



深圳市地铁集团有限公司 2023 年面向 专业投资者公开发行人公司债券（第六 期）信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20232372D-01

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。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了绿色债券评估服务，经审查不存在利益冲突的情形。
- 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。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、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，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并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。
- 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。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 7 月 27 日

发行人

深圳市地铁集团有限公司

本期债项评级结果

深圳市地铁集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第六期)
(品种一) **AAA**深圳市地铁集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第六期)
(品种二) **AAA**

发行要素

本期债券发行规模为不超过 19 亿元 (含), 分两个品种, 品种一期限为 2 年期, 品种二期限为 10 年期。本期债券引入品种间回拨选择权, 回拨比例不受限制。本期债券每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付, 募集资金在扣除发行费用后, 拟用于偿还到期债务和补充流动资金。

评级观点

中诚信国际认为深圳市的政治经济地位重要, 经济财政实力及增长能力在国内领先, 潜在的支持能力很强。深圳市地铁集团有限公司 (以下简称“深圳地铁”或“公司”) 在深圳市轨道交通领域中发挥重要作用, 战略地位显著, 具备极强的业务竞争力, 且能得到深圳市政府的大力支持, 资本实力极强。此外, 深圳地铁作为万科企业股份有限公司 (以下简称“万科股份”) 第一大股东, 每年可获得较大规模的投资收益, 对利润总额贡献很大; 但同时, 需关注债务增长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及投资收益易受房地产市场及调控政策影响对公司经营和整体信用状况造成的影响。

正 面

- **强劲的区域经济财政实力。**深圳市作为我国首个经济特区, 地理位置优越, 经济高度发达, 区域经济财政实力及增长能力在国内处于领先水平。
- **战略地位显著, 具备极强的业务竞争力。**公司是深圳市轨道交通建设和运营的重要主体, 战略地位显著, 目前构建了“轨道+”的业务发展格局, 具备极强的竞争力。
- **有力的外部支持。**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, 资本实力极强。
- **持有优质上市公司股权, 可获得较大规模投资收益。**公司为万科股份第一大股东, 每年可获得较大规模的投资收益, 系公司利润总额的主要构成。

关 注

- **债务规模增长较快且未来面临一定的资本支出压力。**随着业务的持续发展, 公司对外融资需求持续增加, 债务规模增长较为迅速, 短期偿债压力有所上升。同时公司在建及拟建项目量丰富, 投资规模较大, 未来面临一定的资本支出压力。
- **站城一体化开发业务及投资收益易受房地产市场及调控政策影响。**“轨道+物业”的一体化开发是公司收入的重要来源, 万科股份带来的投资收益对公司利润总额贡献度亦很高, 但公司物业开发及万科股份经营业绩易受房地产市场行情变化及国家调控政策影响, 需关注公司相关业务开展带来的风险以及万科股份的经营情况。

项目负责人: 张 蕾 lzhang02@ccxi.com.cn

项目组成员: 全晓燕 xyquan@ccxi.com.cn

评级总监:

电话: (027)87339288

财务概况

深圳地铁 (合并口径)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计 (亿元)	4,924.58	5,935.07	6,616.10	6,679.59
经调整的所有者权益合计 (亿元)	2,972.24	3,051.63	3,115.56	3,109.18
负债合计 (亿元)	1,952.34	2,883.44	3,500.54	3,570.40
总债务 (亿元)	1,226.83	1,953.07	2,373.32	2,467.10
营业总收入 (亿元)	208.28	163.97	239.76	36.84
经营性业务利润 (亿元)	-4.69	-34.14	-47.94	-12.78
净利润 (亿元)	111.02	28.90	8.66	-9.41
EBITDA (亿元)	168.48	94.01	94.19	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-106.57	-130.52	59.39	5.13
总资本化比率(%)	29.22	39.02	43.24	44.24
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.20	1.66	1.34	-

注：1、中诚信国际根据深圳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 2021 年度审计报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年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 年审计报告期初数及上年数，2022 年、2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；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 2023 年一季度现金流量补充资料，故相关计算指标失效；4、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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

发行人概况

深圳地铁成立于 1998 年 6 月 23 日，初始注册资本为 10.00 亿元，后经过多次增资，截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 466.22 亿元，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”）是公司唯一股东及实际控制人。公司业务涉及地铁建设运营、铁路建设运营、站城一体化开发、资源开发、物业管理等，是深圳市轨道交通建设和运营的重要主体。

表 1：截至 2023 年 3 月末公司主要的一级子公司情况（亿元、%）

全称	简称	持股比例	截至 2023 年 3 月末			2022 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
深圳地铁建设集团有限公司	深铁建设	100	3.04	1.27	58.22	3.30	0.02
深圳地铁运营集团有限公司	深铁运营	100	3.78	0.97	74.34	43.48	0.03
深圳地铁置业集团有限公司	深铁置业	100	67.54	40.81	39.58	5.48	3.07
深圳地铁前海国际发展有限公司	前海国际	100	424.53	274.83	35.26	144.09	38.20
深圳市地铁商业管理有限公司	深铁商业	100	3.96	1.20	69.70	3.70	0.29

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

发行条款

公司本期债券的发行规模为不超过 19 亿元（含），债券分两个品种，品种一期限为 2 年期，品种二期限为 10 年期。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债券采用单利按年计息，不计复利。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还到期债务和补充流动资金。

发行人信用质量分析概述

区域环境

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，是我国 5 个计划单列市之一、15 个副省级城市之一，总面积 1,997.47 平方千米，辖 9 个区和 1 个新区（福田区、罗湖区、盐田区、南山区、宝安区、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区）。截至 2022 年末，深圳市常住总人口为 1,766.18 万人，自设市以来常住人口数量首次出现下降。

近年来深圳市各项经济指标均排在全国前列。2022 年，深圳市实现地区生产总值 32,387.68 亿元，同比增长 3.3%，生产总值在广东省内排名第一位，全国排名第三位，仅次于上海市和北京市；同年，深圳市人均 GDP 为 18.33 万元，居省内第一位。

表 2：2022 年广东省下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（元）	排名	金额（亿元）	排名
广东全省	129,118.58	--	101,905.00	--	13,279.73	--
深圳市	32,387.68	1	183,275.00	1	4,012.27	1

广州市	28,839.00	2	153,625.00	3	1,854.73	2
佛山市	12,698.39	3	132,935.42	4	796.94	3
东莞市	11,200.32	4	107,010.11	5	766.04	4
惠州市	5,401.24	5	89,157.00	6	441.71	5
珠海市	4,045.45	6	163,700.00	2	437.37	6
茂名市	3,904.63	7	62,685.00	10	140.99	12
江门市	3,773.41	8	78,644.00	8	263	8
湛江市	3,712.56	9	52,787.00	14	146.89	10
中山市	3,631.28	10	81,620.00	7	316	7
汕头市	3,017.44	11	54,504.00	13	127.96	13
肇庆市	2,705.05	12	65,513.00	9	160.83	9
揭阳市	2,260.98	13	40,535.23	20	71.38	19
清远市	2,032.02	14	50,982.76	16	141	11
韶关市	1,563.93	15	54,776.12	12	94.52	15
阳江市	1,535.02	16	58,556.00	11	78.35	17
汕尾市	1,322.02	17	49,242.00	17	61.3	20
梅州市	1,318.21	18	34,033.79	21	83.96	16
潮州市	1,312.98	19	50,988.00	15	49.22	21
河源市	1,294.57	20	45,563.00	19	71.64	18
云浮市	1,162.43	21	48,772.95	18	100.41	14

