



广州地铁集团有限公司公司债 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 0500 号

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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 16 日

本次跟踪发行人及评级结果	广州地铁集团有限公司	AAA/稳定
--------------	------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“21 广铁 01”、“21 广铁 02”、“21 广铁 03”、“22 广铁 01”	AAA
-------------	---	-----

评级观点

本次跟踪维持公司主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为广州市的政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力省内领先，潜在的支持能力很强。广州地铁集团有限公司（以下简称“广州地铁”或“公司”）作为广州市唯一的轨道交通建设和运营主体，对广州市政府的重要性极高，与广州市政府维持高度的紧密关系，持续得到广州市政府有力支持，资本实力很强。同时，需关注债务增长、房地产业务易受政策变化影响对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，广州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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正面

- **地位重要性依然极高。**广州市作为广东省省会，经济财政实力极强，公司作为广州市唯一的轨道交通建设和运营主体，对广州市的重要性极高，且持续得到广州市政府的有力支持。
- **业务多元化发展较好。**依托地铁项目，公司积极开展相关商业、沿线土地资源及物业开发和地铁设计、咨询、培训等业务，收入结构分散，抗风险能力较强。
- **地铁线路运营良好。**截至目前，公司已开通地铁线路16条（段），运营里程621公里。2022年客运总量23.58亿人次，局全国城市轨交第3位，地铁线路运营良好。

关注

- **债务规模增长较快且资本支出压力较大。**随着地铁线路建设和房地产板块推进，公司对外融资需求持续增加，债务规模增长较为迅速。此外，截至2023年3月末，公司主要在建地铁线路未来仍需投入超1,100亿元，较大的投资需求将给公司带来资金压力。
- **房地产开发业务易受房地产市场及调控政策影响。**“地铁+物业”的综合开发模式是公司重要的利润来源，但房地产开发业务受房地产市场及调控政策影响较大。

项目负责人：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

项目组成员：邱学友 xyqiu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

广州地铁（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	4,607.42	5,268.88	5,809.54	6,008.92
经调整的所有者权益合计（亿元）	2,430.35	2,577.29	2,458.67	2,569.80
负债合计（亿元）	2,107.06	2,621.59	3,280.87	3,369.12
总债务（亿元）	1,661.12	2,047.19	2,538.11	2,635.19
营业总收入（亿元）	128.91	136.05	122.85	35.53
经营性业务利润（亿元）	-20.08	-22.19	-51.62	-4.46
净利润（亿元）	2.30	3.04	9.02	0.19
EBITDA（亿元）	35.43	23.66	13.44	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	12.79	0.92	-69.29	-26.19
总资本化比率（%）	40.60	44.27	50.79	50.63
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.67	0.34	0.18	--

注：1、中诚信国际根据广州地铁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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，其他各期财务数据采用了当期财务报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

项目	广州地铁	武汉地铁	深圳地铁	南京地铁
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	广州市	武汉市	深圳市	南京市
GDP（亿元）	28,839.00	18,866.43	32,387.68	16,907.85
一般公共预算收入（亿元）	1,810.00	1,504.74	4,012.30	1,558.21
所有者权益合计（亿元）	2,528.67	1,363.45	3,115.56	886.05
资产负债率（%）	56.47	68.77	52.91	67.75
净利润（亿元）	9.02	15.63	8.66	3.36

注：1、南京地铁系“南京地铁集团有限公司”的简称；深圳地铁系“深圳市地铁集团有限公司”的简称；武汉地铁系“武汉地铁集团有限公司”的简称；2、南京地铁的所有者权益合计数据未经调整。

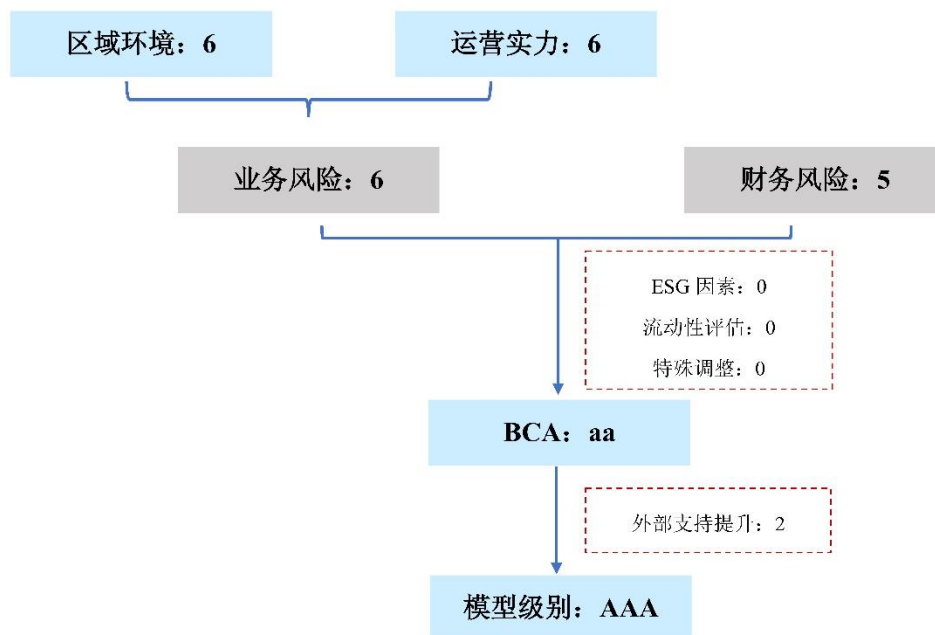
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时 间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
22 广铁 01	AAA	AAA	2022/06/28	20.00	20.00	2022/01/17~2027/01/17	--
21 广铁 03	AAA	AAA	2022/06/28	20.00	20.00	2021/05/27~2026/05/27	--
21 广铁 02	AAA	AAA	2022/06/28	15.00	15.00	2021/04/28~2026/04/28	--
21 广铁 01	AAA	AAA	2022/06/28	25.00	25.00	2021/04/19~2026/04/19	--

评级模型

广州地铁集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，广州地铁的业务风险很低。首先，公司轨道交通建设和运营重要性突出，具有区域垄断性，业务稳定性和可持续性很强。其次，公司持续拓展地铁资源经营、轨道交通设计咨询等业务，配套地铁周边物业开发经营，公司收入结构不断丰富，资产收益性较好。但是，公司轨道交通建设形成的大规模轨道项目资产导致其资产流动性一般。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，广州地铁以轨道项目为主的资产规模持续上升，具备很强的资本实力，但近年来公司保持较大规模轨道交通投资建设力度，债务规模持续增长，财务杠杆比率有所攀升。另外，公司经营获现能力一般，EBITDA 对利息支出的保障能力有待提升。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对广州地铁个体基础信用等级无影响，广州地铁具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，广州市政府有很强的支持能力，对公司的支持意愿强，主要体现在广州市的区域地位，以及强劲的经济财政实力和增长能力；广州地铁系广州市唯一的轨道交通建设运营主体，成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入、资金补贴等方面的大力支持，具备极高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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

