公司地位突出并持续获得有力的外部支持、业务可持续性较强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司债务增长较快且面临较大的资本支出压力、地铁运营亏损且利润较为依赖财政补贴和新冠肺炎疫情对公司地铁运营收入产生一定冲击等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

西安轨道（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	785.32	914.73	1,180.18	1,175.91
所有者权益合计（亿元）	441.71	482.89	571.22	565.24
总负债（亿元）	343.61	431.84	608.96	610.66
总债务（亿元）	273.35	358.47	542.91	545.00
营业总收入（亿元）	18.57	22.50	17.72	5.32
经营性业务利润（亿元）	0.46	1.60	5.02	-6.19
净利润（亿元）	0.26	0.39	4.95	-5.81
EBITDA（亿元）	13.39	11.46	17.02	--
经营活动净现金流（亿元）	20.14	20.16	31.43	-6.82
收现比(X)	1.18	1.11	1.09	1.04
营业毛利率(%)	23.44	7.96	-22.43	-41.84
应收类款项/总资产(%)	0.83	0.67	0.34	0.76
资产负债率(%)	43.75	47.21	51.60	51.93
总资本化比率(%)	38.23	42.61	48.73	49.09
总债务/EBITDA(X)	20.41	31.29	31.90	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.64	0.76	0.82	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料，故相关财务指标失效。

正面

■ **西安市经济实力稳步增强。**2018~2020 年，西安市分别实现地区生产总值 8,349.86 亿元、9,321.19 亿元和 10,020.39 亿元，同比分别增长 8.2%、7.0%和 5.2%，稳步增强的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **公司地位突出，持续获得有力的外部支持。**作为西安市最重

同行业比较

2020 年部分轨道交通企业主要指标对比表

公司名称	通车里程（公里）	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	总债务（亿元）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
西安轨道	239.0	1,180.18	571.22	51.60	542.91	17.72	4.95	31.43
南京地铁	176.8	2,188.28	744.54	65.98	1,314.90	22.00	3.00	-1.76
长沙轨道	139.3	1,612.07	670.19	58.43	785.86	37.56	0.69	0.44

注：“南京地铁”为“南京地铁集团有限公司”简称；“长沙轨道”为“长沙市轨道交通集团有限公司”简称。

资料来源：通车里程数据来自《城市轨道交通 2020 年度统计和分析报告》，中诚信国际整理

要的轨道交通建设和运营主体，公司地位突出，近年来持续获得西安市政府在政策、资金等方面的有力支持。

■ **业务可持续性较强。**截至 2020 年末，公司轨道建设项目较为充足；未来随着轨道线路不断投入运营，公司轨道运营线路将持续增加；除轨道交通建设和运营外，公司在地铁沿线开展了资源开发业务，整体来看，公司业务具有较强的可持续性。

关注

■ **公司债务增长较快且面临较大的资本支出压力。**随着西安市轨道线路建设的推进，近年来公司债务规模增长较快；截至 2020 年末，公司轨道交通在建及拟建项目总投资规模约为 2,699.26 亿元，尚需投资 2,475.73 亿元，存在较大的资本支出压力。

■ **地铁运营亏损，利润较为依赖财政补贴。**公司地铁运营对财政补贴的依赖程度较高，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别获得财政补贴 10.30 亿元、12.50 亿元、22.25 亿元和 1.01 亿元。

■ **新冠肺炎疫情对公司地铁运营收入产生一定冲击。**受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）影响，2020 年公司地铁运营收入同比下降 24.70%，疫情给公司地铁运营收入带来一定冲击。

评级展望

中诚信国际认为，西安市轨道交通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。**公司核心业务剥离及整体地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；公司资产大规模划出，偿债压力大幅增加，财务指标明显恶化，面临较大流动性压力等。

发行人概况

公司前身为西安市地下铁道有限责任公司，于2005年11月成立，初始注册资本0.50亿元人民币，为国有独资企业。2010年5月，西安市人民政府货币增资24.55亿元，公司注册资本变更为25.05亿元。2019年3月，因公司业务发展的需要，公司名称由“西安市地下铁道有限责任公司”变更为现名。2021年7月，公司唯一股东由西安市人民政府变更为西安市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“西安市国资委”）。截至本报告出具时，公司注册资本和实收资本均为25.05亿元，西安市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

公司是西安市最重要的地铁建设和运营主体，负责西安市轨道交通项目投资、建设及运营等工作，具有区域垄断优势，此外公司在西安市地铁沿线开展了资源开发业务。

表 1：公司主要子公司

全称	简称	持股比例 (%)
西安市地铁资源开发有限公司	地铁开发	100.00
西安轨道交通投资发展有限责任公司	轨道投资	100.00
西安地铁电视传媒有限公司	地铁传媒	51.00

注：2021年8月，公司对西安地铁电视传媒有限公司的持股比例增至63%。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本次绿色企业债券注册总额不超过45亿元（含45亿元），本期拟首期发行10亿元、发行期限为5年。本期债券采用固定利率形式，单利按年付息，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。

本期债券募集资金中5亿元用于西安市地铁15号线一期工程建设，5亿元用于补充营运资金。

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

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。

西安市是我国西北地区唯一的国家中心城市，经济发展持续向好；《关中平原城市群发展规划》的批复及中欧班列的开行将加快西安国际化大都市建设

财政级次及特殊地位：西安市地处关中平原中部，是陕西省省会、我国西部地区重要的中心城市和世界文化历史名城，也是国家明确建设的 3 个国际化大都市之一、国家中心城市。在全国区域经济布局上，西安市具有承东启西、东联西进的区位优势，在西部大开发战略中具有重要的战略地位。1992 年 7 月，国务院批准西安市为内陆开放城市，是新亚欧大陆桥中国段陇海兰新线上最大的中心城市。

