

# 西安市轨道交通集团有限公司

## 2020 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：李春辉 [chhli@ccxi.com.cn](mailto:chhli@ccxi.com.cn)

项目组成员：黄应裴 [yphuang@ccxi.com.cn](mailto:yphuang@ccxi.com.cn)

电话：(027)87339288

2020 年 07 月 22 日

## 声 明

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

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

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

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

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

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

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

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 2693 号

## 西安市轨道交通集团有限公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“15 西安地铁 MTN001”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

二零二零年七月二十二日

**评级观点：**中诚信国际维持西安市轨道交通集团有限公司（以下简称“西安轨道”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 西安地铁 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了西安市较强的区域经济、公司地位突出，获得有力的政府支持，业务稳定性及可持续强、多元化业务发展良好和公司客流量和票款收入持续增长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面临一定的资本支出压力、地铁运营亏损，盈利依赖政府补贴以及新冠疫情对公司地铁运营收入短期冲击较大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）     | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.3  |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 总资产（亿元）        | 693.30 | 785.32 | 914.73 | 978.04  |
| 所有者权益合计（亿元）    | 137.49 | 441.71 | 482.89 | 496.28  |
| 总负债（亿元）        | 555.82 | 343.61 | 431.84 | 481.76  |
| 总债务（亿元）        | 464.13 | 273.35 | 358.47 | 408.17  |
| 营业总收入（亿元）      | 17.09  | 18.57  | 22.50  | 2.41    |
| 经营性业务利润（亿元）    | -6.53  | 0.46   | 1.60   | -3.41   |
| 净利润（亿元）        | -6.91  | 0.26   | 0.39   | -3.32   |
| EBITDA（亿元）     | 8.88   | 13.39  | 11.46  | --      |
| 经营活动净现金流（亿元）   | 8.22   | 20.14  | 20.16  | 1.64    |
| 收现比(X)         | 1.02   | 1.18   | 1.11   | 1.07    |
| 营业毛利率(%)       | 22.08  | 23.44  | 7.96   | -110.52 |
| 应收类款项/总资产(%)   | 1.36   | 0.83   | 0.67   | 0.88    |
| 资产负债率(%)       | 80.17  | 43.75  | 47.21  | 49.26   |
| 总资本化比率(%)      | 77.15  | 38.23  | 42.61  | 45.13   |
| 总债务/EBITDA(X)  | 52.28  | 20.41  | 31.29  | --      |
| EBITDA 利息倍数(X) | 0.42   | 0.64   | 0.76   | --      |

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算；4、公司未提供 2020 年一季度现金流量补充资料，相关指标失效。

### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000 2019\_02)

西安市轨道交通集团有限公司打分卡结果

| 重要因素                   | 指标名称           | 指标值    | 分数  |
|------------------------|----------------|--------|-----|
| 营运效率<br>(13%)          | 经营性业务利润(亿元)*   | -0.36  | 6   |
|                        | 收现比(X)*        | 1.11   | 10  |
| 流动性<br>(18%)           | 货币资金/短期债务(X)   | 2.03   | 10  |
|                        | 受限资产占总资产的比重(X) | 0.08   | 8   |
| 资本结构与<br>资产质量<br>(39%) | 所有者权益(亿元)      | 482.89 | 8   |
|                        | 总资本化比率(X)      | 0.43   | 8   |
|                        | 资产质量           | 7      | 7   |
| 业务运营<br>(20%)          | 业务稳定性和可持续性     | 8      | 8   |
| 治理与管控<br>(10%)         | 治理水平与管控能力      | 7      | 7   |
| 打分结果                   |                |        | aa  |
| BCA                    |                |        | aa  |
| 支持评级调整                 |                |        | 2   |
| 评级模型级别                 |                |        | AAA |

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

\*指标采用近三年数据计算得出

### 正面

■ **西安市较强的区域经济。**西安市经济持续增强，2019 年，西安市实现地区生产总值 9,321.19 亿元，同比增长 7.0%，较强的区域经济为公司发展奠定了良好的基础。

■ **公司地位突出，获得有力的政府支持，业务稳定性及可持续强。**公司作为西安市轨道交通建设等方面的投融资主体，地位突出，获得了西安市政府在政策、资金等方面的有力支持；地铁在建及拟建项目量充足，公司业务稳定性及可持续强。

■ **公司多元化业务发展良好。**除地铁运营外，公司还进行相关商业资源、地铁沿线土地资源和房地产项目的开发，是公司主营业务的有益补充。2019 年公司实现资源开发收入 2.10 亿元。

■ **公司客流量和票款收入持续增长。**随着新建成地铁线路的开通运营，西安地铁“网格效应”逐渐显现，带动客流量和票款收入持续增长。截至 2019 年末，公司地铁运营里程达 132.61 公里，位列全国第 15 位。

### 关注

■ **面临一定的资本支出压力。**截至 2019 年末，公司轨道交通在建及拟建项目总投资规模约为 1,664.74 亿元，尚需投资 1,303.92 亿元，存在一定的资本支出压力。

■ **地铁运营亏损，盈利依赖政府补贴。**公司对政府补贴的依赖较高，2019 年及 2020 年 1~3 月分别获得政府补贴 12.50 亿元和 6.01 亿元，实现利润总额分别为 0.24 亿元和 -3.32 亿元。

■ **新冠疫情对公司地铁运营收入短期冲击较大。**2020 年一季度公司地铁运营收入仅为 1.97 亿元，较去年同期减少 2.83 亿元，新冠疫情对公司地铁运营收入短期冲击较大。

### 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。

**评级历史关键信息**

| 西安市轨道交通集团有限公司 |                         |                |            |  |                      |  |
|---------------|-------------------------|----------------|------------|--|----------------------|--|
| 主体评级          | 债项评级                    | 评级时间           | 项目组        | 评级方法和模型  | 评级报告                 |  |
| AAA/<br>稳定    | 15 西安地铁 MTN001<br>(AAA) | 2019/07<br>/22 | 袁雨晴、<br>文玥 | <a href="#">中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01</a>                      | <a href="#">阅读全文</a> |  |
| AA+/稳<br>定    | 15 西安地铁 MTN001<br>(AA+) | 2015/08<br>/04 | 荀正、马<br>康达 | <a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（地方投融资平台）<br/>CCXI_140200_2014_01</a> | <a href="#">阅读全文</a> |  |