2021 年 4 月 15 日，公司发行“21 广铁 01”，募集资金总额 25 亿元，本次债券募集资金在扣除发行费用后，全部用于偿还公司债务，截至 2023 年 4 月末，均已按照要求使用完毕。

2021 年 4 月 26 日，公司发行“21 广铁 02”，募集资金总额 15 亿元，本次债券募集资金在扣除发行费用后，全部用于偿还公司债务，截至 2023 年 4 月末，均已按照要求使用完毕。

2021 年 5 月 26 日，公司发行“21 广铁 03”，募集资金总额 20 亿元，本次债券募集资金在扣除发行费用后，全部用于偿还公司债务，截至 2023 年 4 月末，均已按照要求使用完毕。

2022 年 1 月 14 日，公司发行“22 广铁 01”，募集资金总额 20 亿元，本次债券募集资金在扣除发行费用后，用于补充公司流动资金，截至 2023 年 4 月末，均已按照要求使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

基投行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

轨道交通行业政策方面，“十四五”期间，城轨交通已由重建设转变为建设、运营并重阶段，城轨交通新开通运营线路里程“十三五”期间呈持续上涨势头，“十四五”各年预计呈现波动变化趋势，各年不均衡，新开通运营线路规模在近年达到峰值后有所回落。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。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。城轨交通公司企业偿债较大程度依赖财政支持，经济下行及房地产市场低迷将加大城轨交通行业的偿债压力。

区域环境

广州市是广东省省会，位于广东省南部，珠江三角洲北缘，毗邻香港和澳门，是中国最主要的对外开放城市之一，是珠三角都市圈核心城市、粤港澳大湾区的重要组成部分，同时也是中国进出口商品交易会所在地。广州市现辖越秀、天河、白云、荔湾、黄埔、海珠、番禺、花都、南沙、增城和从化共 11 区，辖区面积共计 7,434.40 平方公里。截至 2022 年末，广州市常住人口 1,873.41 万人，城镇化率为 86.48%。广州市交通极为便利，是珠三角重要的交通枢纽，已基本形成海陆空交通体系。

广州市是我国重要的工业基地、华南地区的综合性工业制造中心，目前已形成门类齐全、轻工业较为发达、重工业有一定基础、综合配套能力、科研技术能力和产品开发能力较强的外向型现代工业体系，并形成汽车制造业、电子产品制造业和石油化工制造业三大支柱产业。广州市经济实力极强，2022 年全市实现地区生产总值 28,839.00 亿元，同比增长 1.0%，人均地区生产总值达到 15.36 万元。

广州市财政综合实力在广东省 21 个地市持续高居前列，受留抵退税政策实施的影响，2022 年广

州市实现一般公共预算收入 1,810.00 亿元，较上年相比有所下降，扣除留抵退税因素后可比增长 3.0%。政府性基金收入维持在较高水平，2022 年受房地产市场景气度下行影响，区级土地出让收入不及预期，当年政府性基金预算收入 1,629.2 亿元，同比下降 31.8%。财政平衡率方面，广州市财政自给率维持在 60%左右水平，财政平衡能力尚可。地方政府债务压力及再融资环境方面，2022 年末，广州市地方政府债务余额为 4,655.60 亿元，债务余额在广东省内处于高位，但广州市广义债务率仍处于全省及全国中下游水平，其债务压力相对较轻。同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差普遍低于全国平均水平，净融资额仍呈净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境好。

表 1：近年来广州市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
GDP（亿元）	25,019.11	28,231.97	28,839.00	6,963.62
GDP 增速（%）	2.7	8.1	1.0	1.8
人均 GDP（万元）	13.50	15.04	15.36	--
固定资产投资增速（%）	10.00	11.70	-2.10	9.50
一般公共预算收入（亿元）	1,714.00	1,842.00	1,810.00	495.70
政府性基金收入（亿元）	2,507.26	2,388.59	1,629.20	--
税收收入占比（%）	75.80	75.68	68.78	--
公共财政平衡率（%）	58.99	61.62	59.09	57.18

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：广州市政府及财政局官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司作为广州市唯一的轨道交通建设和运营主体，具有极强的业务竞争力；基于线路资源优势，公司保持以地铁线路规划、建设和运营为主，地铁沿线物业开发，广告、通信等商业资源经营及设计咨询、商品销售等行业对外服务等为辅的业务布局，业务稳定性和可持续性很强。

表 2：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
地铁运营业务	59.07	45.82	-28.02	62.68	46.07	-29.78	59.44	48.39	-56.69	15.70	44.19	-17.29
物业开发	30.71	23.82	43.22	24.15	17.75	58.89	17.53	14.27	65.27	11.01	30.99	65.11
资源经营	7.98	6.19	76.54	8.49	6.24	69.37	7.87	6.41	69.09	1.24	3.48	72.49
行业对外服务	25.20	19.55	32.88	35.76	26.28	32.64	34.06	27.72	34.78	7.22	20.31	29.77
其他	5.95	4.62	82.16	4.97	3.65	75.46	3.96	3.22	29.22	0.36	1.02	-77.12
营业收入/毛利率合计	128.91	100.00	12.42	136.05	100.00	12.40	122.85	100.00	-3.11	35.53	100.00	20.32
投资收益	22.15			14.72			14.13			5.00		

注：合计数与各项加总不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

地铁运营业务板块

跟踪期内，公司地铁运营线路保持稳定，运营线路总里程在全国范围内保持领先地位；受大环境影响，公司客运总量和运营收入有所下滑，运营成本与运营线路规模同步增长，地铁运营板块持续亏损，地铁运营业务对政府补贴的依赖进一步加大。公司持续获得稳定的政府地铁运营补贴，

一定程度缓解了公司运营压力。

公司地铁运营业务涉及车辆运输、客运组织、行车电力调度、供电、通信信号、机电和线路等。自 1997 年 6 月广州地铁 1 号线正式开通以来，广州地铁运营线路和运营里程快速增长，截至 2023 年 3 月末，广州地铁共有 16 条地铁运营线路，运营总里程 621.02 公里，总运营里程数位居全国第三位，仅次于上海和北京。公司地铁运营业务由公司本部运营事业总部负责。

公司地铁运营收入主要包括票务收入和票价优惠补贴收入两块，其中票务收入是公司地铁运营的主要收入来源。广州地铁线网票价实行按里程分段计价：4 公里以内 2 元；4~12 公里范围内每递增 4 公里增加 1 元；12~24 公里范围内每递增 6 公里增加 1 元；24 公里以后，每递增 8 公里增加 1 元；APM 线实行 2 元的单一票制。此外，为了引导市民更多地选择公共交通出行，广州市实行《广州市公交地铁票价优惠新方案》：一个自然月内，持羊城通卡乘坐公交或地铁次数累计 15 次后即可自第 16 次开始享受 6 折票价优惠，学生使用学生卡可直接享受 5 折优惠。该方案自 2009 年 12 月实施以来沿用至今，广州市政府每年对运营线路及试运营线路进行票价优惠补贴。票价优惠补贴收入成为公司的运营收入来源之一。公司地铁运营业务成本主要包括人工成本、电费、维修费和折旧费等成本，近年来随着运营线路增长，成本保持小幅增长，对公司业务运营带来一定压力。