经济发展水平：经过多年发展，西安市逐渐形成电子信息产业、高端装备产业、航空航天产业、新能源新材料产业、汽车产业和生物医药产业等六大支柱产业，战略性新兴产业和文化旅游产业快速发展，经济稳定增长。2018~2020 年，西安市分别实现地区生产总值 8,349.86 亿元、9,321.19 亿元和 10,020.39 亿元，同比分别增长 8.2%、7.0% 和 5.2%。2020 年，西安市第一产业增加值 312.75 亿元，同比增长 3.0%；第二产业增加值 3,328.27 亿元，同比增长 7.4%；第三产业增加值 6,379.37 亿元，同比增长 4.2%；西安市三次产业结构比由 2018 年的 3.1:35.0:61.9 调整为 2020 年的 3.1:33.2:63.7。

财政及债务水平：2018~2020 年，西安市一般公共预算收入分别为 684.70 亿元、702.56 亿元和 724.14 亿元，同比分别增长 10.8%、2.6% 和 3.1%；税收占比分别为 81.29%、82.66% 和 78.94%，一般公共预算收入质量较高。同期，西安市公共财政预算平衡率分别为 59.44%、56.30% 和 53.74%，自身财政平衡能力一般。2018~2020 年，西安市分别实现政府性基金收入 768.34 亿元、953.38 亿元和 1,207.32 亿元，随西安市房地产市场升温而逐年大幅增长。截至 2020 年末，西安市（不含西咸新区）政府债务余额为 2,153.79 亿元¹，债务已处于较高水平。

未来发展机遇：2018 年 1 月，国务院正式批复《关中平原城市群发展规划》，提出到 2035 年建成具有国际影响力的国家级城市群，西安国家中心城市全面建成。2020 年 5 月，国务院正式下发《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，鼓励重庆、成都、西安等加快建设国际门户枢纽城市；支持西部地区自由贸易试验区在投资贸易领域依法依规开展先行先试，探索建设适应高水平开放的行政管理体制；加快内陆开放型经济试验区建设，研究在内陆地区增设国家一类口岸。此外，随着中欧班列“长安号”的开行，西安市对外贸易迅速发展。

¹ 截至 2020 年末，西咸新区债务余额为 655.44 亿元。

展，进一步推动西安国际化大都市建设。

业务运营

公司是西安市最重要的轨道交通建设和运营主体，同时开展了西安市沿线地铁的资源开发业务，在轨道交通建设、运营和资源开发方面具有区域垄断优势。

公司营业总收入主要由列车运营收入和资源开发收入构成，近年来公司列车运营收入呈波动态势，2019年列车运营收入同比有所增长，主要受益于地铁4号线及1号线二期开通运营；2020年受疫情影响，列车运营收入同比有所下降。公司资源开发收入近年来小幅下降，主要由广告经营收入、商铺及场地租赁收入、通信系统租赁及服务收入等构成。此外，公司其他收入主要为电费收入、一卡通充值手续费、民用通信维护收入和培训咨询收入等，近年来规模有所增长但仍处于较低水平，对营业总收入贡献有限。

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
列车运营收入	15.83	19.85	14.94	4.49
资源开发收入	2.59	2.10	2.09	0.72
其他收入	0.16	0.56	0.68	0.11
合计	18.57	22.50	17.72	5.32
占比	2018	2019	2020	2021.1~3
列车运营收入	85.21	88.20	84.35	84.41
资源开发收入	13.93	9.32	11.82	13.57
其他收入	0.86	2.48	3.83	2.02
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：总数与合计数有尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司轨道交通建设后续投资压力较大，需关注资本金到位情况及持续增加的债务压力；随着线路的不断建成投运，西安地铁“网络效应”不断显现，但近年来客运量及票款收入较为波动，主要系2020年疫情对其产生一定负面冲击

轨道交通建设及运营分别由公司建设管理部和运营管理部负责，具体包括城市轨道交通建设、运营及维护等工作，在西安市具有垄断优势。

地铁建设

从轨道建设业务模式来看，公司在建的轨道交通项目建设模式主要为自建和PPP模式。自建模式下，公司通过招投标方式委托具有建设资质的单位承建，公司负责项目的融资。公司仅有地铁9号线采用PPP模式进行建设，9号线项目PPP协议期限为30年，包括4年建设期和26年运营期，运作方式为BOT模式，收入为特许经营权获得的各项收入及政府提供的补贴；社会资本方为中国中铁股份有限公司，出资249,960.00万元，持股60.00%；西安轨道作为政府出资方代表，出资166,640.00万元，持股40.00%。

为支持公司地铁线路建设，西安市政府通过多种方式筹措资金，每年筹集专项资金用于增强公司资本实力。根据2005年10月13日西安市政府常务会议纪要（第28次）和西安市政府专项问题会议纪要（第224次）的决定，西安市于2006年设立了城市快速轨道交通建设专项资金，明确从2006年起至2015年，每年筹集7.2亿元，10年共72亿元，为地铁项目的建设筹集资本金及还款补充资金。城市快速轨道交通建设专项资金纳入市财政预算管理、专款专用，各区筹资额由市财政通过市、区上下结算直接划缴，四个开发区、国际港务区、航天基地筹资额按季上缴市财政。根据2009年12月西安市人民政府常务会议纪要，西安市地铁办成立土地储备开发中心，负责对地铁储备用地的征地补偿、拆迁安置、配套开发等工作；将地铁沿线涉及各行政区的约7,900亩土地，另在沣渭新区划拨约4.2万亩土地，共计约5万亩土地纳入地铁专项储备开发范围，由市地铁办土地储备开发中心负责，在城市统一规划下进行储备开发，收益用于解决地铁项目资本金缺口和弥补运营亏损。此外，根据2011年西安市人民政府关于筹集城市快速轨道交通建设规划（2012~2018年）项目资本金的通知，市政府决定从2012年~2018年，分7年增加筹集城市快速轨道交通建设发展专项资金244亿元，其中市本级财政每年安排5亿元城市轨道交通发展专项资金，并以2010年全市国土出让收入210亿元为