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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，形成了以工业和服务业为主导的产业格局。稳定的经济增长和合理的产业结构为深圳市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入基数较大，自给能力强且税收占比较高，财政收入质量较好，政府性基金收入亦是深圳市地方政府财力的重要补充。2022 年，受留抵退税和宏观经济影响，深圳市实现一般公共预算收入 4,012.27 亿元，同比下降近 246 亿元，房地产市场景气度不佳亦使得政府性基金收入同比大幅减少，财政收支压力有所加大。再融资环境方面，深圳市广义债务率处于全国下游水平，同时区域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在全国处于较低水平，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 3：近年来深圳市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	27,670.24	30,664.85	32,387.68
GDP 增速（%）	3.1	6.7	3.3
人均 GDP（万元）	-	17.37	18.33
固定资产投资增速（%）	8.2	3.7	8.4
一般公共预算收入（亿元）	3,857.46	4,257.8	4,012.27
政府性基金收入（亿元）	1,287.24	1,373.7	1,025.78
税收收入占比（%）	80.24	81.04	77.62
公共财政平衡率（%）	92.32	93.16	80.29

注：1、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%；2、“-”表示数据不可得。

资料来源：深圳市政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，深圳地铁的业务风险极低，公司作为深圳市轨道交通领域的重要主体，主要承担深圳市轨道交通建设、地铁和铁路运营与管理等方面的任务，具有极强的业务竞争力；公司围绕“三铁合一”和“四位一体”产业布局，形成了地铁建设运营、铁路建设运营、站城一体化开发、物业管理、资源开发等业务板块，构建了“轨道+”的业务发展模式，公司业务稳定性和可持续性极强。

值得注意的是，站城一体化开发业务系公司收入的重要来源，同时万科股份带来的投资收益对利润形成很大贡献，但站城一体化开发业务及万科股份经营业绩易受房地产市场行情变化及国家调控政策影响，后续经营情况需持续关注。

表 4：2020~2022 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	35.12	16.86	-117.28	39.18	23.90	-106.00	37.58	15.67	-172.27	12.80	34.74	-82.81
铁路运营	4.08	1.96	-14.31	0.85	0.52	-58.02	0.51	0.21	-167.69	0.14	0.37	-43.32
资源开发	6.72	3.22	64.09	8.76	5.34	35.62	8.31	3.47	31.69	1.40	3.80	39.05
物业管理	3.24	1.56	7.74	3.57	2.17	5.17	3.66	1.53	6.75	1.01	2.75	15.52
市政设计	5.58	2.68	27.70	5.37	3.28	33.29	5.05	2.11	30.79	0.55	1.48	-24.84
建材交易	-	-	-	7.69	4.69	3.50	18.88	7.88	4.37	3.89	10.56	4.85
站城一体化开发	149.43	71.75	72.02	95.71	58.37	69.67	160.48	66.94	54.62	15.81	42.92	60.37
其他	4.11	1.97	39.39	10.52	1.73	19.82	5.28	2.20	34.84	1.24	3.37	60.18
营业收入/毛利率合计	208.28	100.00	35.32	163.97	100.00	18.65	239.76	100.00	12.16	36.84	100.00	1.06
投资收益			116.54			64.09			67.88			4.14

注：其他业务主要包括咨询服务、酒店运营等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

地铁建设运营板块

公司在深圳市轨道交通建设领域占据主导地位，业务竞争力极强。近年来地铁建设业务稳步推进，项目储备充足且资本金到位情况较好，业务可持续性极强。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。同时，公司地铁运营收入有所波动，加之运营成本高企，无法实现地铁运营自平衡。

地铁建设方面，公司的轨道交通建设任务主要由子公司深铁建设负责，轨道交通的建设资本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。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%，四期及四期调整项目整体资本金比例约为 40%~50%，其中部分子项目资本金比例为 100%，资本金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。同时，为了平衡轨道交通建设项目资金，政府以作价出资形式注入多宗土地资产，公司主要用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。

从地铁建设进展来看，截至 2023 年 3 月末，公司已完工项目主要为深圳轨道交通一、二期工程，以及部分三、四期工程；在建项目则集中在深圳轨道交通四期和四期调整工程，另有零星的二期、三期工程项目，项目储备充足。同时，深圳市发展和改革委员会于 2022 年 9 月 5 日进行了《深圳

市城市轨道交通第五期建设规划(2023~2028 年)》环境影响评价第二次公示;2023 年 3 月以来,深圳公共资源交易公共服务平台陆续发布五期线路的招标公告,深圳轨道交通五期工程正在加紧筹建。整体来看,公司地铁建设业务可持续性极强且项目资本金到位情况较为良好,但尚需投资金额较大,公司仍面临一定的资本支出压力。

表 5: 截至 2023 年 3 月末公司在建地铁线路情况(公里、亿元)

规划期数	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
二期工程	5 号线(黄贝岭站后-大剧院段)	2.88	2019.08~2025.08	35.48	10.49	20.93	3.60
三期工程	8 号线二期	8.01	2019.08~2024.06	59.81	31.43	29.91	29.91
四期工程	13 号线	22.44	2018.01~2024.12	229.27	136.09	114.63	96.00
四期调整工程	3 号线四期	9.28	2020.08~2025.07	109.29	34.56	43.71	19.20
	6 号线支线二期	4.95	2020.12~2025.12	45.24	9.78	18.00	4.50
	7 号线二期	2.22	2020.12~2025.12	26.00	4.83	10.40	3.10
	8 号线三期	3.69	2021.09~2026.08	84.34	12.46	33.74	5.10
	11 号线二期	4.14	2020.08~2025.07	61.65	22.81	24.65	7.10
	12 号线二期(北延)	8.05	2020.12~2025.12	99.63	28.61	39.85	7.60
	13 号线二期(北延)	19.23	2020.08~2025.07	234.31	69.17	93.72	10.37
	13 号线二期(南延)	4.07	2021.07~2025.12	44.59	4.06	17.84	2.10
	16 号线二期	9.43	2020.12~2025.12	111.35	28.29	44.54	8.60
合计	-	98.39	-	1,140.96	392.68	491.92	197.18

注: 1、建设长度、建设周期、总投资、应匹配资本金等数据根据实际建设进展、最新测算以及工可批复做适时调整; 2、11 号线二期仅开通运营首段线路。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

地铁运营方面, 公司地铁运营业务主要由子公司深铁运营、深圳市地铁三号线投资有限公司(以下简称“三号线公司”)和深圳市十二号线轨道交通有限公司负责, 其中三号线公司的运营业务由深铁运营代管。业务主要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。

从运营线路来看, 截至 2023 年 3 月末, 公司已开通线路合计 516.67 公里, 其中 2022 年公司新增开通线路接近 128 公里。开通线路中除 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。公司地铁线路开通后一段时间内(一般不少于 1 年)属于初期运营期, 2021 年及以前会计处理上仍计入在建工程科目, 初期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; 2022 年起, 初期运营期间地铁线路资产仍计入在建工程科目, 但初期运营收入, 以及管理人员、站务人员等与服务乘客密切相关的薪酬成本直接计入利润表, 其余初期运营成本仍资本化处理。