表 3：截至 2023 年 3 月末广州地铁已开通地铁线路情况（公里、座）

线路	运营里程	车站数量	开通时间	首末站名称
1 号线	18.50	16	1997 年 6 月	西朗-广州东站
2 号线	31.80	24	2002 年 12 月	嘉禾望岗—广州南站
3 号线及支线	67.30	30	2005 年 12 月	番禺广场—机场北，体育西路-天河客运站
4 号线	59.30	23	2005 年 12 月	黄村-南沙客运港
5 号线	31.90	24	2009 年 12 月	滘口-文冲
6 号线	42.10	31	2013 年 12 月	浔峰岗-香雪
7 号线	32.03	17	2016 年 12 月	广州南站-大学城南、广州南站-美的大道
8 号线	33.86	26	2010 年 9 月	滘心-万胜围
9 号线	20.10	11	2017 年 12 月	飞鹅岭-高增
13 号线	27.00	11	2017 年 12 月	鱼珠-新沙
14 号线及支线	76.30	22	2017 年 12 月	嘉禾望岗-东风，新和-镇龙
21 号线	61.50	21	2018 年 12 月	员村-增城广场
APM 线	3.90	9	2010 年 11 月	林和西-广州塔
广佛线	38.93	25	2010 年 11 月	沥滘-新城东
18 号线	58.30	8	2021 年 9 月	万顷沙-冼村
22 号线	18.20	4	2022 年 3 月	番禺广场-陈头岗
合计	621.02	302	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财政部于 2021 年 12 月发布了《企业会计准则解释第 15 号》（财会〔2021〕35 号）（以下简称“第 15 号解释”），广州地铁自 2022 年 1 月 1 日起执行第 15 号解释，对试运行销售相关的收入和成本分别进行会计处理，计入当期损益，不再将试运行销售相关收入抵销相关成本后的净额冲减固定资产成本或者研发支出，并追溯调整 2021 年数据，不再将试运营期间地铁线路收入冲抵建设成

本。此外，广佛线由公司与佛山市轨道交通发展有限公司共同出资建设，是国内首条跨越地级行政区的地铁线路，建成后由公司进行运营管理。截至 2023 年 3 月末，公司持有广东广佛轨道交通有限公司（以下简称“广佛轨道公司”）56.52%的股份，但并未将其纳入合并报表范围，广佛线票务收入不计入公司地铁运营收入。根据公司与广佛轨道公司签订的服务合同，公司每年将收取其一定额度的代管服务费。

表 4：近年来公司地铁运营主要指标情况

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
客运总量（亿人次）	24.14	28.34	23.58	6.71
日均客运量（万人次）	659.16	776.56	646.01	745.81
客车开行列次	2,487,140	2,585,972	2,547,320	643,239
票务收入（亿元）	45.84	50.71	44.07	11.77
票价优惠补贴收入（亿元）	7.00	10.60	11.72	0.00

注：票务收入指地铁运营收入（含税），且包含广佛线运营收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司运营线路数量和地铁运营里程保持稳定，受大环境影响，公司客运总量有所下滑，但 2023 年一季度，公司地铁日均客运量回升至 745.81 万人次，较 2022 年全年平均水平大幅增长近 100 万人次。长期来看，地铁票务执行政府指令性价格，持续得到财政补贴，同时基于政府支持以及公司开展附属资源及产业链上下游拓展等多种经营，公司能够维持日常运营的基本平衡。

地铁建设板块

公司路网建设主要依据广州市建设规划开展，建设资金主要来自于市区分担及公司债务融资，未来公司面临较大的资本支出压力。

公司作为广州市轨道交通线路建设和运营主体，负责广州市城市轨道交通投融资、建设及运营等。地铁建设此前由公司本部建设事业总部负责，2021 年 12 月，公司将建设事业总部改制为广州地铁建设管理有限公司（以下简称“建设公司”），负责公司地铁线路建设管理。

截至 2023 年 3 月末，公司在建地铁线路共计 10 条，计划总投资 2,584.18 亿元，已完成投资 1,422.62 亿元，其中应到位资本金 518.58 亿元，已到位资本金 521.72 亿元，资本金到位情况较好。公司在建轨道交通项目资本金由市级和区级财政按比例共同分担，其余资金由公司通过银行贷款等方式解决，公司在建项目有 941.99 亿元来自于财政资金，占总投资比重为 36.45%。目前公司主要在建线路未来仍需投入 1,161.56 亿元，投资规模较大，公司轨道交通建设面临较大的资本支出压力。拟建项目方面，根据《广州市 2023 年重点建设项目计划》，广州地铁 2023 年新建项目以续建项目为主，且主要与八号线相关，包括八号线北延段支线工程（江府-纪念堂）、八号线北延段工程（浔心-广州北站）和八号线东延段工程（万胜围-莲花）。

公司在推动地铁线网建设的同时，承担着地铁相连区域土地开发整理任务，开发完成后由政府向公司返还相关成本，不产生收入。截至 2022 年末，公司账面上土地开发整理成本余额为 5.83 亿元，由于该投入成本不产生收入，计入其他流动资产中的代垫费用。2022 年公司收到土地整理成本返还 33.63 亿元。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要在建线路情况（公里、亿元）

线路名称	建设长度	建设期间	总投资	已投资	已到位资本金	资金来源	
						资本金（财政）	债务融资
十一号线	42.80	2016~2022	420.58	294.38	95.66	189.26	231.32
十八号线	61.30	2017~2022	456.63	329.04	153.63	167.62	325.38
二十二号线	30.80	2017~2022	275.32	143.59	54.55	90.06	174.81
十三号线二期	33.50	2017~2022	386.47	194.68	51.88	139.69	271.16
三号线东延段	9.58	2018~2023	66.71	37.60	12.76	22.68	44.03
五号线东延段	9.80	2018~2022	87.63	43.93	24.64	29.80	57.84
七号线二期	21.90	2018~2023	169.25	85.18	42.08	57.54	111.70
十号线	19.15	2018~2023	240.99	101.04	22.40	81.94	159.05
十二号线	37.60	2018~2023	374.40	166.14	60.01	127.30	247.11
十四号线二期	11.90	2018~2022	106.20	27.04	4.11	36.11	70.09
合计	278.33	--	2,584.18	1,422.62	521.72	941.99	1,692.49

注：1、部分项目因施工进度影响，建设期间与规划期间不一致；2、总投资金额系项目计划投资金额，实际项目总投资额有调整；3、小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

物业开发板块

公司充分利用地铁线路优势，主要以合作开发的方式地铁沿线物业，平衡轨道建设及运营支出。跟踪期内公司拿地力度较大，但近年来房地产行业景气程度下行，房市去化压力增大，公司在建房地产项目均属于 TOD 上盖且单体规模较大，去化情况一般，需关注公司地产项目推进及去化情况。