基数，集中市本级和相关区县土地出让收入的10%，专项用于地铁建设项目资本金。自2006起至2018年末，累计筹集城市快速轨道交通建设专项资金约272.24亿元。2018~2020年，公司实际收到轨道交通建设专项资金分别为52.60亿元、59.50亿元和61.46亿元。截至本报告出具时，新的地铁项目资本金筹集方案已编制完成，预计2021年内新的筹资方案能够落地。

近年来，公司在轨道交通建设方面始终保持较大的投资规模，截至2020年末，公司共有6号线二期、2号线二期、8号线、14号线、10号线一期、15号线一期、1号线三期、3号线增车共8个在建项目，总投资共计1,379.22亿元，截至2020年末

已投资223.53亿元。

拟建项目方面，截至2020年末，公司共有西户铁路改造提升项目、西安南站至草堂工业园有轨电车和11号线等7个拟建项目，上述拟建项目均为自建项目。截至2020年末，公司在建及拟建项目涉及投资总额为2,699.26亿元，已完成投资223.53亿元，已到位资本金84.65亿元，资本金比例约占总投资的40.00%，目前资本金到位情况较好。2021年~2023年，在建地铁线路项目分别计划投资177.15亿元、200.00亿元和180.00亿元，公司地铁建设业务稳定性及可持续性较好，但考虑到未来较大的投资压力，中诚信国际将关注财政资本金到位情况及公司持续增加的债务压力。

表3：截至2020年末公司在建和拟建线路情况（公里、亿元）

线路	全长	建设期间	总投资	资本金	已完成投资	已到位资本金	投资计划		
							2021	2022	2023
在建									
6号线二期	19.49	2016~2022	157.74	63.10	73.12	26.56	28.00	25.00	20.00
2号线二期	6.92	2019~2022	51.70	20.68	5.90	3.79	11.00	25.00	5.00
8号线	49.90	2019~2024	484.39	193.76	59.06	24.91	52.50	60.00	80.00
14号线	13.65	2018~2021	108.12	43.25	51.85	19.30	35.50	15.00	-
10号线一期	34.42	2020~2024	286.43	114.57	13.77	5.39	22.50	30.00	30.00
15号线一期	19.46	2020~2024	193.83	77.53	4.53	2.70	11.50	30.00	30.00
1号线三期	10.61	2020~2023	83.28	33.31	7.96	-	10.00	15.00	15.00
3号线增车	--	--	13.73	5.49	7.34	2.00	6.15	-	-
小计	154.45	--	1,379.22	551.69	223.53	84.65	177.15	200.00	180.00
拟建									
西户铁路改造提升项目	26.30	2021~2023	14.84	4.45	--	--	2.00	5.00	5.00
西安南站至草堂工业园有轨电车	23.04	2021~2023	33.80	13.52	--	--	1.00	12.00	14.00
11号线	47.00	--	329.00	131.60	--	--	--	--	--
12号线	43.20	--	302.40	120.96	--	--	--	--	--
15号线二期	13.90	--	69.50	27.80	--	--	--	--	--
17号线	32.50	--	162.50	65.00	--	--	--	--	--
S21	68.00	--	408.00	163.20	--	--	--	--	--
小计	253.94	--	1,320.04	526.53	--	--	3.00	17.00	19.00
合计	408.39	--	2,699.26	1,078.22	223.53	84.65	180.15	217.00	199.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

地铁运营

运营线路方面，截至2020年末，公司运营的轨

道交通线路包括轨道交通1号线(含一期及二期)、2号线一期、3号线一期、4号线、5号线(含一期

及二期)和6号线一期,其中5号线二期系西咸新区轨道交通投资有限公司委托公司代为运营

管理²。截至2020年末,公司运营线路共计189.67公里,车站数量共计142座。

表4:截至2020年末公司运营线路情况

线路名称	运营里程(公里)	开通运营时间	线路起始点	车站数量(座)
1号线一期	25.33	2013年9月	后卫寨站~纺织城站	19
1号线二期	6.09	2019年9月	后卫寨站~森林公园站	4
2号线一期	26.65	2011年9月	北客站~韦曲南站	21
3号线一期	39.15	2016年11月	鱼化寨站~保税区站	26
4号线	35.20	2018年12月	航天新城站~北客站	28
5号线一期	21.55	2020年12月	阿房宫南站~马腾空站	18
5号线二期	20.10	2020年12月	创新港站~阿房宫南站	13
6号线一期	15.60	2020年12月	西安国际医学中心站~西北工业大学站	13
合计	189.67	--	--	142

注:车站总数中包含11座换乘站。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

交通票价方面,根据《西安地铁票务政策(2019版)》的最新规定,西安地铁采用里程计价制,起步价2元6公里(含6公里,以下类同),其后每增加1元,可乘坐4、4、6、6、8、8公里。即0~6公里2元;6~10公里3元;10~14公里4元;14~20公里5元;20~26公里6元;26公里以上每增加8公里增加1元。此外,持“长安通”普通卡乘坐地铁享受票价9折优惠政策。

表5:西安市轨道交通票价情况

里程	票价
0~6公里(含)	2元
6~10公里(含)	3元
10~14公里(含)	4元
14~20公里(含)	5元
20~26公里(含)	6元
26~34公里(含)	7元

34~42公里(含)	8元
42~50公里(含)	9元

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

从运营情况来看,随着轨道线路不断投运,西安地铁“网络效应”逐渐显现,但受疫情影响,近年来西安市轨道交通客运量和票款收入整体呈波动态势。2018~2020年,西安地铁客运量分别为74,625.64万人次、94,384.62万人次和72,528.87万人次;同期,西安地铁最高日客运量分别为293.44万人次、330.00万人次和404.81万人次;运营里程分别为10,145.82万公里、14,134.05万公里和14,370.86万公里。同期,公司分别实现客运票款收入15.83亿元、19.85亿元和14.94亿元。