表 6: 截至 2023 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	是否为初期运营期
1 号线	罗湖—机场东	40.92	30	2004.12.28	否
2 号线	新秀—赤湾	35.79	29	2010.12.28	否
2 号线三期	新秀—莲塘	3.78	3	2020.10.28	否
3 号线	益田—双龙	41.6	30	2010.12.28	否
3 号线南延	益田—福保	1.45	1	2020.10.28	否
5 号线	黄贝岭—前海湾	40.06	27	2011.06.28	否
5 号线二期	前海湾—赤湾	7.60	7	2019.09.28	否
6 号线	松岗—科学馆	49.40	27	2020.08.18	否

7 号线	太安—西丽湖	30.20	27	2016.10.28	否
8 号线一期	莲塘—盐田路	12.14	6	2020.10.28	否
9 号线	文锦—红树湾南	25.46	22	2016.10.28	否
9 号线二期	红树湾南—前湾	10.79	10	2019.12.08	否
10 号线	福田口岸—双拥街	29.31	24	2020.08.18	否
11 号线	福田—碧头	51.90	18	2016.06.28	否
20 号线一期	机场北—会展	8.43	5	2021.12.28	否
11 号线二期首段	福田—岗厦北	1.65	1	2022.10.28	是
6 号线支线	光明—深理工	6.13	4	2022.11.28	是
12 号线	左炮台—海上田园东	40.54	33	2022.11.28	是
14 号线	岗厦北—沙田	50.32	18	2022.10.28	是
16 号线	大运—田心	29.2	24	2022.12.28	是
合计	-	516.67	346	-	-

注：1、部分线路车站并未完全开通，运营里程及车站数量为实际开通运营情况；2、根据公司内部专题会意见，对线路里程数进行统一更新。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

票价方面，公司根据深圳市发改委文件《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、中小學生等特定人群和“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。近年来公司票务收入波动较大，其中 2022 年因部分地铁线路出现停运情况，客运量和票务收入同比均出现下滑；2023 年 1~3 月，市民出行意愿的增加推动地铁客运量及收入同比大幅增长。

表 7：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司地铁线路运营情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
客运总量（亿人次）	14.64	19.90	16.00	5.30
日均客运量（万人次）	399.98	545.25	438.49	588.49
正点率（%）	99.97	99.98	99.98	99.99
票务收入（亿元）	38.48	46.49	36.99	11.84

注：1、客运量及票务收入均包含初期运营线路；2、12 号线采用 PPP 模式，运营主体为深圳市十二号线轨道交通有限公司，上表票务收入不包含该线路的运营可行性补贴；3、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，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，业务呈持续亏损状态，主要依靠站城一体化开发、资源开发等多种经营方式以及所持万科股份股权带来的投资收益实现盈亏平衡。

铁路建设运营板块

公司代表政府参与了铁路投资、经营和管理工作，但铁路运营成本较高，盈利性很弱；在建铁路项目进入快速推进阶段，未来资本支出压力较大，持续关注资本金到位情况及后续资金平衡方式。

公司除了承担深圳市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铁路项目的投资与经营、管理等工作，在国家铁路、城际铁路等轨道交通项目的开发建设及运营上承担了重要职能，子公司深圳铁路投资建设集团有限公司（以下简称“深铁投”）作为公司铁路板块的建设管理

主体。

国铁层面，作为深圳市政府投资国家铁路的出资人代表，公司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 27.28% 股份¹（全部投资中有出资额 4.3459 亿元暂未计入股比）、广东广汕铁路有限责任公司 5.36% 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。同时公司代政府对广东珠三角城际轨道交通有限公司、赣深铁路（广东）有限公司出资，截至 2023 年 3 月末已出资 39.73 亿元，资金来源于财政，但该类投资持股方式尚未明确，且未签订股东协议。此外，公司目前正参与深茂铁路的建设，深茂铁路预计总投资 513.1 亿元，其中深圳段出资 213.7 亿元（资本金 142.1 亿元，剩余资金由项目公司通过融资解决）。截至 2023 年 3 月末，公司代表深圳市政府对深茂铁路投资 20.89 亿元，资金来源于政府专项债和政策性基金。

铁路运营方面，2020 年及以前，公司铁路运营收入和成本均包含代售国铁部分；2021 年起公司按照净额法确认收入，将代售国铁部分剔除，导致铁路运营收入同比出现大幅下降；2022 年，公司铁路运营收入仍呈下滑趋势。整体来看，铁路运营成本较高，近年来毛利率均为负值，盈利水平很弱。

城际铁路层面，截至 2023 年 3 月末，公司在建五条线六个项目，各项目资本金比例均为 50%。其中穗莞深城际机场至前海段和深汕铁路资本金均来源于财政，剩余资金由公司自行筹集。同时，公司于 2022 年 3 月成立项目公司广东穗深城际铁路有限公司²、广东深大城际铁路有限公司³、广东大鹏城际铁路有限公司⁴和广东深惠城际铁路有限公司⁵，分别负责穗莞深城际前海至皇岗段、深大城际、大鹏支线和深惠城际的建设，项目公司由深铁投进行代管。此类项目资本金部分由社会投资者和公司按照持股比例出资（公司出资部分来源财政和政策性基金），剩余资金由公司自行筹集。目前公司在建项目进入快速推进阶段，已投资规模约 280 亿元，资金大多来自专项债、政策性基金及财政资金。铁路项目作为公司产业布局中重要的一环，计划投资规模较大，而后续铁路运营的盈利性通常较为有限，公司在面临一定的资本支出压力的同时需匹配有效的资金平衡方式。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司在建铁路情况（公里、亿元）

项目	建设长度	建设期间	总投资	已投资
穗莞深城际机场至前海段	15.20	2020~2024	113.17	41.56
穗莞深城际前海至皇岗段	20.50	2021~2026	144.37	22.47
深大城际	69.20	2021~2026	506.48	59.39
大鹏支线	39.43	2021~2026	233.15	35.60
深惠城际	58.73	2021~2026	517.50	88.23
深汕铁路	129.38	2021~2026	485.10	32.98
合计	332.44	-	1,999.77	280.23

注：总投资根据实际建设情况做适时调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹公司作为深圳市出资代表，委托广东省铁路建设投资集团代为管理。

²深圳市地铁集团有限公司持股 68.18%、中铁建南方建设投资有限公司持股 31.82%。

³深圳市地铁集团有限公司持股 63.55%、中铁南方投资集团有限公司持股 21.14%、中国葛洲坝集团股份有限公司持股 15.31%。

⁴深圳市地铁集团有限公司持股 63.77%、中交（深圳）工程局有限公司持股 36.23%。

⁵深圳市地铁集团有限公司持股 57.57%、中国建筑股份有限公司持股 22.80%、中国电力建设股份有限公司持股 19.63%。

资源经营板块

资源经营板块作为地铁板块的衍生业务，近年来经营整体较为稳定，对公司的营业收入及地铁运营亏损部分形成一定补充。

公司资源经营板块涵盖商业、物管和市政设计等领域，近年来运营整体较为稳定。其中，子公司深铁商业和深圳深铁酒店管理有限公司（以下简称“深铁酒店”）受公司委托负责对公司旗下各项商业资源进行管理，相关收入主要包括站内、列车广告以及站外围挡等广告收入，地铁车站物业商铺、地铁大厦楼宇出租收入以及地铁线路内移动通信信号覆盖系统出租、列车电子媒体出租收入等。