房地产开发方面，地铁沿线物业开发由公司房地产业务总部负责统筹，开发模式采用自主开发和合作开发模式，建设完成后，住宅部分全部用于出售，商用部分根据具体情况选择自持、出售、出租或运营。公司土地主要来自于自行招拍挂。

项目区位分布来看，公司房地产开发项目主要位于广州市。跟踪期内，公司无新增完工房地产项目，截至 2023 年 3 月末，公司已完工房地产项目包括紫薇花园、地铁金融城、万胜广场、荔胜广场、动漫星城和贵贤上品等 6 个项目，开发模式均为自行开发，业态涵盖住宅、商业、公寓、写字楼、酒店等。截至 2023 年 3 月末，公司已建项目计划总投资 92.82 亿元，已投资 82.68 亿元，已销售金额（不含出租收入）55.64 亿元，确认收入 58.49 亿元。公司已完工项目回款情况尚可，但部分收益通过租金收入体现，需关注公司房地产项目去化、回款情况。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要完工房地产开发项目情况（万平方米、亿元）

项目	开发模式	主要类型	总投资	可销售面积	已销售面积	累计销售签约额	可出租面积	出租率	累计确认收入
紫薇花园	自行开发	住宅、社区商铺	5.84	12.48	11.49	8.97	-	--	8.91
地铁金融城	自行开发	住宅、酒店、写字楼、裙楼商铺	26.88	20.01	19.78	22.79	12.40	--	23.37
万胜广场	自行开发	写字楼、裙楼商铺、地铁指挥中心	35.81	--	--	--	21.93	99%	2.83
荔胜广场	自行开发	写字楼、裙楼商铺	11.44	7.81	3.10	8.02	6.45	82%	7.60
动漫星城	自行开发	公共设施用地、商服用地	2.65	3.28	3.21	3.85	0.07	--	3.85
贵贤上品	自行开发	住宅、写字楼、裙楼商铺	10.19	7.73	7.43	12.01	1.36	98%	11.94

合计 -- -- 92.82 51.31 45.00 55.64 42.21 -- 58.49

注：1、累计确认收入中包含物业出售收入及物业出租收入；2、地铁金融城项目商场物业仍在持续经营中，无销售计划、酒店物业拟由租转售，正与意向方谈判中，预计 2024 年上半年完成销售；3、荔胜广场包含商场和南塔北塔 2 栋写字楼，目前北塔已售，商场和南塔持续对外经营中，南塔计划 2024 年开始销售；4、合计数与各项加总不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司在建房地产开发项目 11 个，其中除悦江上品和上官苑二期项目为公司自行开发外，其余项目均为合作开发，合作方包括广州越秀企业集团有限公司、新世界发展（中国）有限公司和广州珠江实业集团有限公司等，合作模式主要系由广州地铁成立不同项目公司获取土地，再将项目公司大部分股权在资产评估基础上加上一定溢价转让给合作方，并由合作方操盘，待未来项目出售并偿还借款后即可向公司现金分红，其中赤沙项目为公司控股但由合作方操盘模式进行开发。截至 2023 年 3 月末，在建房地产开发项目总投资 1,156.89 亿元，累计已完成投资 1,044.77 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司在建项目均已实现销售，且悦江上品、品秀星图、品秀星瀚和品秀星樾等 7 个项目已部分交付，同期末，在建项目已确认收入 294.39 亿元。整体来看，公司在建房地产项目均属于 TOD 上盖且单体规模较大，但近年来受房地产市场行情下行影响，去化情况一般，未来需关注在建项目去化情况。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司在建房地产开发项目情况（万平方米、亿元）

项目	开发模式	主要用途	用地面积	建筑面积	总投资	累计完成投资	可销售总面积	已销售面积	累计销售签约额
悦江上品	自行开发	住宅、商铺	10.44	41.95	52.54	45.24	28.54	18.71	112.36
品秀星图	合作开发	住宅、商铺等	32.33	133.14	211.55	202.77	119.21	41.63	111.05
汉溪长隆	合作开发	商住、酒店等	7.09	44.84	105.75	127.50	39.77	36.07	141.63
品秀星瀚	合作开发	住宅、租赁房等	24.21	103.09	139.82	128.84	75.54	26.24	96.37
品秀星樾	合作开发	别墅、公寓	31.24	93.13	142.69	83.25	82.33	36.47	95.00
品实云湖花城	合作开发	住宅	22.29	52.12	116.14	51.15	65.88	12.44	48.61
镇龙项目	合作开发	商住	24.22	70.34	55.00	120.48	71.68	15.51	62.11
水西项目	合作开发	商住	8.73	33.18	29.00	98.09	31.35	0.20	1.24
槎头西项目	合作开发	商住	6.79	43.17	72.70	60.70	26.17	5.15	23.29
赤沙项目	合作开发	住宅	11.09	44.24	191.88	99.83	27.68	13.62	144.67
上官苑二期	自行开发	住宅	3.45	17.63	39.82	26.93	11.54	0.16	0.58
合计	--	--	181.88	676.84	1,156.89	1,044.77	579.69	206.19	836.92

注：1、悦江上品是公司鹤山市方圆房地产发展有限公司共同拿地、独立开发的项目，累计完成投资额为资金支付口径；2、合计数与各项加总数不一致系四舍五入导致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司拟建房地产开发项目共 6 个，预计总投资 352.93 亿元。其中 2022 年 5 月，广州市 2022 年首批集中供地出让，公司以 165.19 亿元拿下石井水泥厂西地块、白云区东平地铁站综合开发、海珠赤沙车辆段和海珠区石榴岗南侧地块，未来将通过转股合作开发或自行开发方式实现收益，需关注上述项目开发进度及股转实施情况。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司拟建房地产开发项目情况（万平方米、亿元）

项目	开发模式	主要业态	建筑面积	总投资	2023 年投资计划	地价
----	------	------	------	-----	------------	----

东平	自行开发	住宅	4.69	19.27	1.60	11.72
棠溪西项目	合作开发	商业	19.36	29.05	2.03	10.37
棠溪东项目	自行开发	商业	16.99	26.65	7.06	8.98
石井水泥厂	合作开发	住宅、商业	26.73	72.84	4.85	37.86
石榴岗	自行开发	住宅、商业	7.01	33.07	2.50	21.07
赤沙南	合作开发	商业、住宅	41.95	172.06	5.48	94.54
合计	--	--	116.72	352.93	23.52	184.53

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体上看，“地铁+物业”仍是公司目前和未来的经营重点，公司作为地铁建设主体，具备地铁沿线储备及上盖物业规划的突出优势；另一方面，公司通过与国内领先地产商合作，积累开发经验，选择合适项目自行开发。但是，房地产开发业务受宏观调控政策影响较大，近年来商品房销售明显降温，房地产市场整体去化压力有所上升，中诚信国际将对公司在建及在售房地产项目的持续推进及项目去化情况保持持续关注。