表6:2018~2020年西安市轨道交通运营情况

	2018	2019	2020
客运票款收入(亿元)	15.83	19.85	14.94
年度客运量(万人次)	74,625.64	94,384.62	72,528.87
日均客运量(万人次)	203.93	258.59	238.11
单日最高客运量(万人次)	293.44	330.00	404.81
运营里程(万公里)	10,145.82	14,134.05	14,370.86

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

地铁维护方面,公司运营车辆5~8年进行中架修,10~12年进行大修。截至2020年末,因现运营车辆尚未达到大修年限或大修公里数,暂无大修成

本支出。中修成本主要包括备品备件、委外费用、消耗性材料,不包括周转性备件,每列车中架修成本平均约298万元。截至2020年末,公司地铁架

2 5号线二期的运营收入不计入公司合并报表范围内,公司亦不承担

相应运营成本,公司仅收取一定运营管理费用。

修完成 18 列，完成维保 199 列，费用总计 4.04 亿元。

运营补贴方面，2017 年 11 月，西安市政府出台《西安市地铁运营亏损财政补贴方案》，暂按每条线 2 亿元/年运营亏损定额进行补贴，每 3 年调整一次。2018 年~2020 年，西安市政府分别给予公司运营补贴 10.30 亿元、11.70 亿元和 21.21 亿元，计入“其他收益”科目。截至 2020 年末，新的补贴方案尚在制定中，新方案出台之前按原方案进行补贴。

随着地铁线路的不断开通，公司资源开发业务持续推进，对营业总收入形成有效补充

除地铁运营外，公司还积极发展多元化业务，进行地铁相关资源开发和经营。公司资源开发业务涵盖广告经营、通讯设施租赁、商铺租赁和房地产开发等方面。

公司广告业务主要是对地铁及其沿线广告资源的开发利用，主要包括拥有广告灯箱、车厢看板、站台显示屏终端、语音广告、PIS 系统等等，涵盖了传统媒体、电视媒体及播音导向媒体等多种媒体资源。受市场不景气及网络广告的兴起，传统广告位形式不占优势，收入呈下降趋势。2018~2020 年，该业务板块分别实现收入 12,727.47 万元、8,278.08 万元和 7,013.25 万元。

公司租赁收入来源主要为地下商铺租赁收入、自助银行租金收入、民用通信租金收入、车票背面广告位租赁收入、语音提示广告收入、乘客信息系

统设备租赁收入及线路沿线商铺出租。截至 2020 年末，公司拥有可出租商铺面积为 41,772.34 平方米，已签订合同的出租面积为 37,558.37 平方米，出租率为 89.91%。2018~2020 年，该业务板块分别实现收入 4,891.30 万元、4,102.16 万元和 9,545.97 万元，其中 2020 年受益于公司部分租赁资产重新签订合同后租赁价格提高，公司租赁收入同比大幅增长。未来随着地铁在建线路的逐步开通，公司租赁收入有望进一步上升。

房地产开发业务方面，公司在建房地产开发项目主要为大明宫西项目和新纺家苑项目。大明宫西项目位于未央路与玄武路十字西南角，项目用地共计 8.46 亩，总建筑面积 3.23 万平方米，总投资约 1.74 亿元，该项目于 2015 年 12 月完成地下室主体结构施工，于 2016 年 8 月 26 日实现主体封顶，截至 2020 年末，大明宫西项目已投资 1.61 亿元，合同内项目已基本建设完成。新纺家苑住宅项目于 2017 年开始建设投资，该项目总建筑面积 14.60 万平方米，计划总投资 9.00 亿元，截至 2020 年末，新纺家苑项目已投资 2.34 亿元。上述在建房地产开发项目尚未实现出售和出租。

拟建项目方面，截至 2020 年末，公司共有 3 号线鱼化寨停车场、3 号线桃花潭站和 1 号线西咸车辆段等 6 个拟建房地产项目，全部为基于轨道交通的物业综合开发项目。上述拟建项目总建筑面积为 215.82 万平方米，计划总投资 227.53 亿元，未来将给公司带来一定的投融资压力。

表 7：截至 2020 年末公司拟建房地产开发项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	建设周期	计划总投资	投资计划		
				2021	2022	2023
3 号线鱼化寨停车场	60.51	5 年	67.97	19.07	26.31	13.59
3 号线桃花潭站	11.66	4 年	9.59	1.69	3.53	2.39
1 号线西咸车辆段	48.49	4 年	45.27	11.65	16.31	11.31
和平车辆段	58.03	6 年	66.50	25.70	12.88	11.08
草滩	24.84	4 年	25.70	8.80	8.63	6.42
三殿村	12.29	4 年	12.50	1.99	3.50	3.125
合计	215.82	--	227.53	68.90	71.16	47.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司其他业务收入主要包括电费收入、一卡通充值手续费、民用通信维护收入、培训咨询收入及其他，整体收入规模较小。2018~2020年，公司其他业务分别实现收入1,594.65万元、5,585.42万元、6,792.10万元。

中诚信国际认为，作为西安市轨道交通项目投资、建设、运营最重要的主体，公司得到了西安市政府在政策、资金、补贴等方面的大力支持，具备极强的抗风险能力。随着公司地铁线路建设的稳步推进，地铁建设项目及沿线资源开发项目尚需投资规模较大，业务可持续性较好，但未来亦面临较大的投融资压力。此外，中诚信国际也关注到房地产开发业务易受国家宏观调控政策的影响，未来经营状况具有一定不确定性。

战略规划及管理

未来公司将加快建设与国际化大都市相适应的轨道交通线网，并积极拓展市场化业务，打造国内一流的城市综合运营商和城市生活方式提供商

近年来，公司作为西安市轨道交通项目投资、建设、运营最重要的主体，全力建设与大西安、国家中心城市和国际化大都市相适应的轨道交通线网，紧跟城市轨道交通发展要求，着力构建起科学规范、高效运行的现代企业管理机制，加快并创新城市轨道交通建设、运营、开发、投资“四位一体”，统筹协调发展，实现内生性全要素增长，成为文化引领、管理高效、西部一流、行业先进的城市综合运营商和城市生活方式提供商。