从经营情况来看，2022 年公司实现资源开发及酒店运营收入合计 9.41 亿元，同上年基本持平。截至 2023 年 3 月末，附属商业领域，深铁商业拥有 20 个地下商业空间、银行场地、沿线零星商业、自助设备等，可出租面积约 16.79 万平方米；上盖枢纽领域，深铁商业运营着包含深铁汇城（北站）、深铁汇里（横岗）、福田枢纽、置业大厦商业等 13 个项目，开发面积约 25.21 万平方米；写字楼领域，深铁商业运营着地铁大厦、深铁基金小镇 2 个项目，共 10 万平方米；电子传媒领域，深铁商业持有 14 条地铁线路、346 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 626 列车的内外包列车广告、广告看板、语音播报、拉手广告等经营权。此外，深铁酒店正在完善君璞、君熙、星璞等 6 大酒店品牌，目前在营酒店 4 家，分别为深铁皇冠假日酒店、深铁前海君璞酒店、深铁塘朗城君璞酒店和深铁铂尔曼酒店；筹备开业酒店 1 家，为深湾汇云香格里拉酒店。截至 2023 年 3 月末，酒店经营面积 13.3 万平方米，共 1,114 间客房。

物业管理方面，公司物业管理业务由子公司深圳地铁物业管理发展有限公司（以下简称“深铁物业”）承担，深铁物业拥有国家一级物业服务企业资质，是深圳市住房和建设局工程建设标准化物业管理类试点企业，主营业务是为地铁车辆段、停车场、沿线车站、上盖物业、公共交通枢纽、集团后勤保障等提供物业管理服务。

从经营情况来看，2022 年公司实现物业服务收入 3.66 亿元，同上年基本持平。截至 2023 年 3 月末，深铁物业在管物业面积 1,523 万平方米，其中深铁物业为除 4 号线以外的地铁车辆段、停车场提供全面的物业管理服务，服务项目覆盖深圳 9 大区域，包含 14 个地铁车辆段、11 个地铁停车场。同时为市内 7 条线路共 171 个站提供保洁服务，为 4 条线路共 91 个站提供站务服务业务，另管理有 6 个大型地下商业体空间；在综合交通枢纽服务领域，深铁物业是深圳市唯一先后承接了 7 大综合交通枢纽（罗湖、北站、东站、福田、岗厦北、黄木岗、大运）及 2 个综合停车场（金牛东、海苑居）的物业管理公司。同时承接了雄安、佛山、肇庆、襄阳等 9 个综合交通枢纽的咨询顾问服务；在保障性住房服务领域，深铁物业为龙海家园、和悦居、朗麓家园、龙瑞佳园共 4 个保障性住房项目提供物业管理服务，居民总数 22,420 户，体量占全市保障房面积的近三分之一；在商写业态服务领域，目前服务的项目包括 3 个总部写字楼、2 个多功能一体化的高铁商务综合体、1 个被誉为前海标志性产业项目的“前海深港基金小镇”以及 1 个现代化商业综合体项目；在后勤保障服务领域，深铁物业主要自营员工食堂和公寓等；在文体业态领域，深铁物业承接公司自建范围内所有综合类文体场地，目前在管综合性文体公园 1 处、各类文体场地 69 片；在

工地物业领域，深铁物业承接深圳在建轨交工程工地物业服务，目前“自建自管”营区 3 个，各类房间 117 间，接管“甲建乙管”营区 2 个，服务总面积约 1.5 万平方米。

市政设计方面，公司市政设计业务主要由子公司深圳市市政设计研究院有限公司（以下简称“深圳市政院”）负责，深圳市政院具有市政行业、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，业务包括城市规划、城市路桥、地下管廊、公路等多个领域，客户以政府单位和国有企业为主，主要通过招投标方式承接业务。

从经营情况来看，截至 2023 年 3 月末，深圳市政院已经在全国多个省市开展了市政工程设计咨询业务，并在福建设立了一级分支机构和在东莞、合肥、长春、杭州等城市设立了 17 家二级外派机构。同时完成了深圳市深南大道主干道、东莞市港口大道工程、郑州市四环线及大河路快速化工程、平潭综合实验区坛西大道综合管廊工程等一系列重点项目。受政府基础设施建设投资放缓影响，2021 年公司市政类业务合同量和金额均出现大幅减少；2022 年，深圳市政院逐步拓宽外地市场，合同量有所回升。近年来受经济环境及市场趋于饱和状态影响，市政设计业务收入呈下滑态势。

表 9：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司市政设计业务经营情况（份、亿元）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
合同份数	845	582	859	241
合同总金额	12.42	6.35	15.22	0.42
收入	5.58	5.37	5.05	0.55

注：以上收入为公司合并报表收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

站城一体化开发板块

站城一体化开发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；公司所持物业的销售情况及盈利水平保持良好，但在宏观调控政策背景下，未来项目去化情况仍值得关注；公司当前在建及拟建项目较多，业务开展较有保障，但亦存在一定的投资压力。

站城一体化开发主要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运营业务，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”，公司持股比例 50%）、深圳地铁诺德投资发展有限公司（简称“深铁诺德”，公司持股比例 51%）、深圳地铁万科投资发展有限公司（简称“深铁万科”，公司持股比例 51%）、深圳地铁置业集团城市建设管理有限公司（简称“城建公司”，系公司全资子公司），上述项目公司均由深铁置业管理。

表 10：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	深圳地铁置业集团有限公司	二级
3	深圳地铁前海国际发展有限公司	二级
4	深圳市朗通房地产开发有限公司	二级

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
7	深圳地铁置业集团城市建设管理有限公司	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以及公开招拍挂。

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。近三年公司项目推进较快，投资规模及开工面积不断增长，物业销售情况亦较好，销售面积及销售额保持增长态势。鉴于目前房地产市场仍处于调控期，未来公司项目销售去化情况仍值得关注。此外，站城一体化业务作为公司当前营业总收入最主要来源之一，受开发结转特性及周期影响，其收入确认与销售回款存在错配，2022 年板块收入同比大幅回升推动公司营业总收入增长较多。

表 11：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	2020	2021	2022	2023.1~3
站城一体化开发完成投资	141.70	296.00	413.80	30.30
新开工面积	158.13	246.00	316.00	-
竣工面积	93.94	33.10	37.60	-
合约销售面积	29.76	39.18	55.20	16.99
实际销售额	171.06	268.04	270.00	105.75
确认收入	149.43	95.71	160.48	15.81

注：统计口径包含合作开发项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

具体项目开发方面，公司在近三年一期的主要完工项目包括塘朗城广场、地铁锦上花园、前海时代、深铁置业大厦等，除了部分自持或 2022 年起由自持转销售的项目外，其余项目销售进度在 91%~100%之间，回款进度在 95%~100%之间。近年来受地价等成本增加影响，公司站城一体化业务毛利率有下滑趋势，但目前仍维持在 50%以上，整体而言，公司物业销售回款情况良好且盈利水平较高。

截至 2023 年 3 月末，公司主要在建项目包括深湾汇云中心、前海枢纽国际中心、深铁懿府等，以住宅和商业综合体项目为主，在建项目规划建筑面积合计约 841.48 万平方米，计划总投资金额为 2,060.59 亿元，累计投资金额为 1,151.12 亿元，未来仍有 909.47 亿元的资金需求，存在一定的投资压力。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司主要在建站城一体化开发项目情况（万平方米、亿元）