**同行业比较**

| 2019 年部分轨道交通企业主要指标对比表 |              |              |                 |              |               |             |                  |
|-----------------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|---------------|-------------|------------------|
| 公司名称                  | 通车里程<br>(公里) | 资产总额<br>(亿元) | 所有者权益合计<br>(亿元) | 资产负债率<br>(%) | 营业总收入<br>(亿元) | 净利润<br>(亿元) | 经营活动净现金流<br>(亿元) |
| 西安轨道                  | 132.61       | 914.93       | 482.89          | 47.21        | 22.50         | 0.39        | 20.16            |
| 天津地铁                  | 178.60       | 2,566.93     | 1,148.34        | 55.26        | 11.93         | 1.52        | 7.73             |
| 南京地铁                  | 176.80       | 1,936.14     | 684.84          | 64.63        | 28.63         | 2.75        | 2.35             |
| 长沙轨道                  | 81.80        | 1,408.05     | 628.75          | 55.35        | 18.04         | 3.35        | 8.59             |

注：1、“天津地铁”为“天津市地下铁道集团有限公司”简称；“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；2、通车里程数据来自《城市轨道交通 2019 年度统计和分析报告》。

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

| 债券简称           | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 存续期                   |
|----------------|----------|----------|----------|----------|-----------------------|
| 15 西安地铁 MTN001 | AAA      | AAA      | 8.00     | 8.00     | 2015/09/14~2020/09/14 |

## 跟踪评级原因

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

## 募集资金使用情况

“15 西安地铁 MTN001”募集资金 8.00 亿元，扣除募集费用，实际收到资金 7.88 亿元，募集资金全部用于偿还银行贷款利息。截至 2020 年 3 月末，已全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

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

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

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来

负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

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

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

情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 行业及区域经济环境

**2019 年，我国轨道交通新增运营里程继续保持稳步增长态势，未来仍面临很大的轨道交通建设需求；为应对城市轨道交通融资压力大、后期运营期亏损等问题，各地城市轨道交通融资模式由政府主导向多元化发展；国务院出台相关文件抑制建设规模和每年投入的过快上涨，保证轨道交通规范有序和持续健康发展**

**整体态势：**2000 年以来，我国轨道交通每年运营里程不断增长，2000 年末，我国轨道交通运营里程 146.00 公里。截至 2019 年末，我国（不含港澳台）40 个城市合计运营轨道交通 6,736.2 公里，共计 208 条线路。2019 年全年累计完成客运量 237.1 亿人次，同比增长 12.5%，总进站量为 149.4 亿人次，总客运周转量为 2,003.1 亿人公里。从运营线网规模看，共计 18 个城市的线网规模达到 100 公里或以上。从客运量情况来看，北京、上海、广州、深圳 4 市客运量占全国总客运量的 54.6%，全年累计完成客运量分别为 39.6 亿人次、38.8 亿人次、33.1 亿人次和 17.9 亿人次；成都、南京、武汉和重庆累计完成客运量均突破 10 亿人次。截至 2019 年末，共有 63 个城市（部分由地方政府批复项目未纳入统计）在建线路总规模 7,339.4 公里，同比增长 2%，可研批复投资额累计 46,430.3 亿元；在建线路 258 条（段）。2019 年全年共完成城轨交通建设投资 5,958.9 亿元，

同比增长 8.9%。共有 27 个城市的在建线路超过 100 公里。2019 年轨道交通项目总投资保持相对高位，各城市建设规划获批在实施的规模进一步扩大，继一线城市后，绝大部分省会城市和部分发展较快的新兴城市的城轨交相继成网，城轨交网络化程度逐步提高。

**融资模式：**城市轨道交通是巨大的综合性复杂系统，具有建设规模大、建设周期长、项目投资大等特点。城市轨道交通作为城市公共交通系统的重要组成部分，具有明显的公益性，商业性相对较弱，导致民间资本进入城市轨道交通行业的动力较弱，城市轨道交通建设需由政府来主导。从世界上城市轨道交通较为发达城市的建设运营经验来看，纽约、伦敦、新加坡、香港等城市轨道交通建设初期均由政府主导，政府除提供项目建设资金外，都配置了相应的运营补贴及优质资源对城市轨道交通建设运营给予支持，待城市轨道交通通车线路达到一定规模、形成一定的网络后，政府逐步开始利用市场资源对外融资。为了应对我国轨道交通快速增长长期的发展需求，各地在轨道交通融资模式上开拓创新。在投融资方面，我国轨道交通经历了三个阶段，阶段一：完全政府性投资，以北京、上海、广州地铁建设初期为例，政府财政资金支付超过 60%，辅以部分银行贷款。阶段二：政府引导性投资，由政府提供资本金，注入融资平台，再由融资平台在公开市场上进行多元化融资。阶段三：多元化融资创新阶段，其中以吸引社会资本的 PPP 模式和一体化开发模式（轨道+物业+资源开发+资本运作）为重点发展方向。总的来看，在我国轨道交通需求量大和资源限制因素较多的背景下，轨道交通建设和运营的融资模式正处于多元化发展的创新阶段，无论是吸引社会资本的 PPP 模式还是综合利用轨道交通资源的一体化模式，最终的目标均是在量力而行的前提下，更好的应对投资压力大的困难，更加有效的推动轨道交通的建设和发展。未来，随着多元化融资模式的深入发展和不断完善，其在轨道交通建设领域的应用或将进一步得到推广。