公司法人治理结构、组织架构和内控制度完善，治理与管控水平较好

公司建立了由出资人、董事会、监事会和经营管理层组成的相对健全的法人治理结构；设置了企业发展部、资产管理部、财务部、总工程师室、安全质量部、建设管理部、运营管理部和技术中心等多个业务及职能部门，部门设置满足公司经营管理需要；制定了全面预算管理办法、对外投资管理办

法、安全生产管理办法及担保管理办法等一系列规章制度，对公司经营管理的各个过程及关键环节起到了较好的风险控制作用。整体来看，公司治理水平与管控能力较好。

财务分析

以下分析基于由公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表。公司各期财务报告均按新会计准则编制，以下分析基于各期财务报告期末数。

盈利能力

近年来，公司营业总收入有所波动，列车运营收入是其主要来源；公司营业毛利率逐年下降，期间费用率始终较高，费用管控能力有待提高；公司主营业务盈利能力较弱，利润较为依赖财政补贴

公司主营业务突出，列车运营收入为营业总收入的主要来源，近年来列车运营收入占营业总收入的比例始终超过80%。近年来公司营业总收入有所波动，2020年受疫情影响地铁客流量大幅减少，公司列车运营收入同比明显下降，带动当年营业总收入亦同比有所下滑。公司资源开发收入主要包括广告经营收入、商铺及场地租赁收入、通信系统租赁及服务收入等，近年来小幅下降；公司其他业务收入主要由电费收入、一卡通充值手续费、民用通信维护收入和培训咨询收入等构成，有效地丰富了公司收入来源且近年来规模呈增长趋势。2021年1~3月，公司实现营业收入5.32亿元，同比增长120.48%。

近年来公司营业毛利率逐年下降，主要系收入占比最高的列车运营收入毛利率逐年下降所致。2019年西安地铁1号线二期投入运营，由于1号线二期途经区段位于郊区，客流量明显小于1号线一期区段，此外叠加物价上涨、线路运行时间增长、老线路及新项目维修成本、运营人力成本增加等影响，当年列车运营收入毛利率较上年下降13.51个

百分点至 1.96%；2020 年受疫情影响，西安市地铁客流量大幅下降，导致列车运营板块亏损；2021 年 1~3 月列车运营板块亏损加剧，主要系 2020 年 12 月末开通的 5 号线一期、5 号线二期和 6 号线一期在运营初期盈利较差所致。资源开发板块方面，近年来该板块毛利率有所波动，2019 年因广告业务收入大幅下降且运营成本提高，该板块毛利率较上年下降 19.33 个百分点；2020 年以来，受益于租赁价格提高从而盈利水平提升，该板块毛利率有所回升；未来，随着线路的不断建成投运以及路网效应的逐步显现，资源开发板块或将对公司盈利能力有更大的贡献。公司其他业务板块毛利率近年来快速提高，但由于该板块收入占比较小，对公司营业毛利率影响有限。

表 8：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
列车运营收入	15.83	19.85	14.94	4.49
资源开发收入	2.59	2.10	2.09	0.72
其他收入	0.16	0.56	0.68	0.11
合计	18.57	22.50	17.72	5.32
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
列车运营收入	15.47	1.96	-39.50	-63.15
资源开发收入	71.36	52.03	60.40	73.18
其他收入	36.93	55.58	97.74	76.25
综合	23.44	7.96	-22.43	-41.84

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司期间费用主要为管理费用和财务费用，近年来随着地铁运营线路的增加，管理费用整体有所增长；财务费用主要系对外融资的利息支出，2019 年公司财务费用同比有所下降，主要系 2018 年政府将公司 214.86 亿元债务进行置换，有息负债大幅减少所致；2020 年以来受公司融资规模扩大影响，公司财务费用有所回升。整体来看，公司期间费用占比较高，费用管控能力有待提高。

由于地铁行业的特殊性，公司经营性业务利润对财政补贴的依赖程度较高，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司计入“其他收益”的财政补贴分别为 10.30 亿元、12.50 亿元、22.25 亿元和 1.01 亿元，主要系轨道线路运营补贴。此外，资产减值损失和营业外损益对利润总额产生一定影响，2019 年，根

据西安仲裁委于 2019 年 8 月出具的《仲裁书》【西安仲裁（2016）第 1624 号】确认对大象广告有限责任公司损失补偿金 0.67 亿元；2020 年公司资产减值损失主要系针对大象广告有限责任公司、陕西百年传媒投资有限公司的应收账款计提坏账准备。总体来看，鉴于公司的业务特性，短期内主营业务自身盈利能力或仍将较弱，财政补贴或仍是公司利润的最重要来源。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
营业总收入	18.57	22.50	17.72	5.32
管理费用	1.07	1.53	1.46	0.38
财务费用	12.96	10.92	11.68	4.56
期间费用合计	14.07	12.48	13.16	4.95
期间费用率	75.74%	55.45%	74.25%	92.90%
营业毛利率	23.44%	7.96%	-22.43%	-41.84%
经营性业务利润	0.46	1.60	5.02	-6.19
其他收益	10.30	12.50	22.25	1.01
资产减值损失	-0.16	-0.69	-0.46	-
营业外损益	-0.05	-0.67	0.29	0.38
利润总额	0.24	0.24	4.84	-5.81
净利润	0.26	0.39	4.95	-5.81

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产质量

随着轨道线路建设的不断推进，公司资产及所有者权益规模持续扩大，总债务亦快速增长，但财务杠杆水平尚处于可控范围，且公司短期债务占比低，债务结构合理

随着轨道项目建设的推进，公司总资产规模近年来持续扩大，结构方面公司资产以非流动资产为主。公司流动资产主要由货币资金、预付款项和其他流动资产构成，从货币资金来看，2018~2020 年其规模快速增长；受财政拨款轨道交通项目资本金及对外融资均较少、轨道交通项目建设投入较大的影响，2021 年 3 月末公司货币资金较上年末大幅减少 77.36%至 19.25 亿元，其中受限部分金额为 69.99 万元，系银行承兑保证金。公司预付款项主要为预付征地拆迁费和预付工程款，随着项目建设的推进呈增长趋势。其他流动资产主要系待抵扣的增值税，近年来规模逐年扩大。