行业对外服务板块

公司依托轨道交通建设与运营，拓展行业对外服务板块业务，地铁行业对外服务经营模式较为稳定，且具有一定盈利能力，但业务开展与广州地铁投资建设关联度较高。

公司行业对外服务主要包括地铁设计咨询、监理服务、培训等业务，其中设计咨询业务主要由上市子公司地铁设计（003013.SZ）负责。地铁设计公司承接轨道交通建设规划修编、在建线路设计、新线前期规划研究等项目。地铁设计公司拥有国家工程设计综合甲级、工程勘察综合甲级、城乡规划编制甲级、人防设计甲级、甲级测绘等行业最高资质以及工程咨询甲级资信评价等资质，在业务技术、科研创新、服务品牌和市场占有率方面位居国内前列。地铁设计公司主要客户为各地轨道交通公司，包括广州地铁、深圳地铁、福州地铁集团有限公司、武汉地铁、长沙市轨道交通集团有限公司等公司，其中广州地铁是地铁设计公司最主要客户，2022 年广州地铁为地铁设计公司贡献收入占其总营业收入的 23.82%。地铁设计公司近年来业务发展较为稳定，截至 2022 年末，地铁设计公司已签订的合同保有量累计超过 120 亿元。

表 9：近年来地铁设计公司业务和财务情况

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
签订合同数	376	113	504	142
签订合同金额（万元）	145,335.00	42,118.00	289,352.00	237,784.00
营业收入（亿元）	18.70	23.81	24.76	6.05
净利润（亿元）	2.86	3.57	4.06	1.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司监理业务主要由子公司广州轨道交通建设监理有限公司（以下简称“监理公司”）负责。监理公司拥有市政工程监理甲级，房屋建筑工程监理甲级、环境监理甲级、设备监理机构甲级、机电安装工程监理乙级等多项资质。2022 年，公司签订合同 141 个，签订合同金额 7.05 亿元，承担了广州、深圳、长沙、南京、南宁等 26 个城市的轨道交通监理、项目咨询、车辆监造等业务，2022 年，监理公司实现营业收入 3.56 亿元，主要客户包括广州地铁、深圳地铁、西安市轨道交通集团有限公司等企业。

资源经营业务板块

商业资源经营是公司地铁运营的衍生业务，为公司提供稳定的收入来源，但受外部竞争等因素影响收入规模有一定波动，后续经营情况需持续关注。

公司商业资源经营业务涵盖广告、商贸、通信等方面，商业资源经营主要围绕地铁线网周边策划、开发、运营和管理。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司商业资源经营板块收入分别为 7.87 亿元和 1.24 亿元，2022 年收入水平同比小幅减少。

公司广告业务分为传统媒体和播音导向两个板块，其中传统媒体板块由子公司广州地铁德高广告有限公司和广州地铁传媒有限公司（以下简称“地铁传媒”）负责，通过合作经营的方式，对地铁车站、通道及出入口的传统媒体（如灯箱、列车看板和立柱等）进行运营；播音导向板块由地铁传媒负责，采取代理模式对列车车厢播音、车站出口咨询和出口导向等进行经营。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现广告收入 4.73 亿元和 0.86 亿元，2022 年收入同比减少 15.12%，受其他传播平台分流广告客户影响所致。

公司商贸经营包括商贸资源的经营策划、招商、经营管理及服务。经营业态包括站厅商铺（如便利店、鲜花店和餐饮店等）、自助设备（如售货机、充值服务机和银行服务机等）和地铁商业街等。其中站厅商铺和自助设备采取自主招商模式进行经营，客户群体为各类商铺租户，地铁商业街采用代理方式进行经营，客户为商业街租户。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现商贸经营收入 1.46 亿元和 0.19 亿元，收入规模较 2021 年变化较小。

通信系统是解决地下空间通信盲区的重要设施，不仅为乘客提供无缝隙、不间断的移动通信服务和 IC 卡电话服务，还为地铁商户提供有线电话、数据专线、上网等服务。通信系统运营商因租用公司铺设的通信电缆或占用地铁空间铺设通信电缆而向公司支付一定的费用。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现通信系统收入 1.68 亿元和 0.19 亿元，2022 年通信业务收入同比增长较多系 2021 年部分收入延期至 2022 年确认所致。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司将广东珠三角城际轨道交通有限公司（以下简称“珠三角城际”）无偿划转至广州市政府持有，但受益于政府资产注入支持，跟踪期内公司所有者权益小幅减少，仍具备很强的资本实力；跟踪期内，受业务扩张及收并购等影响，公司债务规模增长较快，财务杠杆水平逐年上升但仍较为适中，资本结构仍有待优化，同时经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力仍有待提升。

资本实力与结构

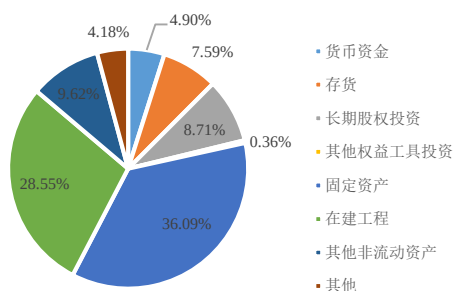
跟踪期内，受珠三角城际股权划出和政府资产注入综合影响，公司所有者权益小幅减少，但仍保持很强的资本实力。跟踪期内，公司项目投入不断增加，资产规模保持增长趋势，并在广州市市级平台中处于前列；公司资产收益性尚可，但流动性不足，整体资产价值较高；公司债务融资规模较大，杠杆水平逐年上升。

¹ 公司持有的珠三角公司股权计入其他权益工具投资，未将珠三角公司纳入合并报表范围。

作为广州市唯一的轨道交通投资建设和运营主体，公司地位重要，近年来匹配政府战略，服务于市内轨道交通建设和运营，资产规模保持增长态势，2020~2022 年复合增长率 12.29%。

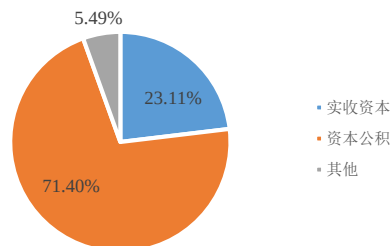
轨道交通建设和运营是公司最核心业务板块，资产主要由轨道交通投资建设和房地产开发形成的在建工程、固定资产、长期股权投资、其他非流动资产等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重超过 80%，且预计未来公司资产结构将保持相对稳定。其中，公司长期股权投资主要为对轨道交通行业上下游产业相关公司及房地产开发项目公司的投资，跟踪期内对广州广花城际轨道交通有限公司、广东广湛铁路有限责任公司、广州南沙港铁路有限责任公司等企业新增投资规模较大；公司其他非流动资产亦保持较大规模，主要系预付工程款，跟踪期内新增对新广从路南北段²建设投入 53.61 亿元；如前所述，2022 年公司参与广州市集中供地推升存货规模大幅增长 140.75%至 440.86 亿元，对公司资金形成一定占用。同时，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，随着业务及债务规模的扩张保持增长趋势，且货币资金受限规模较小。总体来看，公司资产具备较好收益性，但流动性不足，整体资产价值较高。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年 12 月，根据政府相关要求，广州地铁将其持有的珠三角城际股权无偿划转至广州市政府持有，减少资本公积 342.84 亿元，但受益于政府的持续支持，2022 年资本公积增加 218.76 亿元，综合影响下带动经调整的所有者权益³同比小幅减少至 2,458.67 亿元。2023 年 3 月末，受益于政府注资，公司资本公积增加至 1,922.89 亿元，预计未来政府将持续向公司拨付建设资金，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将保持强劲。