**相关政策:**2018年7月,为保证轨道交通规范有序、持续健康的发展,国务院办公厅发布52号文件,文件强调地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区,并提高了申报建设地铁和轻轨的城市一般公共预算收入和地区生产总值标准至300亿元和3,000亿元,新增拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里0.7万人次、0.4万人次的要求。除提高相关标准和新增客运强度要求外,52号文件还提出了特许经营模式外的轨道交通项目资本金比例不得低于40%,将地方政府债务率纳入审核标准,原则上本轮建设规划实施最后一年或规划项目总投资完成70%以上方可开展新一轮建设规划报批等新增要求。由此,轨道交通建设规划已获得国家批复的44个城市中,完全符合最新轨道交通申报要求的只有30个,其余14个城市未完全符合最新申报要求,其中南宁、呼和浩特、包头、昆明、西安、兰州、沈阳、哈尔滨、贵阳9个城市不符合政府债务率要求;包头、兰州、洛阳、呼和浩特、南通、福州6个城市不符合市区常住人口要求;太原市不符合一般公共预算收入要求;乌鲁木齐市不符合地区生产总值要求。14个未完全符合最新申报要求的城市中,除包头市地铁项目被整体叫停外,其余城市已开工建设项目不受52号文件影响可继续建设,但新建项目批复受到约束。52号文件的出台,对近期在建或已批轨道项目影响有限,但或将在一定程度上抑制我国轨道交通建设规模和每年投入的过快增长,保障了轨道交通行业的可持续发展。整体上,未来几年,国内轨道交通的建设需求依旧很大,融资模式方面继续保持向多元化发展。同时,由于其建设和运营对当地经济财政实力具有较高依赖,受宏观经济形势影响,地方政府收入增长放缓,加之国家相关政策调整,未来轨道规划审批项目或将有所减少。

**疫情影响:**2020年春节期间,全国爆发新冠肺炎疫情。国家采取延迟复工及学校开学时间、部分城市封城封路封小区、市民取消出行等相关措施予以应对。在有效控制疫情的同时,也对包括城市轨道交通在内的城市公共交通行业造成了一定冲击。

2020年3月份以来,全国各地陆续复工,但由于疫情反复,防控形势依然严峻,城市居民交通出行的频次及选择公共交通出行的意愿下降,短期内包括城市轨道交通在内的城市公共交通行业恢复较为缓慢。预计2020年全国轨道交通客运量总体将有所下滑,将直接影响轨道交通运营主体的票务收入及站点和地下空间相关设施的运营收入和现金流。

**中诚信国际认为,**2019年,我国轨道交通新增运营里程继续保持增长态势,运营规模和效率稳步发展;在建及规划项目数量和规模保持高位,轨道交通的建设需求依旧很大;为应对城市轨道交通融资压力大、后期运营期亏损等问题,各地城市轨道交通融资模式由政府主导向多元化发展;由于轨道交通建设和运营对当地经济财政实力具有较高依赖,为保证轨道交通规范有序、持续健康的发展,国务院出台相关文件,或将在一定程度上抑制我国轨道交通建设规模和每年投入的过快增长。2020年,疫情对轨道交通行业冲击较大,中诚信国际将持续关注疫情对交通行业的影响。

### **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、国家中心城市和国际门户枢纽城市。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:**近年来西安市经济稳定增长,2019年实现地区生产总值9,321.19亿元,同比增长7.0%,三次产业结构由2018年的3.1:35.0:61.9调整为3.0:34.0:63.0,产业结构进一步优化。2019年末,西安市常住人口1,020.35万人,按常住人口计算,西安市2019年人均GDP为92,256元,同比增长

3.9%。

**财政及债务水平：**2019年，西安市一般公共预算收入为702.56亿元，其中税收占比为82.66%；同期西安市公共财政预算平衡率为56.30%，自身财政平衡能力一般。2019年，西安市政府性基金收入同比上升24.08%至953.38亿元。截至2019年末，西安市政府债务余额为2,032.86亿元。

**表 1：2017~2019 年西安市经济及财政概况**

| 地区            | 2017     | 2018     | 2019     |
|---------------|----------|----------|----------|
| GDP (亿元)      | 7,469.85 | 8,349.86 | 9,321.19 |
| 人均 GDP (万元)   | 7.83     | 8.51     | 9.23     |
| 一般公共预算收入 (亿元) | 641.07   | 654.50   | 702.56   |

资料来源：西安市政府官网，中诚信国际整理

**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，中共中央 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，提高昆明、南宁、乌鲁木齐、兰州、呼和浩特等省会（首府）城市面向毗邻国家的次区域合作支撑能力；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，进一步推动西安国际化大都市建设。

**随着线路的不断建成投运，西安地铁“网络效益”不断显现，客运量及票款收入持续增长；但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**

**建设及运营主体：**公司轨道交通建设及运营主要由公司本部负责，承担城市轨道交通建设、运营及维护，在西安市具有一定的垄断优势。

**通车线路：**截至2019年末，公司已通车的轨道交通线路包括轨道交通一号线（含一期及二期）、二号线

一期、三号线一期、四号线，通车线路合计132.61公里，站点数93座。其中，二号线一期北客站至会展中心段于2011年9月投入运营；地铁一号线一期后卫寨至纺织城段于2013年9月建成并通车运营；地铁一号线二期后卫寨站至森林公园站于2019年9月26日建成并通车运营；地铁二号线一期南段（会展中心至韦曲南站段）于2014年6月通车运营；地铁三号线一期于2016年11月8日通车运营；地铁四号线于2018年12月26日通车运营。

**表 2：截至 2019 年末公司运营线路情况**

| 线路名称      | 运营里程(公里)      | 线路起始点      | 车站数量(座)   |
|-----------|---------------|------------|-----------|
| 一号线一期     | 25.41         | 后卫寨站~纺织城站  | 19        |
| 一号线二期     | 6.09          | 后卫寨站~森林公园站 | 4         |
| 二号线一期     | 26.76         | 北客站~韦曲南站   | 21        |
| 三号线一期     | 39.15         | 鱼化寨站~保税区站  | 26        |
| 四号线       | 35.20         | 航天新城站~北客站站 | 29        |
| <b>合计</b> | <b>132.61</b> | <b>--</b>  | <b>93</b> |

注：合计数与加总数存在差异系西安市地铁有6座换乘站。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**交通票价：**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 3：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

**运营情况：**随着公司地铁线路的不断建成投运以及网络效应的逐步显现，轨道交通客运量和票款收入呈现增长趋势，2017~2019年，年度客运量分别为60,534.01万人次、74,624.64万人次和94,383.62万人次；同期，西安地铁最高日客运量分别为223.33

万人次、293.44 万人次和 330.00 万人次；运营里程分别为 9,106.82 万公里、10,145.82 万公里和

14,134.05 万公里；同期，实现客运票款收入分别为 15.01 亿元、15.83 亿元和 19.85 亿元。

**表 4：截至 2019 年末轨道交通运营情况**

|              | 2017 年    | 2018 年    | 2019 年    |
|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 客运票款收入（亿元）   | 15.01     | 15.83     | 19.85     |
| 年度客运量（万人次）   | 60,534.01 | 74,624.64 | 94,383.62 |
| 日均客运量（万人次）   | 165.85    | 204.45    | 258.89    |
| 单日最高客运量（万人次） | 223.33    | 293.44    | 330.00    |
| 运营里程（万公里）    | 9,106.82  | 10,145.82 | 14,134.05 |

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 2019 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 2019 年末，公司地铁架修完成 12 列，完成维保 187 列，费用总计 3.01 亿元。

**轨道建设业务模式：**公司在建的轨道交通项目建设模式主要为自建和 PPP 模式。自建模式为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 PPP 项目仅为地铁九号线的建设，九号线项目 PPP 协议期限 30 年，包括建设期 4 年及运营期 26 年，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%。

**资金保障：**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加公司资本实力。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国土出让收入的 10%，专项用于地铁建设项目资本金。自 2006 起至 2018 年末，累计筹集约 272.24 亿元。2018~2019 年公司实际收到轨道交通建设专项资金分别为 52.60 亿元和 59.50 亿元。

**运营补贴：**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。2017 年~2019 年，西安市政府分别给予公司补贴 6.00 亿元、10.30 亿元和 11.70 亿元，计入其他收益科目。

**业务稳定性及可持续性：**近年来，轨道集团在轨道交通建设方面保持了较高的投资规模，截至 2019 年末，公司主要有五号线一期、六号线一期、六号线二期、九号线、二号线二期、八号线和十四号线共 7 个在建项目，除九号线项目自 2016 年 11 月起业务模式变更为 PPP 模式，其余各项目均为公司自建项目。截至 2019 年末，九号线项目累计完成投资金额 87.31 亿元，其中在业务模式变更之前已投资 5.30 亿元，该部分投资尚未转入项目公司。拟建项目方面，截至 2019 年末，公司共有十号线一期和十五号一期等 4 个拟建项目，均为自建项目属于西安市第

三期轨道交通建设规划项目，已获得国家发改委正式审批。截至 2019 年末，公司在建及拟建项目涉及投资总额约为 1,664.74 亿元，已完成投资 360.82 亿元，已到位资本金 118.94 亿元，资本金比例约占总投资的 40%，目前到位情况较好。2020 年~2022 年，

地铁线路计划投资分别为 199.80 亿元、287.68 亿元和 261.73 亿元，公司业务稳定性及可持续性较强，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 5：截至 2019 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        | 计划投资          |               |               |
|-----------|---------------|-----------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|           |               |           |                 |               |               |               | 2020          | 2021          | 2022          |
| <b>在建</b> |               |           |                 |               |               |               |               |               |               |
| 五号线一期     | 25.37         | 2015~2020 | 187.36          | 74.94         | 108.44        | 35.54         | 33.50         | 20.00         | 15.00         |
| 六号线一期     | 20.10         | 2016~2020 | 139.47          | 55.79         | 66.40         | 24.23         | 25.90         | 20.00         | 15.00         |
| 六号线二期     | 19.49         | 2016~2021 | 157.74          | 63.10         | 42.49         | 14.96         | 29.00         | 35.00         | 30.00         |
| 九号线       | 25.30         | 2016~2021 | 137.99          | 41.40         | 87.31         | 13.90         | 28.00         | 22.68         | -             |
| 二号线二期     | 7.00          | 2019~2022 | 51.70           | 20.68         | 0.99          | 0.95          | 3.00          | 25.00         | 22.00         |
| 八号线       | 50.00         | 2019~2026 | 484.39          | 193.76        | 28.76         | 13.35         | 28.90         | 50.00         | 80.00         |
| 十四号线      | 13.80         | 2019~2021 | 108.12          | 43.25         | 26.43         | 11.10         | 20.50         | 35.00         | 21.00         |
| <b>小计</b> | <b>161.06</b> |           | <b>1,266.77</b> | <b>492.92</b> | <b>360.82</b> | <b>114.03</b> | <b>168.80</b> | <b>207.68</b> | <b>183.00</b> |
| <b>拟建</b> |               |           |                 |               |               |               |               |               |               |
| 十号线一期     | 34.60         | 2020~2024 | 176.60          | 70.64         | 0.00          | 4.41          | 13.00         | 30.00         | 30.00         |
| 十五号线一期    | 19.00         | 2020~2024 | 124.36          | 49.74         | 0.00          | 0.50          | 5.50          | 30.00         | 30.00         |
| 一号线三期     | 10.50         | 2020~2024 | 83.28           | 33.31         | 0.00          | -             | 7.50          | 15.00         | 15.00         |
| 三号线增车     | -             | -         | 13.73           | 5.49          | 0.00          | 0.00          | 5.00          | 5.00          | 3.73          |
| <b>小计</b> | <b>64.10</b>  | <b>-</b>  | <b>397.97</b>   | <b>159.18</b> | <b>0.00</b>   | <b>4.91</b>   | <b>31.00</b>  | <b>80.00</b>  | <b>78.73</b>  |
| <b>合计</b> | <b>225.16</b> | <b>-</b>  | <b>1,664.74</b> | <b>652.10</b> | <b>360.82</b> | <b>118.94</b> | <b>199.80</b> | <b>287.68</b> | <b>261.73</b> |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 随着地铁线路的开通，“网格效应”的显现，资源开发业务持续推进，公司多元化业务发展良好，一定程度补充公司营业收入

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。

**广告经营收入：**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。2017~2019 年，该业务板块实现收入分别为 20,875.74 万元、12,727.47 万元和 8,278.08 万元。

**租赁收入：**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 2019 年末，公司拥有可出租商铺面积达 46,256.73 平方米，已签订合同的出租面积 42,453.31 平方米，出租率达 91.78%。2017~2019 年，该业务板块实现收入分别为 3,719.80 万元、4,891.30 万元和 4,102.16 万元。未来随着地铁在建线路的逐步开通，公司租赁收入有望实现增长。

**房地产开发业务：**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 2019 年

末，大明宫西项目已投资 1.52 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 2019 年末，新纺家苑项目已投资 2.27 亿元。公司在建项目尚未实现出售和出租。

拟建项目方面，截至 2019 年末，公司共有三号线鱼化寨停车场、三号线桃花潭站和一号线西咸车辆段 3 个拟建房地产项目，全部为基于轨道交通的物业综合开发。拟建项目总建筑面积 110.04 万平方米，总投资 109.14 亿元，未来将给公司带来一定的资金压力。

**表 6：截至 2019 年末公司在建房地产开发项目情况（万平方米、亿元）**

| 项目        | 建筑面积          | 建设周期      | 总投资           |
|-----------|---------------|-----------|---------------|
| 三号线鱼化寨停车场 | 55.54         | 5 年       | 62.74         |
| 三号线桃花潭站   | 11.66         | 4 年       | 9.59          |
| 一号线西咸车辆段  | 43.84         | 4 年       | 36.81         |
| <b>合计</b> | <b>110.04</b> | <b>--</b> | <b>109.14</b> |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**其他业务：**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，收入规模较小。2017~2019 年，该业务板块实现收入分别为 2,650.44 万元、1,594.65 万元和 5,585.42 万元。

中诚信国际认为，作为西安市轨道交通项目投资、建设、运营的唯一主体，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，业务持续性较好，但未来亦面临较大的投资压力。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。

## 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 2017~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年

一季度财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制。以下分析基于各期财务报表期末数。

**2019 年，公司主营业务收入稳步上升，营业毛利率受主要业务板块毛利率下降影响，大幅下降；期间费用占比较高，费用控制能力有待提高；收现比较好，自身造血能力较强，但政府补助是利润的主要来源**

**营业总收入：**2019 年，公司营业总收入稳定上升，主营业务收入主要来源于列车运营收入和资源开发收入等。占比较大的列车运营收入随着运营线路的开通，业务收入稳定增长，2019 年列车运营收入占营业总收入比重超过 85%。公司资源开发收入保持稳定，主要为广告经营收入、商铺及场地租赁收入；电费收入、一卡通充值手续费等其他业务收入有效的丰富了公司收入来源。此外，受新冠疫情影响，公司 2020 年 1~3 月营业收入较去年同期减少 3.61 亿元至 2.41 亿元。

**表 7：公司主要板块收入结构及占比（亿元）**

| 收入        | 2017           | 2018           | 2019           | 2020.1~3       |
|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 列车运营收入    | 15.01          | 15.83          | 19.85          | 1.97           |
| 资源开发收入    | 1.82           | 2.59           | 2.10           | 0.37           |
| 其他收入      | 0.27           | 0.16           | 0.56           | 0.07           |
| <b>合计</b> | <b>17.09</b>   | <b>18.57</b>   | <b>22.50</b>   | <b>2.41</b>    |
| 占比        | 2017           | 2018           | 2019           | 2020.1~3       |
| 列车运营收入    | 87.81%         | 85.21%         | 88.20%         | 81.74%         |
| 资源开发收入    | 10.63%         | 13.93%         | 9.32%          | 15.35%         |
| 其他收入      | 1.55%          | 0.86%          | 2.48%          | 2.91%          |
| <b>合计</b> | <b>100.00%</b> | <b>100.00%</b> | <b>100.00%</b> | <b>100.00%</b> |

注：1、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等；2、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

**营业毛利率：**2019 年公司营业毛利率大幅下降，主要由于公司营业收入占比最大的列车运营收入毛利率大幅下降所致。2019 年西安地铁 1 号线二期投入运营，由于途经区段位于郊区，客流量明显小于 1 号线一期区段，因此对 1 号线的运营毛利率产生了一定影响和物价上涨、线路运行时间增长、老线路及新项目维修成本、运营人力成本等增加影响，列车运营收入毛利率下降 13.51 个百分点至 1.96%。资源开发板块方面，2019 年，因广告业务收入大幅

下降且运营成本提高，营业毛利率下降至 52.03%。此外，2020 年 1~3 月，因防控新冠疫情等必要成本支出增加，毛利率为负。

表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

| 项目     | 2017  | 2018  | 2019  | 2020.1~3 |
|--------|-------|-------|-------|----------|
| 列车运营收入 | 21.27 | 15.47 | 1.96  | -142.65  |
| 资源开发收入 | 22.03 | 71.36 | 52.03 | 26.54    |
| 其他收入   | 68.78 | 36.93 | 55.58 | 50.42    |
| 营业毛利率  | 22.08 | 23.44 | 7.96  | -110.52  |

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

**期间费用：**公司期间费用主要以管理费用和财务费用为主，管理费用主要为职工薪酬，近年来随着地铁线路的开通运营，管理费用呈逐年增长态势；财务费用主要系对外融资的利息支出，2019 年有所下降。总体来看，公司期间费用占比较高，费用管控能力有待提高。

**利润总额：**由于地铁行业的特殊性，公司利润总额主要来自政府补助，2019 年，公司计入营业外收入和其他收益的政府补助为 12.50 亿元。2020 年 1~3 月，公司收到政府补贴资金 6.01 亿元，其中 2.51 亿元计入其他收益科目核算，3.50 亿元计入递延收益科目核算。营业外损益对公司利润亦产生一定影响，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。2019 年以来，由于营业收入的大幅提升，加之三费收入占比的控制和政府的补助的获取，使得当年的经营性业务利润大幅提高。总体来看，鉴于公司的业务性质，短期内其主营业务难以大幅盈利，政府补助仍将是公司利润总额最重要的来源。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

|         | 2017  | 2018  | 2019  | 2020.1~3 |
|---------|-------|-------|-------|----------|
| 营业总收入   | 17.09 | 18.57 | 22.50 | 2.41     |
| 管理费用    | 0.75  | 1.07  | 1.53  | 0.38     |
| 财务费用    | 15.31 | 12.96 | 10.92 | 2.84     |
| 期间费用合计  | 16.07 | 14.07 | 12.48 | 3.22     |
| 期间费用率   | 94.03 | 75.74 | 55.45 | 133.69   |
| 经营性业务利润 | -6.53 | 0.46  | 1.60  | -3.40    |
| 其他收益    | 6.00  | 10.30 | 12.50 | 2.51     |
| 营业外收入   | 0.005 | 0.01  | 0.005 | 0.08     |
| 利润总额    | -6.97 | 0.24  | 0.24  | -3.32    |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**公司资产以非流动性资产为主，随着轨道线路的建设，资产规模不断增长，但轨道及运输类资产及相应投入成本占比较高，公司整体资产流动性一般；公司每年具有较为稳定的现金流，资产收益性尚可；公司短期债务占比不高，债务结构较为合理**

**总资产：**2019 年，受益于轨道项目建设的推进，公司资产大幅增长，资产以非流动资产为主，同期，非流动资产占总资产比重在 90%以上。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程构成。其中，固定资产主要为房屋建筑物、机器设备、运输工具和电子设备，随着轨道资产的增加逐年增长。公司在建工程主要为在建的轨道线路项目。公司流动资产主要为货币资金、预付款项和其他应收款构成。近年来公司货币资金受偿还债务和项目支出影响，呈波动趋势，截至 2020 年 3 月末，公司受限的货币资金为 69.99 万元；公司预付款项主要为预付征地拆迁费和预付工程款，因项目开发进度影响，呈波动趋势。

**所有者权益：**2019 年，公司所有者权益有所增长，主要系财政拨款增加资本公积 40.74 亿元所致，资本实力进一步得到夯实。截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 496.28 亿元。

表 10：近年来公司主要资产构成情况（亿元）

|       | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.1~3 |
|-------|--------|--------|--------|----------|
| 总资产   | 693.30 | 785.32 | 914.73 | 978.04   |
| 固定资产  | 422.10 | 575.14 | 614.78 | 614.91   |
| 在建工程  | 198.74 | 137.87 | 203.21 | 224.37   |
| 货币资金  | 33.74  | 29.23  | 44.79  | 62.98    |
| 所有者权益 | 137.49 | 441.71 | 482.89 | 496.28   |
| 实收资本  | 25.05  | 25.05  | 25.05  | 25.05    |
| 资本公积  | 87.56  | 391.47 | 432.21 | 448.88   |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**总负债：**公司总负债规模较大，主要由长期借款、长期应付款、专项应付款和其他应付款构成。2019 年因地铁线路建设进程加快，资金需求量提升使得长期借款大幅增加。同期，公司长期应付款小幅增

长，主要为应付融资租赁款。公司专项应付款主要为财政拨款；2019年，公司其他应付款较上年有所增长，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工程款。

**表 11：近年来公司主要债务构成情况（亿元）**

|       | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.1~3 |
|-------|--------|--------|--------|----------|
| 总负债   | 555.82 | 343.61 | 431.84 | 481.76   |
| 短期债务  | 66.85  | 19.62  | 22.08  | 29.04    |
| 长期债务  | 457.45 | 253.73 | 336.39 | 379.13   |
| 其他应付款 | 6.45   | 11.15  | 23.41  | 26.19    |
| 长期借款  | 413.54 | 226.63 | 314.47 | 361.65   |
| 长期应付款 | 26.02  | 19.15  | 21.92  | 17.48    |
| 专项应付款 | 56.62  | 15.90  | 15.90  | 7.04     |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**资本结构：**2019年公司总资本化比率较2018年有所上升，主要系长期借款增加；公司短期债务/总债务比值较低，债务结构较为合理。

**资产质量：**从公司资产流动性来看，公司资产以固定资产、在建工程、长期股权投资等非流动资产为主，轨道交通建设形成的资产占比较大，公司整体资产流动性一般；从资产收益性来看，公司持有及参股的轨道资产及运输工具可为公司每年带来较为稳定的现金流，公司资产收益性尚可。

**表 12：近年来公司主要资本结构情况（X、%）**

|          | 2017  | 2018  | 2019  | 2020.1~3 |
|----------|-------|-------|-------|----------|
| 短期债务/总债务 | 0.01  | 0.07  | 0.06  | 0.07     |
| 总资本化比率   | 77.15 | 38.23 | 42.61 | 45.13    |
| 总资产负债率   | 80.17 | 43.75 | 47.21 | 49.26    |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

**公司主营业务获现能力较好，加之收到较多的财政资金，经营活动现金流呈持续净流入状态；较大的投资规模使得公司对筹资活动现金流依赖度较高；公司短期债务规模较小，货币资金可对短期债务形成有效覆盖**

**经营活动净现金流：**公司轨道交通运营获现能力较好，近年来，经营活动净现金流呈持续净流入状态。

**投资活动净现金流：**2019年，公司轨道交通投资规模较大，使得投资活动现金流呈大幅净流出态势。

**筹资活动净现金流：**2019年，为满足地铁线路建设的资金需求，公司通过融资租赁、发行债券、银行贷款等多种债务融资和股东注入资本方式筹集资金，筹资活动净现金流为公司资金缺口提供有效保障。

**偿债指标：**2019年，受益于公司营业收入增长，公司EBITDA整体对债务本息的覆盖能力有所增强，但仍然无法有效覆盖债务本息。2019年，公司经营活动现金流持续净流入，但债务规模较2018年大幅增长，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所弱化。

**货币资金/短期债务：**由于公司短期债务规模偏小且货币资金较为充足，公司各期货币资金均可覆盖短期债务，短期偿债压力较小。

**表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

|               | 2017   | 2018   | 2019    | 2020.1~3 |
|---------------|--------|--------|---------|----------|
| 经营活动净现金流      | 8.22   | 20.14  | 20.16   | 1.64     |
| 投资活动净现金流      | -70.00 | -95.64 | -106.26 | -35.91   |
| 筹资活动净现金流      | 80.11  | 70.97  | 101.64  | 52.45    |
| EBITDA        | 8.88   | 13.39  | 11.46   | -        |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.42   | 0.64   | 0.76    | -        |
| 货币资金/短期债务     | 5.05   | 1.49   | 2.03    | 2.17     |
| 经营净现金流/总债务    | 0.02   | 0.08   | 0.06    | -        |
| 总债务/EBITDA    | 52.28  | 20.41  | 31.29   | -        |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司无对外担保、受限资产比重不高，银行备用流动性充足，短期偿债压力较小**

**到期债务分布：**截至2020年3月末，公司总债务为408.17亿元，其中2020.4~12月、2021年和2022年分别到期20.94亿元、19.00亿元和17.11亿元，考虑到公司账面货币资金及授信余额充裕，公司偿债压力较小。

**表 14：截至 2020 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）**

| 到期时间 | 2020.4~12 | 2021  | 2022  | 2023 及以后 |
|------|-----------|-------|-------|----------|
| 到期金额 | 20.94     | 19.00 | 17.11 | 351.12   |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**银行授信：**截至2020年3月末，公司共获得银行授信额度1,068.79亿元，其中未使用授信额度为

517.46 亿元，具备一定的备用流动性。

**受限资产/总资产：**截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计为 71.59 亿元，占总资产的比重为 7.32%，主要为已进行收费权质押的地铁二号线北端隧道洞体和机车车辆、地铁一号线机车等轨道交通资产。

**对外担保/净资产：**截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 5 月 19 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付本息的情形。

## 外部支持

**公司作为西安市城市轨道交通建设和运营唯一的运营主体，在轨道交通建设和运营方面具有垄断优势。股东背景及突出定位决定了公司具有极强的市场竞争力和良好的发展空间，2019 年公司在财政补贴和资本金注入等方面获得股东的有力支持**

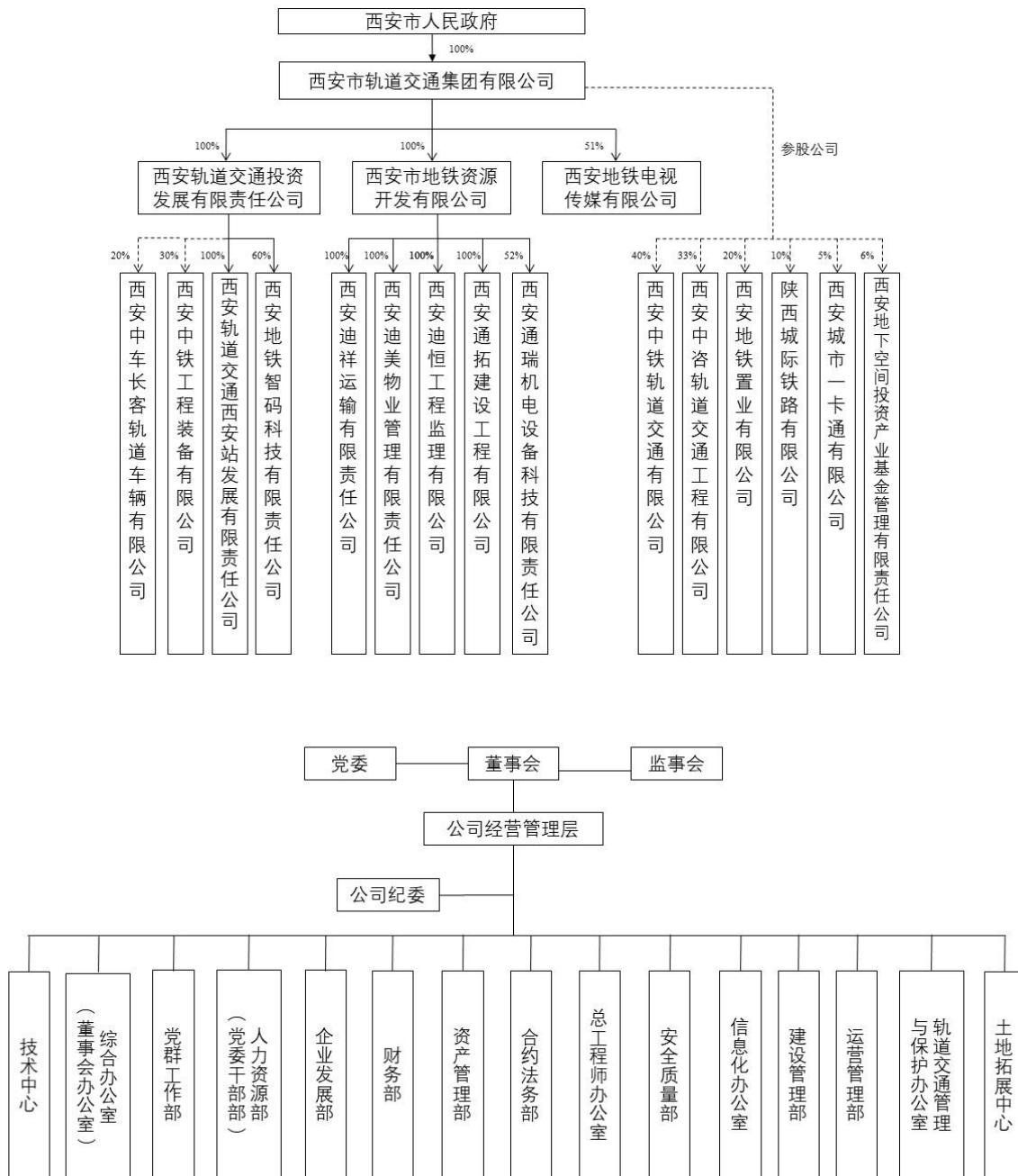
轨道交通建设在西安市城市发展中具有重要战略地位。作为西安市轨道交通投资建设的唯一主体，西安地铁得到了西安市政府在政策和资金上的大力支持。

2019 年，公司收到轨道交通建设专项资金 59.50 亿元，同期获得政府补助 12.50 亿元。此外，2020 年 1~3 月公司获得政府补贴资金 6.01 亿元。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持西安市轨道交通集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 西安地铁 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

## 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 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 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）       | 2017         | 2018         | 2019          | 2020.3       |
|-------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 货币资金              | 337,381.13   | 292,280.15   | 447,870.06    | 629,751.59   |
| 应收账款              | 31,310.56    | 26,269.33    | 31,971.20     | 52,526.99    |
| 其他应收款             | 62,860.26    | 39,027.57    | 29,402.93     | 33,250.80    |
| 存货                | 31,942.56    | 33,690.29    | 37,099.54     | 49,251.73    |
| 长期投资              | 31,901.72    | 94,037.32    | 128,872.08    | 146,733.67   |
| 在建工程              | 1,987,448.82 | 1,378,732.24 | 2,032,079.24  | 2,243,749.53 |
| 无形资产              | 10,137.55    | 10,371.21    | 10,508.08     | 10,507.51    |
| 总资产               | 6,933,046.48 | 7,853,193.77 | 9,147,319.05  | 9,780,363.57 |
| 其他应付款             | 64,549.62    | 222,586.14   | 255,406.99    | 261,858.18   |
| 短期债务              | 66,846.51    | 196,226.34   | 220,815.62    | 290,352.24   |
| 长期债务              | 4,574,453.89 | 2,537,311.39 | 3,363,899.17  | 3,791,300.94 |
| 总债务               | 4,641,300.40 | 2,733,537.72 | 3,584,714.79  | 4,081,653.18 |
| 总负债               | 5,558,153.52 | 3,436,055.63 | 4,318,444.82  | 4,817,602.46 |
| 费用化利息支出           | 156,805.96   | 129,730.89   | 110,418.97    | 27,859.95    |
| 资本化利息支出           | 52,645.74    | 79,926.41    | 39,801.55     | 13,731.35    |
| 实收资本              | 250,500.00   | 250,500.00   | 250,500.00    | 250,500.00   |
| 少数股东权益            | 285.98       | 695.59       | 513.61        | 538.27       |
| 所有者权益合计           | 1,374,892.97 | 4,417,138.13 | 4,828,874.23  | 4,962,761.11 |
| 营业总收入             | 170,936.08   | 185,734.66   | 225,015.97    | 24,144.61    |
| 经营性业务利润           | -65,252.86   | 4,615.49     | 16,043.63     | -34,070.13   |
| 投资收益              | -58.79       | -114.74      | -111.66       | 0.00         |
| 净利润               | -69,073.18   | 2,577.76     | 3,949.59      | -33,240.72   |
| EBIT              | 87,153.00    | 132,152.34   | 112,776.39    | -5,380.76    |
| EBITDA            | 88,770.13    | 133,899.30   | 114,582.10    | -            |
| 销售商品、提供劳务收到的现金    | 174,204.31   | 218,868.65   | 250,087.90    | 25,779.70    |
| 收到其他与经营活动有关的现金    | 65,484.34    | 153,497.65   | 201,066.32    | 64,000.59    |
| 购买商品、接受劳务支付的现金    | 86,211.91    | 72,699.12    | 120,136.97    | 22,171.56    |
| 支付其他与经营活动有关的现金    | 22,860.91    | 12,055.56    | 11,848.09     | 15,061.70    |
| 吸收投资收到的现金         | 269,452.69   | 526,400.00   | 595,481.50    | 0.00         |
| 资本支出              | 691,011.99   | 894,809.21   | 1,093,540.84  | 341,582.30   |
| 经营活动产生现金净流量       | 82,160.07    | 201,437.70   | 201,574.58    | 16,352.36    |
| 投资活动产生现金净流量       | -700,046.91  | -956,447.17  | -1,062,570.15 | -359,079.90  |
| 筹资活动产生现金净流量       | 801,076.43   | 709,720.83   | 1,016,384.76  | 524,500.56   |
| 财务指标              | 2017         | 2018         | 2019          | 2020.3       |
| 营业毛利率(%)          | 22.08        | 23.44        | 7.96          | -110.52      |
| 期间费用率(%)          | 94.03        | 75.74        | 55.45         | 133.69       |
| 应收类款项/总资产(%)      | 1.36         | 0.83         | 0.67          | 0.88         |
| 收现比(X)            | 1.02         | 1.18         | 1.11          | 1.07         |
| 总资产收益率(%)         | 1.37         | 1.79         | 1.33          | -            |
| 资产负债率(%)          | 80.17        | 43.75        | 47.21         | 49.26        |
| 总资本化比率(%)         | 77.15        | 38.23        | 42.61         | 45.13        |
| 短期债务/总债务(X)       | 1.44         | 7.18         | 6.16          | 0.07         |
| FFO/总债务(X)        | 0.02         | 0.05         | 0.03          | 0.02         |
| FFO 利息倍数(X)       | 0.44         | 0.65         | 0.81          | 0.39         |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | 0.39         | 0.96         | 1.34          | 0.39         |
| 总债务/EBITDA(X)     | 52.28        | 20.41        | 31.29         | -            |
| EBITDA/短期债务(X)    | 1.33         | 0.68         | 0.52          | -            |
| 货币资金/短期债务(X)      | 5.05         | 1.49         | 2.03          | 2.17         |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)  | 0.42         | 0.64         | 0.76          | --           |

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算；4、公司未提供 2020 年一季度现金流量补充资料，相关指标失效。

### 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+租赁负债+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   |
| 现金流  | EBITDA 利润率         | =EBITDA/当年营业总收入   |
|      | 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  |
| 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 利息覆盖倍数      | =EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)                                     |
|      | FFO 利息覆盖倍数         | =FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)  |
|      | 经营活动净现金流利息覆盖倍数     | =经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)                                   |

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

## 附四：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。