公司非流动资产主要为固定资产和在建工程，其中，固定资产主要由房屋建筑物、机器设备、运输工具和电子设备等构成，随着轨道交通线路陆续投入运营而逐年增长。公司在建工程主要为在建的轨道线路项目，近年来随着轨道建设及完工转固进度而有所波动，2019年受益于地铁5号线、6号线及1号线二期等在建项目的建设投入，期末在建工程同比显著增长；2020年末，在建工程同比有所下降，主要系地铁5号线、6号线一期建成通车转入“固定资产”所致；随着轨道交通项目投入的增加，2021年3月末在建工程较上年末显著增长。此外，2020年末，公司其他非流动资产同比大幅增长，主要系当期公司对高铁东城项目的17.00亿元前期投入所致；2021年3月末，公司长期股权投资主要为对采用PPP模式的地铁9号线项目公司西安中铁轨道交通有限公司的投资。

整体来看，公司资产以固定资产、在建工程等非流动资产为主，轨道交通建设形成的资产占比较大，公司资产流动性一般；公司持有及参股的轨道交通资产及运输工具每年可为公司带来较为稳定的现金流，公司资产收益性尚可。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
总资产	785.32	914.73	1,180.18	1,175.91
货币资金	29.23	44.79	85.02	19.25
预付款项	7.52	8.92	11.54	14.43
其他流动资产	12.68	16.57	20.36	24.10
固定资产	575.14	614.78	853.12	853.10
在建工程	137.87	203.21	162.91	211.48
其他非流动资产	1.97	1.97	18.84	18.84
长期股权投资	5.75	9.23	14.48	14.48

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司负债主要由应付账款、其他应付款和有息债务构成。公司应付账款主要为应付工程款，近年来规模稳中有升。其他应付款主要为应付西咸轨道交通投资建设有限公司和西安市地铁建设土地储备开发中心的往来款。近年来，随着轨道交通建设的不断推进，公司有息债务快速增长，2021年3月末增至545.00亿元，其中地方政府专项债券余额为55.35亿元。此外，公司专项应付款为财政拨款，用

于地铁4号线、5号线一期、6号线一期的轨道线路建设，受上述三条线路通车运营后对应的专项应付款转入“资本公积”影响，2020年末专项应付款大幅减少至零。

近年来，公司资产负债率和总资本化比率亦不断提高，但整体仍处于合理水平。债务结构方面，公司债务以长期债务为主，2021年3月末，短期债务占比仅2.74%，债务结构合理。

2018~2020年公司所有者权益规模逐年扩大，资本实力不断夯实；2021年1~3月，公司经营亏损导致期末未分配利润减少，所有者权益规模亦略有下降。从结构来看，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，其中实收资本近年来保持稳定，资本公积主要为财政拨款的轨道项目资本金且受益于轨道线路建设的推进而逐年扩大。此外，2021年3月末，公司其他权益工具主要系发行给陕西金融控股集团有限公司的优先股和2020年新增的15.00亿元永续债。

表 11：近年来公司资本结构和债务结构（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
总负债	343.61	431.84	608.96	610.66
应付账款	27.55	27.34	28.73	30.58
其他应付款	11.15	23.41	27.51	26.30
总债务	273.35	358.47	542.91	545.00
短期债务	19.62	22.08	15.35	14.95
短期债务/总债务	0.07	0.06	0.03	0.03
专项应付款	15.90	15.90	-	--
资产负债率	43.75%	47.21%	51.60%	51.93%
总资本化比率	38.23%	42.61%	48.73%	49.09%
所有者权益	441.71	482.89	571.22	565.24
实收资本	25.05	25.05	25.05	25.05
资本公积	391.47	432.21	500.71	500.71
未分配利润	20.70	21.06	25.50	19.55
其他权益工具	2.00	2.00	17.00	17.00

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司主营业务获现能力整体较好，2018~2020年公司经营活动净现金流始终为正，2021年1~3月经营活动净现金流由正转负；随着轨道交通建设的推进，公司投融资活动规模整体均显著扩大；公司货币资金均能有效覆盖短期债务，短期偿债压力不大

2018~2020年，公司轨道交通运营获现能力较好且持续获得与地铁运营相关的财政补贴，经营活动现金流始终呈净流入状态，其中2020年公司经营活动净现金流同比有所增长，主要受益于当年获得的财政补贴大幅增加；2021年1~3月，由于收到的财政补贴较少且支付往来款及职工薪酬规模扩大，经营活动净现金流由正转负。随着轨道交通投资规模的增长，近年来公司投资活动现金流均呈净流出状态且净流出规模逐年扩大。为满足地铁线路建设的资金需求，公司通过银行贷款等方式融资和西安市财政拨付项目建设资本金等方式筹集资金，公司投资支出对外部融资的依赖程度较高；2021年1~3月，由于公司融资规模较小且偿付利息规模较大，筹资活动净现金流由正转负。

偿债指标方面，2018~2020年公司经营活动净现金流对利息的覆盖能力有所提高，且2019~2020年经营活动净现金流能够有效覆盖利息支出。公司EBITDA近年来波动增长，对利息的覆盖能力有所增强，但仍然无法有效覆盖债务本息。此外，由于公司短期债务规模偏小，近年来公司货币资金始终可以足额覆盖短期债务，短期偿债压力不大。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	20.14	20.16	31.43	-6.82
投资活动净现金流	-95.64	-106.26	-223.83	-53.10
筹资活动净现金流	70.97	101.64	232.62	-5.84
经营活动净现金流/总债务	0.07	0.06	0.06	--
经营活动净现金流/利息支出	0.96	1.34	1.52	--
EBITDA	13.39	11.46	17.02	--
总债务/EBITDA	20.41	31.29	31.90	--
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.76	0.82	--
货币资金/短期债务	1.49	2.03	5.54	1.29