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	累计已投资	未来投资计划	
								2023.4~12	2024
深湾汇云中心	深圳市地铁集团有限公司	办公、商业	南山	2014.10-2023.9	470,000	145.56	122.42	1.30	-
深铁懿府（安托山停车场上盖物业）	深圳地铁前海国际发展有限公司	住宅、办公、公寓及商业	南山	2017.04-2024.12	533,356	187.63	135.82	2.40	25.09
深铁阅山境	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	南山	2017.10-2022.12	115,710	35.00	34.50	-	-
前海时代	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	前海自贸	2013.12-2024.12	804,250	121.94	90.22	12.7	22.91

区									
汇德大厦	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业、写字楼、酒店	龙华	2015.06-2022.12	173,470	40.41	38.78	-	-
前海枢纽国际中心（前海枢纽上盖物业）	深圳地铁前海国际发展有限公司	商业、办公、酒店及商务公寓	前海自贸区	2015.09-2027.12	1,956,629	451.10	189.57	8.10	14.00
深铁瑞城（长圳车辆上盖物业开发项目）	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	光明	2020.12-2025.6	454,330	127.77	82.75	5.70	10.65
深铁璟城（松岗车辆上盖物业开发项目）	深圳市地铁集团有限公司	居住、商业	宝安	2021.09-2025.12	516,643	131.63	78.69	8.50	12.00
深铁珑境（龙胜车辆上盖物业开发项目）	深圳市地铁集团有限公司	居住	龙华	2021.04-2025.6	310,000	96.47	76.64	8.70	6.00
深铁熙府（赤湾停车场上盖物业开发项目）	深圳市地铁集团有限公司	商业、居住、产业	南山	2021.11-2028.07	421,130	185.53	91.95	5.90	8.00
深铁阅云境（大运枢纽项目）	深圳市地铁集团有限公司	商业、居住	龙岗	2021.11-2027.12	377,758	103.57	56.13	3.80	6.00
深铁铭著坊（沙浦围项目）	深圳地铁前海国际发展有限公司	住宅、商业	宝安	2022.6-2028.12	185,993	38.95	19.68	2.70	3.00
深铁睿著广场（光明新湖项目）	深圳地铁前海国际发展有限公司	住宅、商业	光明	2022.6-2025.12	71,839	21.12	10.45	1.20	3.50
深铁华著花园（坪山坑梓项目）	深圳地铁置业集团有限公司	住宅	坪山	2021.6-2025.12	102,680	18.86	11.15	1.80	3.50
上屋北 A 地块	深圳市地铁集团有限公司	写字楼、商业	宝安	2022.4-2025.4	9,468	12.08	0.96	0.60	1.00
登良东	深圳市地铁集团有限公司	写字楼、商业	南山	2022.12-2025.7	30,760	19.85	11.40	0.50	1.00
昂鹅车辆段项目	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	坪山	2023.7-2028.12	1,050,609	169.38	49.38	0.50	2.00
石井田头项目	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	坪山	2023.3-2026.11	120,970	23.74	11.00	2.20	2.80
坪地停车场项目	深圳市地铁集团有限公司	住宅、商业	龙岗	2024.1-2028.12	709,163	130.00	39.63	-	1.00
合计	-	-	-	-	8,414,758.00	2,060.59	1,151.12	66.60	122.45

注：1、深铁阅山境原名为南翠华府；2、部分项目规划面积和总投资额根据项目进展做出调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司主要拟建项目主要为机场东车辆段项目、昂鹅车辆段三期项目、田心地块和赤湾 E 地块，规划用地面积预计共 35.55 万平方米，计容建筑面积预计共 156.36 万平方米。土地储备方面，前期政府通过作价出资的方式给到公司的土地均已处于在建或完工状态，近年来公司主要通过招拍挂的形式获取新增用地，其中 2022 年公司共拍得 9 宗土地⁶，公司应承担的出让金总价合计 177.51 亿元，轨道交通配置地块及纯市场化地块兼而有之，主要分布在坪山区、龙岗区、光明区、南山区和宝安区等地，大部分土地证尚在办理中。其中 3 宗土地用于与深业集团有限公司（以下简称“深业集团”）、华润置地控股有限公司（以下简称“华润置地”）进行合作开发，公司持有各项目公司 49%的股权，项目均由合作方操盘，公司支付前期

⁶ 其中 1 宗地块为华润置地控股有限公司独立摘得，后续转让部分项目公司股权至深圳地铁。

土地款 65.34 亿元；2023 年 1~3 月，公司未新增获取土地。整体而言，公司项目及土地储备充足，未来业务开展较有保障。

表 13：截至 2023 年 3 月末公司主要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（万平方米）	计容建筑面积（万平方米）
机场东车辆段项目	综合体	12.61	63.78
昂鹅车辆段三期项目	商业	19.59	72.92
田心地块	商业	0.81	4.45
赤湾 E 地块	商业	2.54	15.21
合计	-	35.55	156.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

建材交易板块

公司建材交易主要围绕轨道交通及城际铁路项目展开，贸易品类以钢材为主；2022 年板块收入大幅增长，对公司营业总收入贡献度提升，但获利水平较低。

建材交易业务主要由子公司深圳市建材交易集团有限公司（以下简称“深圳建材”）承担，深圳建材于 2020 年 11 月 5 日完成工商注册，注册资本 10 亿元，并在 2021 年 3 月 12 日挂牌成立运营。深圳建材目前主要从事公司轨道交通及城际铁路项目建设中的建材采购交易以及线上采购交易平台建设与运营等业务，贸易品类包括钢材、水泥等大宗建材物资以及办公用品、劳保用品、备品备件等通用物资，其中钢材占比在 95%以上。

业务模式上，采购采取以销定购模式，下游客户按照工程建设所需向深圳建材提出采购需求，深圳建材向上游供应商购货。其中对上游客户采取全额预付的支付方式，对下游客户采取先货后款的方式，账期平均为 3~6 个月，主要采用银行转账或银行承兑汇票等形式进行结算。目前公司上游客户主要系广东中南钢铁股份有限公司、阳春新钢铁有限责任公司、广西盛隆冶金有限公司等，分布在广东、湖南、广西等地，集中度较高。下游客户基本为建筑工程总承包方或施工方，以大型国企和央企为主。

从业务开展情况来看，此板块业务运营时间较短，2021 年开始产生营业收入，2022 年逐步形成规模，同比增长 145.67%。但建材贸易业务目前处于微利状态，利润贡献有限，且供应商的集中度较高以及产品价格的浮动或使其面临一定的业务风险。

表 14：2021~2022 年及 2023 年 1~3 月前五大供应商情况（万元）

年份	供应商名称	主要产品	采购金额	占总采购额比例
2023 年 1-3 月	广东中南钢铁股份有限公司	钢材	15,258.17	36.35%
	广西盛隆冶金有限公司	钢材	10,327.68	24.60%
	珠海粤裕丰钢铁有限公司	钢材	4,458.44	10.62%
	阳春新钢铁有限责任公司	钢材	3,789.43	9.03%
	深圳华美钢铁有限公司	钢材	2,382.23	5.67%
	合计		36,215.94	86.27%
2022 年度	广东中南钢铁股份有限公司	钢材	51,184.23	28.32%
	阳春新钢铁有限责任公司	钢材	44,742.14	24.76%
	广西盛隆冶金有限公司	钢材	39,052.17	21.61%
	深圳华美钢铁有限公司	钢材	12,203.46	6.75%
	广西柳州钢铁集团有限公司广东分公司	钢材	11,873.55	6.57%