受债务规模增长影响，2022 年末公司资产负债率上浮至 55%以上，总资本化比率超过 50%。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，并进一步推高公司财务杠杆水平。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	4,607.42	5,268.88	5,809.54	6,008.92
非流动资产占比	87.25	87.02	84.63	83.20
经调整的所有者权益合计	2,430.35	2,577.29	2,458.67	2,569.80

² 因新广从路南北段与十四号线一期工程共用走廊带，该项目由广州地铁一并建设投入。

³ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债形成的其他权益工具，截至 2022 年末上述调整项金额为 70 亿元（占比 2.77%）。

资产负债率	45.73	49.76	56.47	56.07
总资本化比率	40.60	44.27	50.79	50.63

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量一般，跟踪期内经营活动贡献的现金净转为净流出，经营获现能力较为一般，且持续大规模的轨道建设项目和地产投资加大资金缺口，经营发展对外部融资有较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

受益于业务的扩张及较快的多元化发展，公司近年收入保持增长，但受房地产项目的销售进度影响，公司经营活动净现金流波动较大，近年来公司收现比始终大于 1，收入质量尚可。

跟踪期内，公司经营活动净现金流转为净流出状态。具体来看，2022 年，公司赤沙项目开始预售及收到较大规模税费返还带动经营活动现金流入同比大增，但公司参与土地竞拍导致购买商品、接受劳务支付的现金同比亦大幅增加，加之地铁运营业务客运量下降，票务收入下滑影响，综合影响下公司经营活动现金转为净流出状态，公司经营活动获现能力总体表现一般。公司经营活动净现金流受房地产项目销售回款情况影响很大，需关注房地产市场行情变化对公司现金流活动的影响。

2022 年，轨道交通项目的持续投资使得公司投资活动现金流出规模较大，但投资活动基本未产生现金流入，因此公司投资活动现金流仍呈大额净流出状态。根据其自身发展计划及投资业务的定位，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

跟踪期内，如前所述，公司投资活动的资金缺口维持在较大规模，经营活动净现金流由正转负，加之债务偿还金额逐年快速增长，进一步加剧了公司对外部融资的需求。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等方式筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口。

表 11：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	12.79	0.92	-69.29	-26.19
投资活动产生的现金流量净额	-441.50	-461.87	-457.70	-53.78
筹资活动产生的现金流量净额	496.10	511.53	555.41	186.18
现金及现金等价物净增加额	66.74	50.38	29.38	105.92
收现比	1.01	1.12	2.05	1.68

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模逐年增长，债务负担相对较重，且短期债务占比较高；跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平有所减弱，且不能覆盖利息支出，整体偿债能力有待提升。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，2020~2022 年末债务的复合增长率 23.61%。公司债务以银行借款、发行债券为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，债务类型及渠道较多元；公司短期债务占比有所提高，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构有一定优化空间。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4 年及以上
银行借款	1,841.58	683.89	197.91	87.74	95.51	776.54
债券融资	767.56	365.59	77.82	143.84	144.95	35.36
其他	26.05	0.00	0.00	0.00	0.00	26.05
合计	2,635.19	1,049.48	275.72	231.58	240.46	837.95

注：1、债券融资包含超短期融资券、公司债券、可续期公司债券、企业债券、中期票据、资产支持证券和资产支持票据等；2、其他包括国开发展基金借款和融资租赁款；3、小数加总不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司运营成本高企，并且随着线路投运不断攀升，跟踪期内，客运总量和票务收入下滑，公司经营业务利润亏损幅度加大，EBITDA 呈下降趋势。同时，债务规模的增长导致公司利息支出上升较快，公司 EBITDA 不能有效覆盖利息支出且保障能力持续下滑。公司经营活动净现金流无法有效覆盖利息支出。

表 13：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3/2023.3
总债务	1,661.12	2,047.19	2,538.11	2,635.19
短期债务占比	31.72	34.06	44.65	39.83
EBITDA	35.43	23.66	13.44	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.67	0.34	0.18	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.24	0.01	-0.94	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

根据 2022 年 12 月 31 日《广州市珠三角城际轨道项目和广东珠三角城际轨道交通有限公司交接专项工作小组第三次会议纪要》穗珠三角交接小组会议纪要（2023）1 号，广州地铁将其直接持有的珠三角公司股权以及代持的广州市出资形成的珠三角公司股权无偿划转至广州市政府持有，受此影响，广州地铁资本公积减少 342.84 亿元，截至本报告出具日，珠三角城际公司工商变更尚未办理完毕。

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产余额 89.07 亿元，主要为用于抵押融资的存货，受限资产占当期末总资产的 1.48%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，除地产业务为商品房承购人提供公积金抵押贷款阶段性担保外，公司无其他对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测⁴

假设

——2023 年，公司仍作为广州市唯一的轨道交通建设与运营主体，没有显著规模的资产划入和划

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

出。

——2023 年，公司地铁运营板块收入有所增长，盈利能力有所改善；其他各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 400~500 亿元，股权类投资规模在 80~100 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年获得资本金注入 200~220 亿元，新增债务类融资 1,400~1,600 亿元。

预测

表 14：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	44.27	50.79	48.05~58.72
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.34	0.18	0.50~0.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

跟踪期内，公司经营活动净现金流转为净流出状态，但截至 2023 年 3 月末，公司可用账面资金为 390.12 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 4,857.79 亿元，尚未使用授信额度为 2,812.93 亿元，备用流动性较为充足。此外，广州市经济基础好，区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；作为广州市唯一的轨道交通建设和运营主体，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手批文 275 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规模，未来一年投资支出主要集中于地铁线路和房地产项目建设投资，资金需求约 400 亿元。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 1,049.48 亿元，此外 2022 年公司利息支出已增至 73 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖，发生流动性问题的可能性较低。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司 ESG 表现较好，ESG 对持续经营和信用水平基本无影响。

环境方面，公司的轨道建设类业务可能会面临一定环境风险，跟踪期内，因违法占用耕地、一般

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

农用地和建设用地受到行政处罚，目前尚未受到安全生产等监管处罚。

社会方面，公司积极履行社会责任，公司作为广州市属头部企业，在救灾助困、公益事业等方面承担一定的社会责任。

治理方面，广州地铁战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时。但近年来曾出现高管人员因涉嫌违纪违法事项被调查的情况，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

外部支持

中诚信国际认为，广州市政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

广州市作为广东省省会城市，是中国最主要的对外开放城市之一，是珠三角都市圈核心城市、粤港澳大湾区的重要组成部分，人口虹吸效应明显；同时，广州市是我国重要的工业基地、华南地区的综合性工业制造中心，目前已形成汽车制造业、电子产品制造业和石油化工制造业三大支柱产业，产业内部构成不断优化，发展质量和效益不断提升，为全市经济、财政实力增长提供了有力支撑，广州市经济实力和财政综合实力极强，在广东省 21 个市持续高居前列。广州市 2022 年政府债务余额虽居全省第一位，但广义债务率仍处于全省及全国中下游水平，区域内隐性债务现已清零，整体债务压力相对较轻。