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司无对外担保且受限资产占比不高，备用流动性尚可，短期偿债压力不大

受限资产方面，截至2021年3月末，公司以地铁2号线北段隧道洞体、机车车辆和车辆段以及地铁2号线南段车辆段等轨道交通资产作为融资标的物，获得融资租赁资金71.58亿元；此外，2021

年3月末公司受限货币资金为69.99万元，系银行承兑保证金。

截至2021年3月末，公司无对外担保。

公司与国内多家银行保持密切合作，截至2021年3月末，公司共获得银行授信额度1,119.85亿元，其中尚未使用的授信额度为429.54亿元，备用流动性尚可。

到期债务分布方面，截至2021年3月末，公司总债务为545.00亿元，其中2021年4~12月、2022~2023年分别到期12.68亿元、22.56亿元和37.75亿元，未来三年公司偿债压力不大。

表 13：2021年3月末公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2021.4~12	2022	2023	2024及以后
到期金额	12.68	22.56	37.75	472.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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9月15日，公司不存在未结清和已结清的不良信贷记录，无欠息信息，未出现过已发行债券到期未偿还本息的情形。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为西安市城市轨道交通建设和运营的最重要主体，在轨道交通建设和运营方面具有垄断优势，近年来持续获得西安市政府的有力支持

轨道交通建设在西安市城市发展中具有重要战略地位，作为西安市轨道交通投资建设运营的最重要主体，公司得到了西安市政府在建设资金、运营补贴和债务置换等方面的持续有力支持。

建设资金方面，西安市政府出台一系列方案支持轨道线路建设资金的筹集。2012年4月27日，西安市政府办公厅下发《关于做好市地铁专项储备开发用地征收储备工作的通知》（市政办〔2012〕65号），将地铁一至六号线沿线40宗合计2,751.35亩土地纳入地铁专项储备开发用地，由地铁土地储备

中心实施储备。2012年7月13日，西安市人民政府办公厅以市政办发〔2012〕130号文批准了西安市财政局、西安市国土资源局报送的《关于调整市区土地出让收入管理体制的意见》，由西安市财政局将长安区、高新技术开发区、经济技术开发区、曲江新区（含大明宫遗址区）、浐灞生态区、国际港务区、航天基地、沣东新城、大兴新区（莲湖区、未央区）、纺织城综合发展区（灞桥区）等区域土地出让收入的10%归集入西安市城市快速轨道交通建设专项资金。2013年1月30日，西安市政府办公厅印发《西安市人民政府办公厅转发市财政局市物价局市建委关于征收城市基础设施配套费有关问题的意见的通知》（市政办发〔2013〕31号），明确从2013年2月4日起，西安市主城区范围内（碑林区、莲湖区、新城区、雁塔区、未央区、灞桥区、长安区、高新区、经开区、曲江新区、浐灞生态区、国际港务区、航天基地以及西咸新区西安行政辖区）新建、改建、扩建的工程项目按照每平方米240元计征城市基础设施配套费，其中每平方米90元作为地铁专项配套费，由市财政负责归集并归入西安市城市快速轨道交通建设专项资金。2018~2020年，公司分别收到轨道交通建设专项资金52.60亿元、59.50亿元和61.46亿元。

运营补贴方面，2017年11月7日，西安市政府办公厅印发《西安市地铁运营亏损财政补贴方案》（市政办函〔2017〕300号），明确财政一般公共预算实行每条线2亿元/年运营亏损定额补贴，该政策从2017年开始执行，每三年调整一次，在新的补贴方案出台前按照该政策继续执行。2018~2020年及2021年1~3月，公司分别获得财政补贴10.30亿元、12.50亿元、22.25亿元和1.01亿元。

债务置换方面，2018年，根据西安市地铁建设指挥部2018年第二次会议审议，将214.86亿元置换债务进行调账，从相应的负债科目转入“资本公积”科目。

评级结论

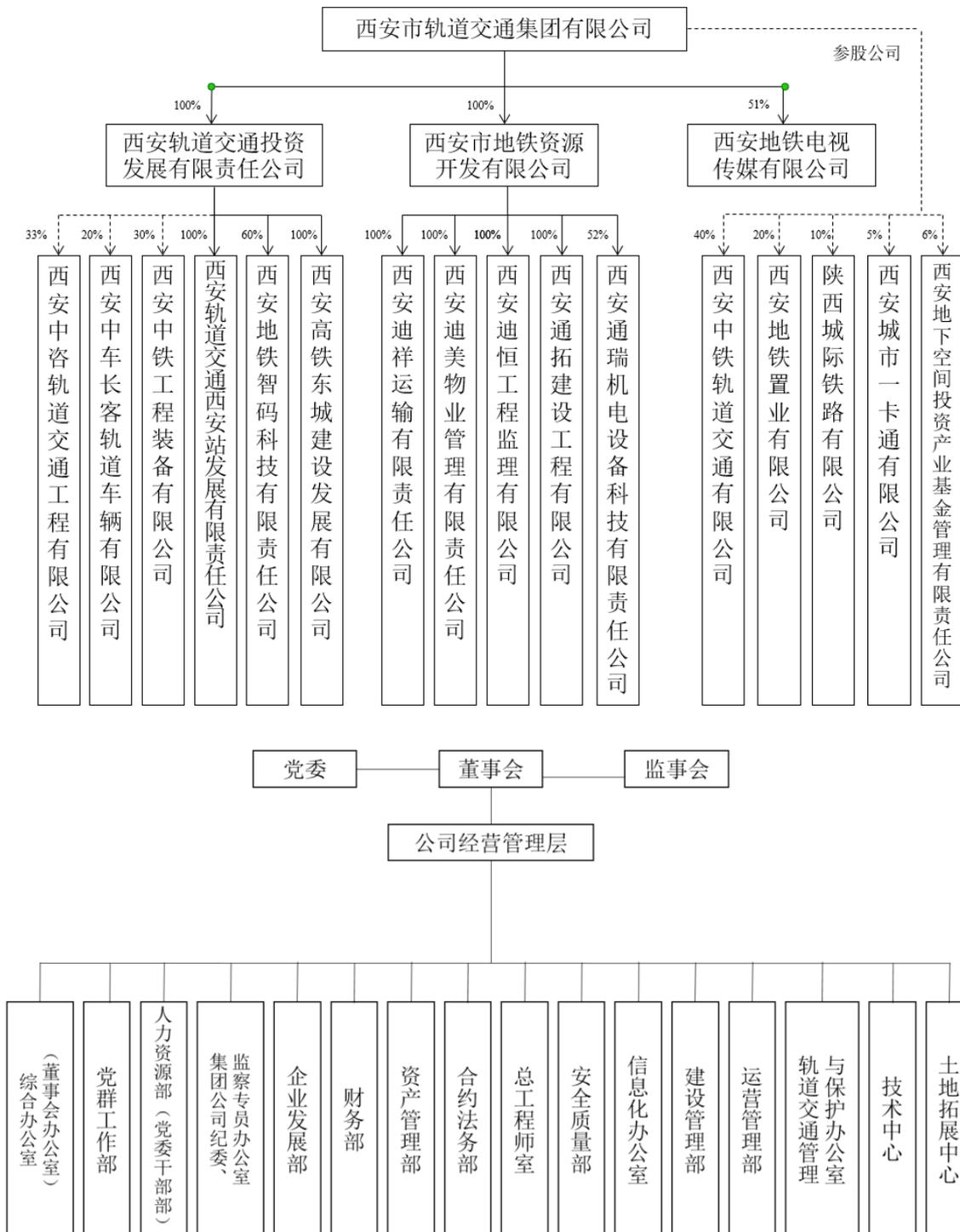
综上所述，中诚信国际评定西安市轨道交通集团有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；评定“2021年第一期西安市轨道交通集团有限公司绿色债券”的债项信用等级为**AAA**。