2021 年度	合计		159,055.55	88.01%
	广东中南钢铁股份有限公司	钢材	23,109.22	34.30%
	阳春新钢铁有限责任公司	钢材	21,652.40	32.14%
	广西柳州钢铁集团有限公司广东分公司	钢材	11,324.96	16.81%
	深圳华美钢铁有限公司	钢材	9,115.71	13.53%
	内蒙古包钢钢联股份有限公司广州销售分公司	钢材	1,627.40	2.42%
	合计		66,829.68	99.19%

注：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

表 15：2021~2022 年及 2023 年 1~3 月前五大客户情况（万元）

年份	供应商名称	主要产品	采购金额	占总采购额比例
2023 年 1-3 月	中建五局第三建设（深圳）有限公司	钢材	9,320.64	19.49%
	深圳市地铁集团有限公司	钢材	6,351.62	13.28%
	中电建七局南方建设有限公司	钢材	2,434.42	5.09%
	中国建筑一局（集团）有限公司	钢材	1,949.30	4.08%
	中国建筑第七工程局有限公司	钢材	1,878.23	3.93%
	合计		21,934.21	45.86%
2022 年度	深圳市地铁集团有限公司	钢材	16,325.54	7.62%
	中国建筑第五工程局有限公司	钢材	15,836.49	7.39%
	中铁十四局集团有限公司	钢材	13,144.17	6.13%
	中国建筑第二工程局有限公司	钢材	11,978.21	5.59%
	中电建七局南方建设有限公司	钢材	9,985.55	4.66%
	合计		67,269.96	31.40%
2021 年度	中铁十四局集团有限公司	钢材	8,986.75	11.36%
	中电建水电八局深圳工程有限公司	钢材	7,643.27	9.66%
	中国建筑第五工程局有限公司	钢材	6,711.59	8.48%
	中铁十九局集团有限公司	钢材	5,011.96	6.33%
	中铁物贸集团深圳有限公司	钢材	4,212.93	5.32%
	合计		32,566.50	41.16%

注：1、尾数差异系四舍五入所致；2、建材交易下游客户存在关联方。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于很低水平，主要系受益于政府的大力支持，近年来公司所有者权益持续增长，具备极强的资本实力；随着项目建设的持续投入，公司债务规模增长较快，但总资本化比率仍处于较低水平；公司 EBITDA 能有效覆盖利息支出，整体偿债能力极强，但短期债务压力有所上升。

资本实力与结构

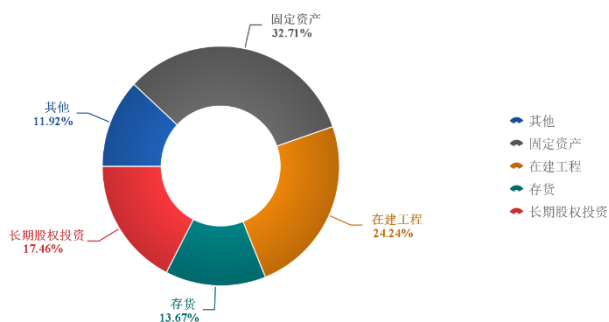
公司总资产规模保持增长，资产以轨道及站城一体化项目投入为主，另持有万科股份的股权，整体流动性一般但收益性较好；净融资规模的扩大推动公司债务规模持续攀升，但总资本化比率仍维持相对较低水平；公司短期债务规模增长较快，流动性压力有所上升。

作为深圳市轨道交通建设和运营的重要主体，公司战略地位突出，近年来随着深圳市地铁线网规划的完善以及城际铁路和站城一体化项目建设的推进，公司资产保持较快增速，并呈现以非流动

资产为主的资产结构，其占总资产的比重约 80%。

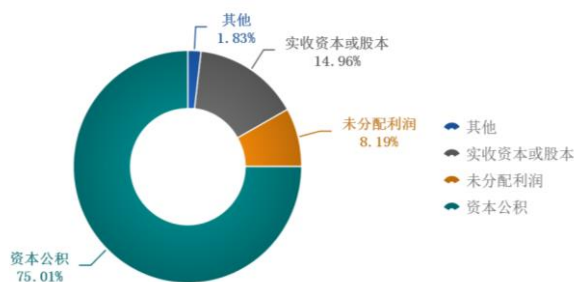
鉴于公司当前“轨道+”的业务发展格局，资产主要与轨道及物业相关，其中地铁车站区间和自用办公楼等房屋及建筑物、交通运输设备、电气设备及电子通信信号设备等固定资产，以及在建的地铁、城际线路工程和枢纽专项代建工程等系公司资产的最主要组成部分，随着建设任务的推进，固定资产和在建工程规模均保持快速增长，截至 2023 年 3 月末合计占总资产的比重达 56.84%。2021 年及以前，公司仅不对地铁隧道计提折旧，2022 年新增地铁地下车站、地下综合交通枢纽（房屋建筑物）不计提折旧，除上述资产外，公司对账面符合计提标准的固定资产按相应原则计提折旧，其中 2022 年计提的折旧金额近 35 亿元，系公司地铁运营成本维持较高水平的重要原因。大量的地铁建设投入亦使得公司存在一定的未抵扣进项税额，2022 年公司收到留抵退税 68.35 亿元，使得期末其他流动资产账面金额有所减少。针对地铁运营亏损，公司主要利用地铁上盖及沿线物业来反哺，目前有较大规模完工及在建的站城一体化开发项目，根据盈利方式分别列示于存货及投资性房地产，该类项目利润率较高且现金回笼情况较好，为公司提供了较为充沛的现金流，但仍需关注未来项目的销售去化情况。2022 年公司除自主建设的站城一体化项目外，亦开展了与深业集团和华润置地的 3 个合作项目，追加投资约 67 亿元，项目后续由合作方控股操盘。同时，公司前期与万科股份、中国中铁股份有限公司合作的部分站城一体化项目虽未达到利润分配条件，但项目实现盈利后已提前分配利润，因此公司账面存在一定规模的应收项目预计利润划拨款，待项目清算后进行冲销。较大的资金需求以及通畅的融资渠道推动公司货币资金保有量逐年增长，但预计地铁、铁路及站城一体化项目建设的持续投入仍会使公司存在一定的资金支出压力。除上述业务开展形成的资产外，公司另持有万科股份 27.18% 的股权，截至 2023 年 3 月末账面价值合计 1,028.33 亿元，所持股权按权益法核算下确认的投资收益规模较为可观，是公司历年利润总额最主要的来源。2022 年，公司所获投资收益同比基本持平，房地产市场调控背景下万科股份未来的经营情况仍值得关注。总体来看，公司资产虽流动性一般，但具备较好的收益性，资产质量较高。

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 年末公司权益分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司总负债主要由有息债务、承接枢纽工程和共建管廊工程等项目形成的专项应付款、应付项目工程款、预收房款形成的合同负债、预提的房地产业务土地增值税款和递延收益等构成，其中 2022 年末公司递延收益大幅增长，主要系当期收到轨道交通建设补助资金 62.96 亿元，同时将往年计入资本公积的该类资金共计 38.00 亿元调整至该科目所致。目前公司有息债务主要投向轨道及相关业务，较大的资金需求推动公司债务规模快速增长，占总负债的规模攀升至 70% 左右。公司根

据项目类型及资金成本等情况来选择融资渠道，当前债务以银行贷款为主，其次为债券和政府专项债。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，融资成本在同类型企业中处于低位。因 2020 年起公司采用了较多的公开市场融资方式，债券期限又以 3 年期为主，截至 2023 年 3 月末，公司一年内到期的应付债券规模居高位，推动短期债务规模明显增长，占总债务的比重增至 27.09%，流动性压力有所上升。

近年来，随着股东的资本投入、项目资本金的到位以及未分配利润的累积，公司经调整的所有者权益⁷保持增长。2022 年，公司收到财政拨付的资金 102.80 亿元，较上年大幅增长，但受部分资金调整至递延收益以及转增资本影响，资本公积增幅较 2021 年基本持平。整体来看，公司资本实力极强，总资本化比率虽上升较快，但仍维持相对较低水平。

表 16：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	4,924.58	5,935.07	6,616.10	6,679.59
非流动资产占比	81.00	79.33	80.39	80.50
经调整的所有者权益合计	2,972.24	3,051.63	3,115.56	3,109.18
总债务	1,226.83	1,953.07	2,373.32	2,467.10
短期债务占比	14.41	19.90	26.89	27.09
资产负债率	39.64	48.58	52.91	53.45
总资本化比率	29.22	39.02	43.24	44.24

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 17：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2023.4~12	2024	2025	2026
到期金额	529.98	309.24	167.38	185.53

注：上述到期债务规模为本金部分。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 18：截至 2023 年 3 月末公司债务构成及到期情况（亿元）

债务类型	成本	余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	1.2%~4.55%	1,049.70	122.26	927.44
债券融资	1.72%~6.75%	889.50	479.50	410.00
政府专项债	2.65%~3.72%	490.86	30.00	460.86
其他	3.5%~3.92%	4.00	4.00	0.00
合计	-	2,434.07	635.76	1,798.31

注：上述债务余额为本金部分，且不含应付票据，与根据财务报表计算出的总债务存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

偿债能力

公司经营活动现金流对利息的保障能力波动较大，但 EBITDA 能有效覆盖利息支出；轨道相关投入使得投资活动呈现持续净流出状态，资金缺口较大；公司对外融资渠道畅通，能提供充沛的现金流支持，整体偿债能力极强，但短期债务压力有所上升。

地铁票费和站城一体化开发项目销售回款是公司经营活动现金流入的主要来源，因站城一体化业务的收入确认及实际销售回款存在时间差，而其占公司收入比重较高，近年来公司收现比指标波动较大。此外，近年来公司均通过招拍挂取得多宗地块用于物业开发，其中 2021 年拍地较多使得

⁷经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，公司不存在调整项。

经营活动现金流出大幅增加且缺口进一步扩大；2022 年公司摘地规模同比有所减少，当期站城一体化项目资金回笼情况亦尚可，加之收到税费返还和地铁建设补助资金的影响，经营活动现金流转为净流入。受此影响，2022 年公司经营活动净现金流对利息的保障能力有所提升，但仍然无法形成有效覆盖。

2022 年公司营业收入同比大幅增长，但受土地增值税、所得税及财务费用增长影响，净利润下滑较多。万科股份贡献的投资收益、公司计提的折旧以及费用化利息支出系 EBITDA 的主要构成，近年来保持较大规模。2021 年受站城一体化收入及当期所获投资收益下降的双重影响，EBITDA 同比下滑较多，2022 年则基本持平。公司 EBITDA 虽仍能有效覆盖利息支出，但随着债务规模的攀升有下降态势。考虑到房地产市场行情变化及政策调控对公司利润总额影响较大，EBITDA 的变化趋势值得关注。

此外，因短期债务的快速攀升，非受限货币资金对短期债务的覆盖水平亦呈减弱趋势，公司短期偿债压力有所增加。公司地铁、城际铁路等项目投资规模较大，2021 年~2022 年的投资活动现金流缺口维持在 500 亿元以上，叠加该类项目投入的持续需求，资金缺口对外部融资的依赖度较高。考虑到公司在金融市场良好的认可度，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，可通过发行债券、银行借款等方式为短期债务的偿付提供有力保障。

表 19：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	-106.57	-130.52	59.39	5.13
收现比	0.51	1.63	1.00	1.96
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-2.65	-2.30	0.85	0.30
EBITDA	168.48	94.01	94.19	-
EBITDA 利息保障倍数	4.20	1.66	1.34	-
非受限货币资金/短期债务	0.83	0.52	0.36	0.32

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模较低，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计 0.45 亿元，占当期末总资产的 0.01%。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司为商品房开发项目按揭贷款客户提供按揭担保余额为 162.03 亿元，占期末净资产的比重为 5.21%，代偿风险相对可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年未发生违约事件，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⁸

发行人未来预测情况较最新主体报告无变化。

⁸ 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。

调整项

发行人其他调整因素较最新主体报告无变化。

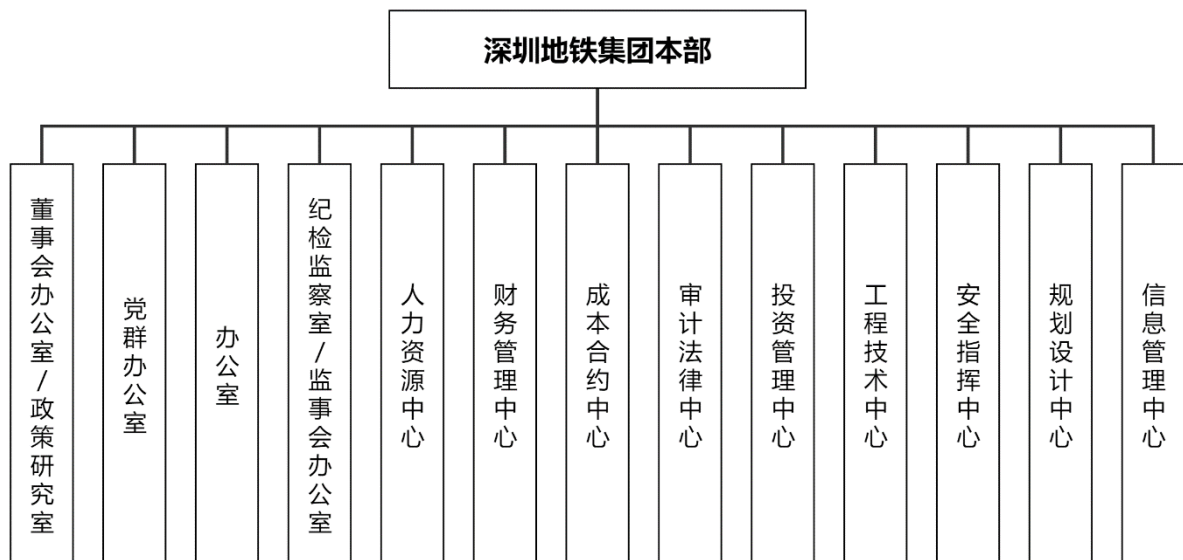
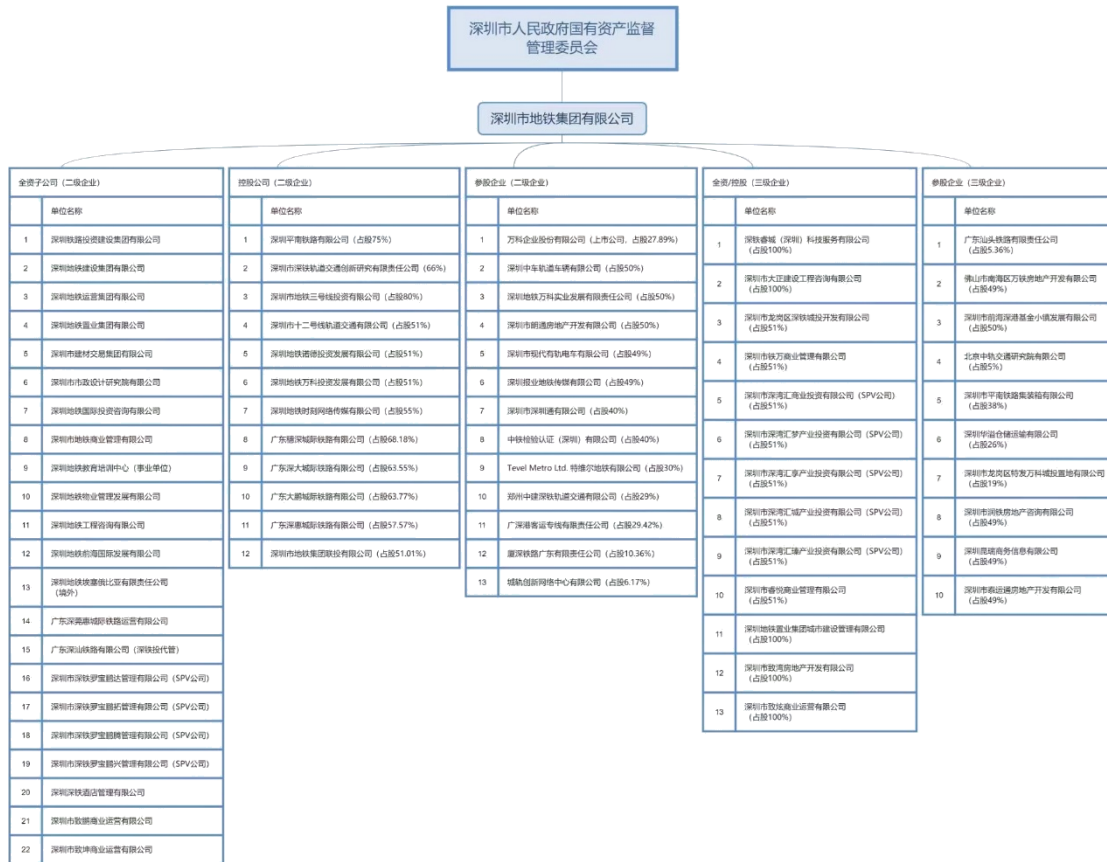
外部支持

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

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 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第六期）（品种一）”信用等级为 **AAA**；评定“深圳市地铁集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第六期）（品种二）”信用等级为 **AAA**。

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 2023 年 3 月末）



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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	1,476,850.85	2,032,700.19	2,299,858.69	2,157,729.79
非受限货币资金	1,474,951.48	2,031,202.60	2,295,724.29	2,153,189.30
应收账款	33,380.52	91,312.97	182,333.95	143,440.99
其他应收款	709,607.01	595,893.52	566,929.63	578,760.53
存货	5,988,732.71	8,273,227.17	9,044,524.14	9,171,467.72
长期投资	10,859,510.39	11,358,348.42	12,203,083.03	12,423,112.53
在建工程	12,324,742.73	12,521,955.74	16,037,463.43	16,415,058.71
无形资产	194,751.36	192,514.24	204,910.21	204,499.20
资产总计	49,245,825.47	59,350,712.85	66,160,992.50	66,795,877.03
其他应付款	391,716.65	322,608.15	263,609.26	328,152.40
短期债务	1,767,750.97	3,887,070.34	6,382,607.70	6,684,416.06
长期债务	10,500,546.12	15,643,599.94	17,350,637.17	17,986,538.13
总债务	12,268,297.09	19,530,670.27	23,733,244.86	24,670,954.19
负债合计	19,523,390.82	28,834,448.48	35,005,420.62	35,704,045.96
利息支出	401,630.05	566,541.97	701,086.79	173,317.44
经调整的所有者权益合计	29,722,434.65	30,516,264.38	31,155,571.88	31,091,831.07
营业总收入	2,082,809.85	1,639,665.86	2,397,578.13	368,444.04
经营性业务利润	-46,899.00	-341,426.07	-479,415.10	-127,829.08
其他收益	3,643.47	13,705.37	53,097.40	541.91
投资收益	1,165,414.42	640,875.14	678,795.57	41,398.91
营业外收入	1,070.11	1,808.85	44,534.83	96.90
净利润	1,110,228.60	288,987.67	86,590.09	-94,075.13
EBIT	1,380,248.25	593,455.03	550,835.84	-
EBITDA	1,684,842.10	940,076.44	941,887.35	-
销售商品、提供劳务收到的现金	1,065,748.17	2,670,541.26	2,388,274.51	722,570.54
收到其他与经营活动有关的现金	227,455.06	637,826.59	1,193,095.46	90,007.03
购买商品、接受劳务支付的现金	1,926,242.66	3,535,982.09	2,145,136.98	351,347.33
支付其他与经营活动有关的现金	124,935.19	339,729.21	612,551.03	27,490.24
吸收投资收到的现金	1,749,993.44	573,456.65	1,467,651.82	54,905.20
资本支出	3,908,768.62	5,356,360.17	4,811,200.60	918,451.25
经营活动产生的现金流量净额	-1,065,724.90	-1,305,170.24	593,871.74	51,323.54
投资活动产生的现金流量净额	-3,925,491.43	-5,253,238.70	-5,128,523.24	-1,076,997.34
筹资活动产生的现金流量净额	5,259,493.94	7,115,693.11	4,799,172.36	883,138.81
现金及现金等价物净增加额	268,060.03	556,251.12	264,521.69	-142,534.99
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	35.32	18.65	12.16	1.06
期间费用率(%)	18.02	26.45	20.93	25.80
应收类款项占比(%)	1.51	1.16	1.13	1.08
收现比(X)	0.51	1.63	1.00	1.96
资产负债率(%)	39.64	48.58	52.91	53.45
总资本化比率(%)	29.22	39.02	43.24	44.24
短期债务/总债务(%)	14.41	19.90	26.89	27.09
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-2.65	-2.30	0.85	0.30
总债务/EBITDA(X)	7.28	20.78	25.20	-
EBITDA/短期债务(X)	0.95	0.24	0.15	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.20	1.66	1.34	-

注：1、中诚信国际根据深圳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 2021 年度审计报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年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 年审计报告期初数及上年数，2022 年、2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；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 2023 年一季度现金流量补充资料，故相关计算指标失效；4、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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

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
盈利能力	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
	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
现金流	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
	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
偿债能力	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
	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

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