同时，广州市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性很强：公司作为广州市唯一的轨道交通建设运营主体，承担了广州市轨道交通项目的投融资和建设任务，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，公司区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由广州市人民政府直接控股，根据市政府意图承担轨道交通项目投融资任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付、运营补贴、土地储备收益资金支持等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2020~2022 年，公司分别获得广州市政府轨道交通建设专项资金 64.64 亿元、66.71 亿元和 40.29 亿元，2022 年，公司收到新六区（越秀、荔湾、海珠、天河、黄埔、白云）专项资金投入 62.47 亿元，2022 年公司获得政府拨付具有明确使用用途的财政资金及拨款超 208.25 亿元，资本金的注入为公司地铁项目建设的顺利进行提供了有力支持和保障。

表 15：2022 年广州市级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
广州交通投资集团有限公司	广州市国资委 100%	公司作为广州市最重要的高速公路投资运营主体，承担了广州市及周边地区经营性交通基础设施项目的投融资和建设任务	1,789.60	484.64	72.92	109.74	3.77	238.80
广州越秀集团股份	广州市国	公司作为广州市资产	9,034.77	1,576.34	82.55	1,060.29	108.84	526.20

有限公司	资委 89.1%	规模最大的国有企业集团之一，已形成以金融、房地产、交通基建和食品板块为核心的多元化发展的业务格局							
广州地铁集团有限公司	广州市人民政府 100%	公司作为广州市轨道交通类基础设施建设项目的投资运营主体，主要负责广州城市轨道交通系统的工程建设、运营管理和附属资源开发经营	5,809.54	2,528.67	56.47	122.85	9.02	633.33	
广州市城市建设投资集团有限公司	广州市国资委 90%	公司是广州市城市基础设施建设和资产运营主要实体	3,584.55	1,526.69	57.41	305.57	-3.23	148.00	
广州市公共交通集团有限公司	广州市人民政府 100%	公司是广州市重要的公共交通及道路运输主体	253.56	77.92	69.27	82.03	-0.92	38.74	

注：1、上表中债券余额为截至 2023 年 5 月 17 日数据；2、广州交投债券余额中未包含平安广河(CP121538)债券余额 91.14 亿元。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，广州市政府的支持能力很强，对公司支持意愿强，可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，广州地铁与南京地铁、深圳地铁和武汉地铁等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均很强，上述公司均能获得当地政府有力的外部支持，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，广州市与南京市、深圳市、武汉市等的行政地位相当，广州市与深圳市经济总量规模很大，但广州市一般公共预算收入规模处于可比区间，其财政平衡率处于相对较低水平，对当地平台企业的支持能力整体处于同一档次。广州地铁与上述平台均为市国资委或市人民政府实际控制的轨道交通建设运营主体，均能获得当地政府有力的外部支持。

其次，广州地铁的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的主要定位，公司与可比对象均具有较强业务竞争优势，与可比对象相比较，公司地铁运营里程和客运总量均处于前列，地铁业务经营较好。

财务表现方面，广州地铁的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模高于比较组平均水平，总体资本实力很强；财务杠杆处于行业中等偏低水平；EBITDA 对利息覆盖能力处于中下游水平；债券市场认可度较高，可用银行授信充足，再融资能力较强。

表 16：2022 年同行业对比表

	广州地铁	南京地铁	深圳地铁	武汉地铁
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	广州市	南京市	深圳市	武汉市
GDP（亿元）	28,839.00	16,907.85	32,387.68	18,866.43
GDP 增速（%）	1.0	2.1	3.3	4.0
人均 GDP（万元）	15.36	17.88	18.33	13.78
一般公共预算收入（亿元）	1,810.00	1,558.21	4,012.30	1,504.74

公共财政平衡率（%）	59.09	85.21	80.29	67.56
政府债务余额（亿元）	4,655.60	2,988.20	2,082.88	6,295.13
控股股东及持股比例	广州市人民政府，100%	南京市国资委 96.89%	深圳市国资委，100%	武汉市国资委 88.06%
职能及地位	唯一的轨道交通建设运营主体	南京市唯一的轨道交通建设和运营主体	唯一的轨道交通建设和运营的主体	武汉市唯一的轨道交通建设和运营的主体
核心业务及收入占比	地铁运营业务 48.39%，物业开发 14.27%，行业对外服务 34.06%	地铁运营 59.23%、租赁 9.96%、售房 9.14%	站城一体化开发 66.93%，地铁运营 32.25%	票款收入 30.81%、资源一级开发 53.15%
地铁运营里程（公里）	621.02	426.60	516.67	460.76
总资产（亿元）	5,809.54	2,747.77	6,616.10	4,365.64
所有者权益合计（亿元）	2,528.67	886.05	3,115.56	1,363.45
负债总额（亿元）	3,280.87	1,861.73	3,500.54	3,002.19
资产负债率（%）	56.47	67.75	52.91	68.77
营业总收入（亿元）	122.85	24.50	239.76	101.50
净利润（亿元）	9.02	3.36	8.66	15.63
EBITDA（亿元）	13.44	22.42	94.19	31.29
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.18	0.35	1.34	0.30
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-69.29	-4.59	59.39	43.45
可用银行授信余额（亿元）	2,812.93	557.38	2,432.49	809.00
债券融资余额（亿元）	633.33	368.00	436.35	436.35

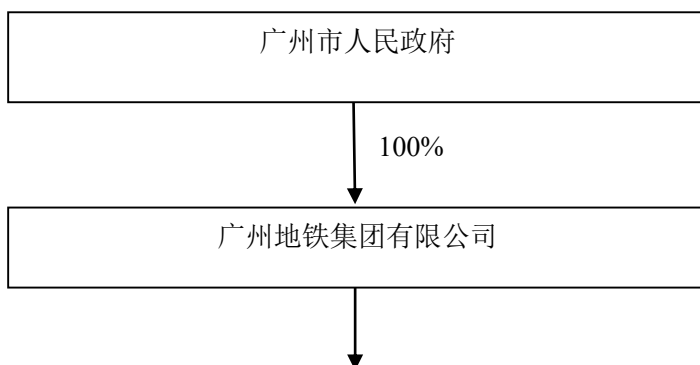
注：1）广州地铁、武汉地铁和深圳地铁授信余额数据为截至 2023 年 3 月末，南京地铁为 2022 年 3 月末数据；2）债券融资余额为截至 2023 年 5 月 17 日数据；3）广州地铁、武汉地铁和深圳地铁运营里程数据均为截至 2023 年 3 月末数据；4）南京地铁和武汉地铁的 EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数为 2021 年数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