中诚信国际关于 2021 年第一期西安市轨道交通集团有限公司 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，我公司将在本期债券的存续期内对其每年进行跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行人公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行人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，并根据监管要求进行披露。

附一：西安市轨道交通集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



注：西安城市一卡通有限公司现名为“西安长安通支付有限责任公司”。

资料来源：公司提供

附二：西安市轨道交通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	292,280.15	447,870.06	850,175.22	192,502.08
应收账款	26,269.33	31,971.20	20,552.60	25,928.35
其他应收款	39,027.57	29,402.93	19,735.30	57,901.39
存货	33,690.29	37,099.54	43,411.89	57,907.59
长期投资	94,037.32	128,872.08	181,348.40	181,348.40
在建工程	1,378,732.24	2,032,079.24	1,629,066.51	2,114,843.11
无形资产	10,371.21	10,508.08	10,694.39	10,780.63
总资产	7,853,193.77	9,147,319.05	11,801,753.08	11,759,097.19
其他应付款	222,586.14	255,406.99	275,123.37	263,045.26
短期债务	196,226.34	220,815.62	153,468.78	149,458.96
长期债务	2,537,311.39	3,363,899.17	5,275,637.12	5,300,540.00
总债务	2,733,537.72	3,584,714.79	5,429,105.90	5,449,998.96
总负债	3,436,055.63	4,318,444.82	6,089,599.06	6,106,649.63
费用化利息支出	129,730.89	110,418.97	120,173.61	--
资本化利息支出	79,926.41	39,801.55	87,032.91	--
实收资本	250,500.00	250,500.00	250,500.00	250,500.00
少数股东权益	695.59	513.61	-95.88	-344.37
所有者权益合计	4,417,138.13	4,828,874.23	5,712,154.01	5,652,447.56
营业总收入	185,734.66	225,015.97	177,182.01	53,233.50
经营性业务利润	4,615.49	16,043.63	50,235.97	-61,883.76
投资收益	-114.74	-111.66	22.00	-
净利润	2,577.76	3,949.59	49,465.26	-58,101.38
EBIT	132,152.34	112,776.39	168,619.26	--
EBITDA	133,899.30	114,582.10	170,211.96	--
销售商品、提供劳务收到的现金	218,868.65	250,087.90	193,520.35	55,398.23
收到其他与经营活动有关的现金	153,497.65	201,066.32	312,022.18	8,913.54
购买商品、接受劳务支付的现金	72,699.12	120,136.97	119,409.05	33,819.10
支付其他与经营活动有关的现金	12,055.56	11,848.09	20,286.54	37,710.08
吸收投资收到的现金	526,400.00	595,481.50	764,558.00	-
资本支出	894,809.21	1,093,540.84	2,187,590.50	520,052.30
经营活动产生现金净流量	201,437.70	201,574.58	314,291.40	-68,219.86
投资活动产生现金净流量	-956,447.17	-1,062,570.15	-2,238,346.79	-531,044.99
筹资活动产生现金净流量	709,720.83	1,016,384.76	2,326,222.54	-58,440.18
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	23.44	7.96	-22.43	-41.84
期间费用率(%)	75.74	55.45	74.25	92.90
应收类款项/总资产(%)	0.83	0.67	0.34	0.76
收现比(X)	1.18	1.11	1.09	1.04
总资产收益率(%)	1.79	1.33	1.61	--
资产负债率(%)	43.75	47.21	51.60	51.93
总资本化比率(%)	38.23	42.61	48.73	49.09
短期债务/总债务(X)	0.07	0.06	0.03	0.03
FFO/总债务(X)	0.05	0.03	0.03	-0.05
FFO 利息倍数(X)	0.65	0.81	0.84	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.96	1.34	1.52	--
总债务/EBITDA(X)	20.41	31.29	31.90	--
EBITDA/短期债务(X)	0.68	0.52	1.11	--
货币资金/短期债务(X)	1.49	2.03	5.54	1.29
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.64	0.76	0.82	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料，故相关财务指标失效。

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。