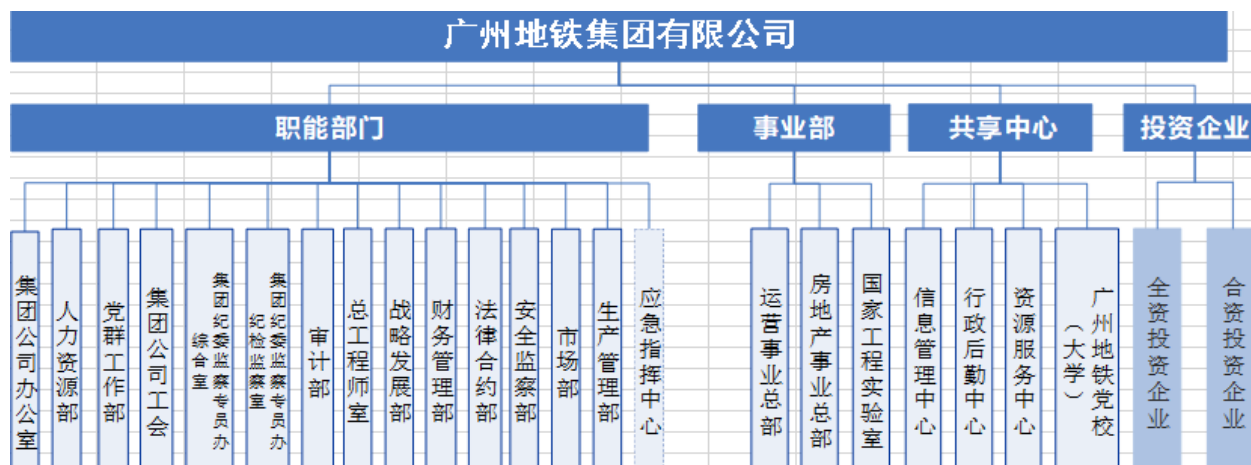
评级结论

综上所述，中诚信国际维持广州地铁集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 广铁 01”、“21 广铁 02”、“21 广铁 03”、“22 广铁 01” 的债项信用等级为 **AAA**。

附一：广州地铁集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2023 年 3 月末)



序号	公司名称	注册资本 (万元)	投资金额 (万元)	股权及表决权占比	公司层级
1	广州地铁 (佛山南海) 房地产开发有限公司	70,200.00	70,200.00	100%	2
2	广州地铁设计研究院股份有限公司	40,001.00	31,100.31	77.75%	2
3	广州地铁设计院施工图咨询有限公司	300.00	300.00	100%	3
4	广州蓝图办公服务有限公司	714.86	714.86	100%	3
5	佛山轨道交通设计研究院有限公司	1,000.00	600.00	60%	3
6	广州地铁传媒有限公司	1,500.00	1,080.00	72%	2
7	广州地铁物资有限公司	2,000.00	2,000.00	100%	2
8	广州地铁德高广告有限公司	2,000.00	1,020.00	51%	2
9	广州有轨电车有限责任公司	32,000.00	32,000.00	100%	2
10	广州轨道交通建设监理有限公司	1,230.00	1,230.00	100%	2
11	广州地铁商业发展有限公司	2,050.00	2,050.00	100%	2
12	广州铁路投资建设集团有限公司	937,337.91	937,337.91	100%	2
13	广州综合交通枢纽发展有限公司	4,000.00	4,000.00	100%	3
14	广州地铁建设投融资有限公司	280,000.00	20,000.00	7.14%	2
15	广州地铁投融资 (香港) 有限公司	69,126.35	69,126.35	100%	2
16	广东城际铁路运营有限公司	50,000.00	50,000.00	100%	2
17	广州地铁投融资 (维京) 有限公司	68,572.58	68,572.58	100%	2
18	广州市云胜房地产开发有限公司	85,500.00	28,800.00	100%	2
19	广州市品臻房地产开发有限公司	575,600.00	293,576.40	51%	2
20	广州穗铁天兴服务管理有限公司	100.00	100.00	100%	2
21	广州地铁建设管理有限公司	20,000.00	20,000.00	100%	2
22	广州市品苑房地产开发有限公司	119,500.00	79,644.00	100%	2



资料来源：公司提供

附二：广州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：亿元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	204.91	255.17	284.42	390.51
非受限货币资金	204.26	254.64	284.03	390.12
应收账款	30.81	31.02	27.54	32.76
其他应收款	147.43	111.62	80.75	85.00
存货	70.75	183.12	440.86	442.70
长期投资	533.46	675.52	526.96	564.92
在建工程	1,302.29	1,611.97	1,658.34	1,737.45
无形资产	7.80	7.42	7.27	7.22
资产总计	4,607.42	5,268.88	5,809.54	6,008.92
其他应付款	23.69	37.47	63.80	55.59
短期债务	526.86	697.36	1,133.34	1,049.48
长期债务	1,134.26	1,349.83	1,404.77	1,585.71
总债务	1,661.12	2,047.19	2,538.11	2,635.19
负债合计	2,107.06	2,621.59	3,280.87	3,369.12
利息支出	52.62	70.04	73.37	17.85
经调整的所有者权益合计	2,430.35	2,577.29	2,458.67	2,569.80
营业总收入	128.91	136.05	122.85	35.53
经营性业务利润	-20.08	-22.19	-51.62	-4.46
其他收益	5.10	2.04	12.94	0.07
投资收益	22.15	14.72	14.13	5.00
营业外收入	0.38	0.29	0.30	0.07
净利润	2.30	3.04	9.02	0.19
EBIT	25.75	11.54	-0.55	--
EBITDA	35.43	23.66	13.44	--
销售商品、提供劳务收到的现金	129.79	152.63	251.47	59.74
收到其他与经营活动有关的现金	98.67	108.38	68.27	2.94
购买商品、接受劳务支付的现金	85.09	155.16	235.87	22.36
支付其他与经营活动有关的现金	68.87	37.80	101.31	23.82
吸收投资收到的现金	212.24	155.74	201.66	94.88
资本支出	343.99	405.40	409.13	40.05
经营活动产生的现金流量净额	12.79	0.92	-69.29	-26.19
投资活动产生的现金流量净额	-441.50	-461.87	-457.70	-53.78
筹资活动产生的现金流量净额	496.10	511.53	555.41	186.18
现金及现金等价物净增加额	66.74	50.38	29.38	105.92
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	12.42	12.40	-3.11	19.51
期间费用率（%）	28.50	25.92	43.99	24.57
应收类款项占比（%）	3.87	2.71	1.86	1.96
收现比（X）	1.01	1.12	2.05	1.68
资产负债率（%）	45.73	49.76	56.47	56.07
总资本化比率（%）	40.60	44.27	50.79	50.63
短期债务/总债务（%）	31.72	34.06	44.65	39.83
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.24	0.01	-0.94	--
总债务/EBITDA（X）	46.88	86.53	188.90	--
EBITDA/短期债务（X）	0.07	0.03	0.01	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.67	0.34	0.18	--

注：中诚信国际根据 2020 年、2021 年、2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；其他流动负债中的带息债务调入短期债务，其他非流动负债、长期应付款、其他权益工具中的带息债务调入长期债务。

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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
现金流	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
	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn