

2021 年度广州地铁集团有限公司信用评级报告

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：朱畅安 chazhu@ccxi.com.cn

程 成 chcheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 11 月 17 日

声 明

■ 本次评级为评级对象委托评级。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。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

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

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2021 年 11 月 17 日至 2022 年 11 月 16 日。

■ 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]3657M 号

广州地铁集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。该信用评级结果有效期为 2021 年 11 月 17 日至 2022 年 11 月 16 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年十一月十七日

评级观点：中诚信国际评定广州地铁集团有限公司（以下简称“广州地铁”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了广州市经济实力极强、政府支持力度大、公司已开通地铁线路运营良好、公司围绕地铁项目开展多元化经营业务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资本支出压力较大以及房地产业务受宏观调控政策影响较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

广州地铁	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	3,520.56	3,892.47	4,606.77	4,922.41
所有者权益合计（亿元）	2,071.21	2,177.91	2,500.22	2,504.51
总负债（亿元）	1,449.35	1,714.56	2,106.56	2,417.90
总债务（亿元）	1,048.40	1,204.36	1,574.75	1,838.65
营业总收入（亿元）	90.83	122.34	128.91	27.18
经营性业务利润（亿元）	-6.19	-9.81	-20.08	-1.68
净利润（亿元）	1.80	10.44	2.30	0.42
EBITDA（亿元）	26.93	43.44	38.73	-
经营活动净现金流（亿元）	-132.75	134.07	12.79	-19.53
收现比(X)	1.13	1.20	1.01	1.32
营业毛利率(%)	8.53	21.81	12.42	11.22
应收类款项/总资产(%)	4.03	4.75	3.88	3.44
资产负债率(%)	41.17	44.05	45.73	49.12
总资本化比率(%)	33.61	35.61	38.64	42.33
总债务/EBITDA(X)	38.93	27.73	40.66	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.74	0.97	0.77	-

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告和未经审计的 2021 年一季度财务报表整理；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、中诚信国际分析时将其其他流动负债中有息债务调入“短期债务”，长期应付款中的有息债务及其他非流动负债中的有息债务调入“长期债务”，其他非流动负债中的有息债务调入“长期债务”；4、公司未提供 2021 年一季度现金流量补充表，故相关计算指标失效。

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)

广州地铁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 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	-14.22	1
	收现比(X)*	1.09	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.40	3
	受限资产/总资产的比重(X)	0.00	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	2,500.22	10
	总资本化比率(X)	0.39	8
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	10	10
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	8	8
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，可能与评估模型级别存在差异。			

*指标采用 2018 年~2020 年三年数据计算得出

正面

■ **广州市极强的经济实力为民生工程提供了强有力的保障。**广州市经济实力极强，2020 年实现地区生产总值 25,019.11 亿元，同比增长 2.7%，广州市极强的经济实力保障了地铁项目的资金投入。

■ **政府对公司的的大力支持。**公司在项目资本金、票价优惠补贴和债务置换方面获得广州市政府的大力支持。截至 2021 年 3 月末，公司在建项目到位资本金 357.93 亿元，资本金到位情况较好；2018 年~2021 年 3 月末累计取得政府补贴 44.22 亿元；近年来完成政府债务置换共计 138.17 亿元。

■ **公司已开通地铁线路运营良好。**截至 2021 年 3 月末，公司已开通地铁线路 14 条（段），运营里程为 531.10 公里。2020 年，广州地铁总客运量 24.13 亿人次，日均客运量 659.16 万人次，实现票务收入 45.84 亿元。

■ **公司围绕地铁项目开展多元化经营业务。**地铁项目具备较强的外部效应，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。2020 年，公司实现营业总收入 128.91 亿元，其中非地铁运营业务收入占比达 54.18%。

关注

■ **资本支出压力较大。**截至 2021 年 3 月末，公司主要在建线路未来仍需投入 1,793.74 亿元，较大的资金需求将给公司带来资金压力。

■ **房地产业务受宏观调控政策影响较大。**“地铁+物业”的综合开发模式为公司利润提供了重要的资金来源，但房地产业务受宏观调控政策影响较大。

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。

■ **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；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

评级历史关键信息 1

广州地铁集团有限公司					
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/稳定	-	2021/06/24	贺文俊、张蕾、程成	中诚信国际基础设施投融资评级方法（C250000 2019_02）	阅读全文
AAA/稳定	-	2013/05/08	王娟、吴栋、关悦	-	阅读全文

注：中诚信国际口径

评级历史关键信息 2

广州地铁集团有限公司					
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/稳定	-	2020/01/03	张卡、刘衍青	地方政府融资平台评级方法	阅读全文
AAA/稳定	-	2015/07/30	王维、陈晓晓	-	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

2020 年同类型企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益(亿元)	资产负债率(%)	营业总收入(亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
广州地铁集团有限公司	4,606.77	2,500.22	45.73	128.91	2.30	12.79
深圳市地铁集团有限公司	4,926.64	2,973.57	39.64	208.28	111.02	-106.57
南京地铁集团有限公司	2,188.28	744.54	65.98	22.00	3.00	-1.76

资料来源：中诚信国际整理

评级对象概况

广州地铁集团有限公司前身为成立于 1992 年的广州市地下铁道总公司，是广州市人民政府全资国有企业。2015 年 6 月，根据《广州市国资委关于广州市地下铁道总公司改制有关事项的批复》，广州地铁整体改制为国有独资有限责任公司，公司更名为“广州地铁集团有限公司”。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 584.25 亿元，公司唯一出资人是广州市人民政府。广州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广州市国资委”）根据广州市人民政府授权，代表广州市人民政府履行出资人职责。

定位方面，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，公司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。

表 1：截至 2021 年 3 月末公司主要子公司

全称	简称
广州铁路投资建设集团有限公司	广州铁投集团
广东城际铁路运营有限公司	城际运营
广州有轨电车有限责任公司	广铁有轨
广州轨道交通建设监理有限公司	监理公司
广州地铁物资有限公司	广铁物资
广州地铁商业发展有限公司	广铁商业
广州地铁（佛山南海）房地产开发有限公司	南海房地产
广州市云胜房地产开发有限公司	云胜房地产
广州市品臻房地产开发有限公司	品臻房地产
广州地铁投融资（香港）有限公司	地铁投融资（香港）公司
广州地铁设计研究院股份有限公司	地铁设计院
广州城市轨道交通培训学院股份有限公司	培训学院
广州地铁小额贷款有限公司	广铁小贷
广州地铁传媒有限公司	地铁传媒
广州地铁德高广告有限公司	地铁德高
广州斯博瑞酒店有限公司	斯博瑞酒店

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年上半年，经济延续修复态势，低基数下 GDP 同比实现 12.7% 的高增长，两年

复合增速提升至 5.3%，供需缺口进一步收窄。展望下半年，基数抬升作用下 GDP 同比增速或将逐季下调，剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

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

宏观风险：虽然中国经济向常态化水平不断修复，但经济运行中仍面临多重风险与挑战。从外部环境看，中美大国博弈仍将持续，全球经济修复或会带来主要经济体宽松政策的边际调整，需关注其带来的外溢效应对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。同时，内部挑战依然不减：首先，虽然 PPI 涨势趋缓，但大宗商品价格高位运行对企业利润空间的挤压依然存在，需关注 PPI 回落的幅度和节奏；其次，地方政府收支压力依然较为突出，如何稳妥化解地方政府性债务风险依然是后疫情时代面临的巨大挑战；再次，信用风险释放虽然短期平静但仍在持续酝酿，尾部信用风险暴露的可能性加大；第四，虽然随着经济修复就业整体呈现改善态势，但就业结构性压力突出，尤其是青年人口及

农民工的就业压力值得高度重视。这些挑战和风险的存在，不仅会对后续经济修复的节奏和力度产生约束，也对宏观调控提出了更高要求，需要综合考虑内外环境的变化、经济运行中存在的多重结构性风险精准施策，在进一步巩固前期经济复苏的成果同时妥善应对和缓释风险。

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

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

中诚信国际认为，2021年中国经济持续修复的基本态势不改，供需缺口将不断收窄，宏观政策注重对于微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留了空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

广州市作为广东省省会和珠三角都市圈核心城市，经济实力极强，且近年来经济增速较快，产业结构不断优化，为公司发展提供良好的外部环境

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。目前广州市下辖越秀区、天河区、白云区、荔湾区、黄埔区、海珠区、番禺区、花都区、南沙区、增城区和从化区共11个区，辖区面积共计7,434.4平方公里。截至2020年末，广州市年末户籍人口985.11万人，户籍人口城镇化率为80.49%。

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。广州是京广、广深、广茂和广梅汕和武广铁路的交汇点，是国家四大铁路主枢纽之一；在全球暴发疫情的特殊情况下，广州白云机场2020年实现旅客吞吐量4,376.8万人次，在全球机场排名第一，是中国连接世界各地的重要口岸和国际航空枢纽；海洋运输方面，广州港为中国第三大港，是珠江三角洲以及华南地区的主要物资集散地和最大的国际贸易中枢港，2020年实现港口货物吞吐量63,643.22万吨，增长1.5%。

产业方面，广州市系全国重要的工业基地、华南地区的综合性工业制造中心，目前已形成了门类齐全、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。广州市形成了以汽车制造业、电子产品制造业和石油化工制造业为主的三大支柱产业。2020年全年规模以上三大支柱产业工业总产值较上年增长3.7%，占全市规模以上工业总产值的51.4%。

近年来，广州市经济保持快速增长，产业结构更为优化。2018~2020年，广州市分别实现地区生产总值22,859.35亿元、23,628.60亿元和25,019.11亿元，同比增速分别为6.2%、6.8%和2.7%。其中，2020年第一、二、三产业增加值分别为288.08亿元、6,590.39亿元和18,140.64亿元，分别同比增长9.8%、3.3%和2.3%，其中第二、三产业对经济增长的贡献率分别为38.7%和57.5%。

广州市固定资产投资增长提速，且基础设施投

资和房地产开发投资表现较为亮眼。2020 年广州市完成固定资产投资比上年增长 10.0%，“十三五”时期固定资产投资年均增速达 9.7%。2020 年，基础设施投资同比增长 4.7%，其中燃气生产和供应业、互联网和相关服务、水上运输业等固定资产投资同比分别增长 96.9%、58.6%和 49.0%；房地产开发投资同比增长 6.2%；国有投资在交通运输、电力、水利等完成投资超十亿元的大项目带动下持续走高，同比增长 16.3%。

财政收入方面，广州市财政收入实现平稳增长，2018~2020 年，广州市一般公共预算收入分别为 1,632.30 亿元、1,697.21 亿元和 1,714 亿元，其中，2020 年税收收入占一般公共预算收入的比重为 75.8%。同期，政府性基金收入分别为 1,403.80 亿元、1,665.90 亿元和 2,507.3 亿元。

财政支出方面，2018~2020 年，广州市一般公共预算支出分别为 2,505.84 亿元、2,865.12 亿元和 2,905.7 亿元，其中 2020 年一般公共预算支出较上年增长 1.4%。2018~2020 年，政府性基金支出分别为 1,399.70 亿元、1,586.71 亿元和 2,106.1 亿元。

财政平衡率方面，近年来，广州市一般公共预算支出增长较快导致财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）有所下降，2018~2020 年，财政平衡率分别为 65.14%、59.24%和 58.99%。

表 2：2018~2020 年广州市财政情况（亿元、%）

项目	2018	2019	2020
一般公共预算收入	1,632.30	1,697.21	1,714
其中：税收收入	1,286.30	1,325.04	1,299.2
政府性基金收入	1,403.80	1,665.90	2,507.3
一般公共预算支出	2,505.80	2,865.12	2,905.7
政府性基金支出	1,399.70	1,586.71	2,106.1
财政平衡率	65.14	59.24	58.99
税收收入占比	78.80	78.07	75.80

资料来源：广州市财政局网站，中诚信国际整理

中诚信国际认为，广州市作为我国改革开放的前沿城市，经济发展势头良好，财政实力较强，经济总量位居全国省会以上城市前列。广州市较强的经济水平与财政实力为民生工程提供了强有力的保障。

随着“52 号文”的出台，城市轨道交通建设对地区

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

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

我国城市轨道交通建设起步较晚，初期发展较缓慢。2016 年以来，部分城市面对经济下行压力，出于刺激经济等目的，罔顾区域财政实力有限、城市客流量不足的状况，盲目上马城市轨道交通项目，导致了国内 2016 年~2017 年上半年间城市轨道交通建设大赶快上的现象，其中 2017 年全国城市轨道交通投资完成额 4,762 亿元，同比增速达到了 23.8%。2017 年下半年，国家发改委暂停了城轨项目的批复，2018 年 6 月，国务院出台《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（以下简称“52 号文”），其中对申建地铁的城市地区生产总值标准由 1,000 亿元以上提高至 3,000 亿元以上，一般公共预算收入由 100 亿元以上提升至 300 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上。此外，“52 号文”明确了政府财政性资金比例，除规划明确采用特许经营项目外，财政资金不低于 40%。政策收紧大幅提高了城市轨道交通建设的准入门槛，推动行业进入良性发展的阶段，过热的局面有所控制。

同时，“52号文”的出台重启了城轨项目的审批工作，2019年，国家发改委批复4个城市轨道交通重大项目，共计30条线路，新批复里程为684.82公里，总投资为4,926.07亿元；2020年，国家发改委批复4个城市的新一轮城市轨道交通建设规划，4市获批建设规划线路21条，长度455.36公里，总投资额3,364.23亿元，另有4城市的地铁规划调整获批，获批调整方案涉及项目新增线路14条，长度132.59公里，新增总计划投资额1,345.63亿元；2021年前3个月，国家发改委批复1个城市轨道交通重大项目，共计3条线，长度115.8公里，总投资额772.13亿元。根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通2020年度统计和分析报告》，截至2020年末，我国大陆地区有57个城市（个别由地方政府批复项目未纳入统计）在建城轨线路总规模6,797.5公里（含部分2020年当年仍有建设进展和投资额发生的新投运项目），在建线路297条（段），其中23个城市的在建线路超过100公里。此外，2021年2月24日，中国中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，第一次在中央层面确定了国家中长期交通网规划建设要求，研究推进超大城市间高速磁悬浮通道布局和试验线路建设，轨道交通市场前景广阔。

2020年，在新冠疫情冲击下，全国轨道交通客流量断崖式下跌；随着疫情的有效控制，国内各大城市轨道交通客流逐步恢复，客运量的有序回升将为行业发展注入运营活力。随着常态化疫情防控措施的落实，各大城市的城市轨道交通全面恢复运行，客运量有序回升。根据国家交通部数据，2021年1月末，全国中心城市的城市轨道交通客运总量为171,970万人次，成为疫情爆发一年来首次出现同比转正的月份；2月末，全国中心城市累计客运总量为302,162万人次，同比增长77.78%，达到了2019年2月末累计客运量的94.01%，行业发展整体迎来运营活力。

运营情况：城市轨道交通基础设施作为基本建设投资，具有投资规模大、建设及运营非盈利导向

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

2020年全国城轨交通平均单位车公里运营收入15.9元，同比下降0.8元；平均单位人公里运营收入0.48元，同比增长0.01元。在运营收入无法覆盖运营成本的情况下，多数城市的城市轨道交通运营主体往往需要依靠当地政府的财政资金补贴以维持正常运营。通常而言，政府补贴的形式主要包括票价补贴、折旧及利息补贴、政策性补贴等，其中票价补贴、折旧及利息补贴等主要系政府对城市轨道交通运营主体在投资及运营环节的补贴，具有普遍适用性。政策性补贴主要系政府不直接以资金方式给予运营主体补贴，而是通过注入沿线的土地资产、土地及房地产开发权等，以丰富运营主体的收入结构并提升其经营性业务利润规模。多元化经营模式的并行，使得城市轨道交通运营企业的经营成效亦有分化，目前我国各大城市中，北京地铁、武汉地铁和杭州地铁等少量运营主体能够通过物业租赁、房地产开发等多元化业务实现盈利。

整体来看，我国各大城市的城轨运营长期处于

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

中诚信国际认为，作为城市交通系统的重要构成，我国城市轨道交通的通车里程和覆盖范围持续提升，开通城市从北上广深等一线城市向大量二三线城市全面扩张。在经历了国务院出台 52 号文整顿盲目申请、超强度兴建的阶段后，我国城市轨道交通行业已进入有序发展的良性阶段。未来随着城市化进程的持续推进，以及国家重大政策的加持，城市轨道交通发展前景广阔，投资规模及新增里程数将继续保持增长态势。受城市轨道交通投资总额大、运营成本高、公益性强等特点影响，我国各大城市的城轨运营长期处于亏损状态，以沿线土地等资源开发、上盖物业开发为代表的非运营业务盈利较强，但尚不能覆盖运营业务形成的收支缺口。在新冠疫情冲击下，全国各大城市轨道交通客流量断崖式下跌，截至 2021 年 2 月尚未恢复至 2019 年同期水平，但随着疫情的有效控制，2020 年下半年以

来轨道交通客流量逐步恢复，为行业发展注入运营活力。同时，疫情影响下城轨企业盈利对财政补贴的依赖度加大，而运营线路完善程度及多元化经营模式拓展程度的差异，导致业内企业在盈利能力上有所分化。行业内企业的杠杆率水平整体较高，且随着在建项目推进，预计未来财务杠杆仍将处于较高水平，但企业债务期限结构较合理、收现比良好，短期偿债压力可控。

业务运营

广州地铁实行建设、运营、资源开发的一体化管理，营业收入主要来源于地铁运营，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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司实现营业总收入 90.83 亿元、122.34 亿元、128.91 亿元和 27.18 亿元，其中运营收入分别为 49.94 亿元、55.15 亿元、59.07 亿元和 12.17 亿元，是公司最主要的收入来源，占比为 40%~50%；此外，2020 年物业开发、资源经营、行业对外服务和其他业务收入分别为 30.71 亿元、7.98 亿元、25.20 亿元和 5.95 亿元。

表 3：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司营业总收入构成（亿元、%）

	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1~3 月	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
运营收入	49.94	54.98	55.15	45.08	59.07	45.82	12.17	44.77
物业开发	6.44	7.08	27.97	22.86	30.71	23.82	4.71	17.32
其中：商品房销售收入	4.00	4.41	25.41	20.77	19.42	15.06	3.25	11.95
物业租赁收入	2.43	2.67	2.56	2.10	2.58	2.00	1.46	5.37
工程收入	-	-	-	-	8.71	6.76	-	-
资源经营	11.75	12.94	11.37	9.29	7.98	6.19	2.06	7.58
其中：广告收入	9.25	10.18	7.05	5.76	5.80	4.50	1.65	6.08
通信收入	0.06	0.07	1.91	1.56	1.37	1.06	0.05	0.19
商贸收入	2.45	2.70	2.40	1.96	0.81	0.63	0.36	1.31
行业对外服务收入	18.88	20.78	20.49	16.75	25.20	19.55	6.40	23.54
其中：设计咨询培训收入	16.49	18.15	18.26	14.92	23.22	18.01	6.24	22.97
商品销售收入	2.39	2.63	2.24	1.83	1.98	1.53	0.96	3.54
其他	3.82	4.21	7.35	6.01	5.95	4.62	1.84	6.78
合计	90.83	100.00	122.34	100.00	128.91	100.00	27.18	100.00

注：1.运营收入不含票价优惠补贴收入；2.小数差异系四舍五入所致；3.自 2020 年，公司将原计入其他收益的票价补贴计入运营收入中。

资料来源：公司财务报告及公司提供，中诚信国际整理

地铁运营业务是公司的核心业务，随着地铁路网的逐步完善，运营收入整体稳步提升；此外，政府提供的票价补贴和安检补贴为该业务正常持续运营提供保障

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。从已投入运行的线路来看，截至 2021 年 3 月末，公司运营线路达 14 条（段），包括 1~9 号线、13 号线首期、14 号线及知识城线、21 号线（首通段）、APM 线和广佛线，运营总里程 531.10 公里，车站数量总计 282 座。

公司地铁线路开通后一段时间内（一般为 2 年）属于试运营期，在会计处理上仍计入在建工

程科目，试运营期间地铁线路收入直接冲抵建设成本，不计入公司营业总收入。

此外，广佛线由公司与佛山市轨道交通发展有限公司（以下简称“佛山轨道公司”）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 2021 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：截至 2021 年 3 月末广州地铁开通运营线路

线路	运营里程（公里）	车站数量（座）	首末站名称
1 号线	18.50	16	西塱-广州东站
2 号线	31.80	24	嘉禾望岗-广州南站
3 号线及支线	67.30	30	番禺广场-机场北，体育西路-天河客运站
4 号线	59.30	23	黄村-南沙客运港
5 号线	31.90	24	滘口-文冲
6 号线	42.10	31	浔峰岗-香雪
7 号线	18.60	9	广州南站-大学城南
8 号线	33.86	26	滘心-万胜围
9 号线	20.10	11	飞鹅岭-高增
13 号线	27.03	11	鱼珠-新沙
14 号线及支线	76.30	22	嘉禾望岗-东风，新和-镇龙
21 号线	61.50	21	员村-增城广场
APM 线	3.94	9	林和西-广州塔
广佛线	38.90	25	沥滘-魁奇路，魁奇路-新城东
合计	531.13	282	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年全年广州地铁总客运量 24.13 亿人次，较 2019 年下降 27.02%，日均客运量 659.16 万人次，全年实现票务收入 45.84 亿元（含广佛线广州段票务收入），较 2019 年下降 27.77%。2021 年第一季度，广州地铁总客运量与票务收入与上年同期相比增加显著。

表 5：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月广州地铁运营情况

时期	客运总量 （亿人次）	日均客运量 （万人次）	票务收入 （亿元）
2018	30.26	829.03	51.11
2019	33.06	905.72	63.46
2020	24.13	659.16	45.84
2021.1~3	6.93	770.00	13.08

注：票务收入中包含广佛线及试运行线路票务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

票价方面，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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现票务收入 51.11 亿元、63.46 亿元、45.84 亿元和 13.08 亿元。随着地铁线路的增加，地铁线网逐步完善，整体运营效率随之提高，从而带动票务收入呈自然增长，其中

2020 年票务收入明显下降主要系市民出行受新冠疫情影响。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，持卡乘坐公交或地铁次数累计 15 次后即可享受第 16 次起 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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别获得票价优惠补贴 12.74 亿元、4.08 亿元、11.00 亿元和 1.60 亿元，其中 2019 年明显减少主要系扣除以前票价优惠补贴的应缴税费。

安全保障方面，客运量的大幅增加对广州地铁运营安全提出挑战。公司充分借鉴亚运保障经验，进一步健全安全体系、开展安全风险评估、建立风险隐患数据库、优化设备设施精细化管理，全面提高应急管理保障水平。自 2015 年 9 月起，广州地铁对运营线路（不含广佛线佛山段）实施常态化安检，有效保障了地铁运营安全。此外，广州地铁稳步实施全线网安检升级，实行“一机一门”、“一机多门”和“机检+人检”3 种安检模式，针对特殊群体、早晚高峰和突发大客流等 3 种特殊情况，采取特殊安检措施，有效平衡安全与效率的关系。为进一步提升广州地铁安防等级，根据反恐法及有关文件要求，参考北京、上海和深圳等城市现有经验，公司已在广州地铁全面实施 X 光机安检。2018~2020 年，公司分别获得地铁安检补贴 3.24 亿元、4.55 亿元和 3.01

亿元。

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。

线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，公司面临较大资本支出压力

广州市“十四五”规划提出了到二〇三五年基本实现社会主义现代化，建成具有全球影响力的国际商贸中心、综合交通枢纽，要求建设具有全球影响力的广州都市圈，以多层次轨道交通体系建设引领一体化发展。根据《广州市推动轨道交通产业发展三年（2019~2021 年）行动计划》，计划到 2021 年，全市轨道交通产业规模达到 1,200 亿元，力争 2023 年实现产值 1,800 亿元，支持运营企业积极参与粤港澳大湾区轨道交通互联互通相关工作。

截至 2021 年 3 月末，公司在建地铁线路共计 12 条，总投资 2,778.69 亿元，已完成投资 984.95 亿元，其中已到位资本金 357.93 亿元。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，公司的在建项目有 1,012.19 亿元来自于财政资金，占总投资比重为 36.43%。目前公司主要在建线路未来仍需投入 1,793.74 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。

表 6：截至 2021 年 3 月末公司主要在建线路情况

线路	建设长度 (公里)	建设期间	总投资 (亿元)	资金来源		累计 完成 投资 (亿元)	已到 位资 本金 (亿元)
				资本金（财政） (亿元)	债务投资 (亿元)		
8 号线北延段	16.30	2013~2019	134.56	60.55	74.01	133.23	58.76
7 号线西延顺德段	13.40	2017~2021	9.65	9.65	-	2.13	1.64
11 号线	42.80	2016~2022	420.58	189.26	231.32	200.57	64.70
18 号线	61.30	2017~2022	493.00	167.62	325.38	252.89	94.15
22 号线	30.80	2017~2022	264.87	90.06	174.81	107.14	34.01
13 号线二期	33.50	2017~2022	410.85	139.69	271.16	101.55	24.48

3 号线东延段	9.58	2018~2023	66.71	22.68	44.03	10.53	3.74
5 号线东延段	9.80	2018~2022	87.63	29.80	57.84	15.22	8.82
7 号线二期	21.90	2018~2023	169.25	57.54	111.70	40.01	21.60
10 号线	19.15	2018~2023	240.99	81.94	159.05	41.01	5.54
12 号线	37.60	2018~2023	374.40	127.30	247.11	68.45	23.39
14 号线二期	11.90	2018~2022	106.20	36.11	70.09	12.22	2.76
合计	308.03	-	2,778.69	1,012.19	1,766.50	984.95	343.60

注：1.7 号线西延顺德段全长 13.4 公里，其中广州段长约 1.64 公里，总投资额仅包含广州段部分；2.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

此外，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。2018~2020 年，公司账面上土地开发整理成本余额分别为 46.55 亿元、48.91 亿元和 53.26 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。2017 年，公司收到土地储备收益资金 10.00 亿元，2018~2020 年，公司分别收到土地整理成本返还 13.94 亿元、15.65 亿元和 18.93 亿元。

中诚信国际认为，广州市国际化、城市化进程的加速为广州市轨道交通行业带来了良好的发展机遇，广州地铁已进入加快建设时期。目前，公司在建地铁线路的资本金占比较高，且到位情况较好。但同时，公司在建地铁线路仍面临较大的投资需求，公司轨道交通建设面临较大的资本支出压力。

物业开发充分利用地铁线路优势，是公司经营的重点业务，为公司收入和利润形成有效的补充，但受房地产宏观调控政策影响较大

房地产开发方面，地铁沿线物业开发由公司负责统筹，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。

截至 2021 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、万胜广场和荔胜广场等共计 6 个项目，开发模式均为自行开发。其中紫薇花园项目总投资 5.84 亿元，主要用途为住宅和社区商铺，完工后均采用对外出售方式取得收益。截至 2021 年 3 月末，紫薇花园项目已销售面积 11.49 万平方米，基本全部售完，累计实现销售

签约额 8.97 亿元，已结转收入 8.91 亿元。

地铁金融城项目用地 4.51 万平方米，建筑面积 35.60 万平方米，总投资 26.88 亿元，是住宅、酒店、写字楼和裙楼商铺等综合建筑体。截至 2021 年 3 月末，地铁金融城项目已销售面积 19.78 万平方米，累计实现销售签约额 22.79 亿元，已结转收入 23.37 亿元；可出租面积 8.43 万平方米，2019~2021 年为免租期，商场后续将产生租金收入。2020 年地铁金融城项目酒店实现运营收入 685.74 万元，计入公司资源经营业务收入。

万胜广场项目位于广州市琶洲商圈，总投资 35.81 亿元，建成后部分作为公司自用，是广州市地铁指挥中心及广州地铁博物馆所在地，其余部分作为商场及写字楼对外出租。截至 2021 年 3 月末，万胜广场项目可出租面积 11.53 万平方米，出租率达 99%。

荔胜广场为公司新完工房地产开发项目，总投资 11.44 亿元，建成后采取部分出售部分出租的方式取得收益。截至 2021 年 3 月末该项目已销售面积 3.10 万平方米，累计实现销售签约额 8.02 亿元，累计结转收入 7.60 亿元，剩余可出售面积 0.16 万平方米；可出租面积 6.45 万平方米，截至 2021 年 3 月末出租率为 82%，预计随着运营开展，出租率将有所提升。

动漫星城广场系公司首个自主开发、自主招商的商业项目，项目共设地下三层，总商业面积超过 2 万平方米，是广州动漫网游体验基地和以动漫为主题的专业化商品贸易和流通平台。该项目总投资 2.65 亿元，建成后主要采取出售的方式取得收益，截至 2021 年 3 月末该项目 3.21 万平方米面积已完全销售，累计实现销售签约额 3.85 亿

元，已全部结转收入。

贵贤上品系集高级住宅、写字楼、裙楼商铺于一体的综合商住项目，建成后采取部分出售部分出租的方式取得收益。该项目总投资 10.19 亿元，截至 2021 年 3 月末已销售面积 7.43 万平方米，累计实现销售签约额 12.01 亿元，累计结转收入 11.94 亿元，剩余可出售面积 0.84 万平方米；可出租面积 1.36 万平方米，截至 2021 年 3 月末出租率为 98%。

2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司物业销售业务分别实现收入 4.00 亿元、25.41 亿元、19.42 亿元和 3.25 亿元，其中 2019 年物业销售收入同比增长 527.38%，主要系地铁金融城西塔写字楼、悦江上品以及荔胜广场分别实现销售收入 4.11 亿元、13.92 亿元和 7.68 亿元；2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司物业租赁业务分别实现收入 2.43 亿元、2.56 亿元、2.91 亿元和 1.46 亿元。

表 7：截至 2021 年 3 月末公司主要已完工房地产开发项目情况（万平方米、亿元）

项目	开发模式	主要用途	总投资	可销售总面积	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销售收入及物业出租收入；2. 地铁金融城项目自 2019 年起用途变动，停止对外出租，2018 年末出租率为 57%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司在建房地产开发项目 6 个，包括悦江上品、品秀星图、汉溪长隆、品秀星瀚、品秀星樾和品实·云湖花城项目等，其中除悦江上品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（以下简称“越秀集团”）和新世界发展（中国）有限公司（以下简称“新世界发展”）等，合作模式主要系由集团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。截至 2021 年 3 月末，各房地产开发项目公司总投资 768.49 亿元，累计已完成投资 547.69 亿元。

公司在建项目中的除汉溪长隆项目和槎头西项目以外均已实现销售。截至 2021 年 3 月末，悦江上品项目是唯一一个已确认收入的项目，该项目已销售面积 11.77 万平方米，累计实现销售签约额 55.02 亿元。其余项目均尚未确认收入。

表 8：截至 2021 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、社区商铺	10.44	41.95	52.54	41.35	28.54	11.77	55.02
品秀星图	合作开发	住宅、社区商铺、其他	32.33	133.14	211.55	181.20	119.21	27.56	70.82
汉溪长隆	合作开发	商场、住宅、酒店、写字楼	7.09	44.84	105.75	82.48	39.77	-	-
品秀星瀚	合作开发	住宅、租赁房、社区配套	24.21	103.09	139.82	99.76	75.54	10.68	36.66
品秀星樾	合作开发	洋房、别墅、高端人才公寓	31.24	93.13	142.69	102.36	82.33	24.82	96.69

品实·云湖花城	合作开发	住宅	22.29	52.12	116.14	97.00	65.88	7.10	28.04
镇龙项目	合作开发	商住	24.22	70.34	55.00	61.65	71.68	2.11	5.12
水西项目	合作开发	商住	8.73	33.18	29.00	42.00	31.35	1.60	6.17
槎头西项目	合作开发	商住	6.79	43.17	72.70	2.87	26.17	-	-
合计	--	--	167.34	614.97	925.19	710.67	540.47	85.64	298.52

注：1.悦江上品是公司与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.小数差异系四舍五入导致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司拟建房地产开发项目为赤沙项目和棠溪项目，预计总投资 220.93 亿元，目前两个项目未缴齐尚未取得土地使用证，未开始动工，2021 年计划投资 22.74 亿元。

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，可通过与国内领先地产商合作，积累开发经验。此外，政府政策扶持也使得公司在地铁沿线物业开发方面将保持明显优势。但是，房地产和土地资源开发业务受宏观调控政策影响较大。

商业资源经营是地铁运营的衍生业务，为公司提供稳定的收入来源

广州地铁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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司商业资源经营板块收入分别为 11.75 亿元、11.37 亿元、7.98 亿元和 2.06 亿元，排除 2020 年疫情带来的负面影响外，收入水平较平稳。

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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现广告

收入 9.25 亿元、7.05 亿元、5.80 亿元和 1.65 亿元。

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，地铁商业街采用代理方式进行经营。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现商贸经营收入 2.45 亿元、2.40 亿元、0.80 亿元和 0.36 亿元。

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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现通信系统收入 0.06 亿元、1.91 亿元、1.37 亿元和 0.05 亿元。目前，公司还在研究信息网站、蓝牙、WIFI、RFID 技术的商业应用，给乘客提供更多的通信增值服务。

行业对外服务业务充分利用多年建设运营经验，提供全产业链服务，收入稳步增加；2020 年子公司地铁设计院成功上市，增强了公司财务弹性

广州地铁依靠多年沉淀的轨道交通建设运营经验，积极开拓对外服务业务，为行业客户提供价值链全过程的服务，包括地铁设计、培训和监理等。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司对外服务收入分别为 18.88 亿元、20.49 亿元、25.20 亿元和 6.40 亿元。

公司设计业务由下属子公司广州地铁设计研究院股份有限公司（以下简称“地铁设计院”）负责，地铁设计院成立于 1993 年，拥有国家工程设计综合甲级资质等核心的业务资质，业务范围涵盖城市轨道交通、建筑、道路、桥梁等工程的规划、勘测、设计、咨询、工程总承包等领域。2020 年 10 月，地铁设计院在深圳证券交易所上市，截至 2021 年 3 月末，公司持有地铁设计院 86.39% 股权，是其控股股东。截至 2020 年末，地铁设计院总资产 41.77 亿元，同年营业收入 18.70 亿元；2020 年实现归属上市公司股东净利润 2.86 亿元，基本每股收益 0.78 元。2020 年实现中标总金额 38.80 亿元，中标广州白云机场三期扩建工程捷运系统设计项目等 5 条轨道交通总体总包（含总承包）涉及项目。地铁设计院累计承担了包括广州、福州和西安等 40 余个城市的轨道交通的规划、设计、咨询任务，承接了全国 70 条城市轨道交通线路、600 余座车站的总体总包设计项目，涵盖地铁、轻轨、城际轨道交通、现代有轨电车、自动导轨系统、中低速磁悬浮等多种类型。

公司培训业务由广州城市轨道交通培训学院股份有限公司（以下简称“培训学院”）负责。培训学院由广州地铁与其他 7 家城轨企业于 2010 年联合出资设立，广州地铁持股 36.00%。公司培训业务分为两种模式，一是承接新建城轨企业的技能人员岗前培训；二是为已开通城轨企业提供企业管理咨询、在岗人员提升培训等。

监理方面，广州轨道交通建设监理有限公司（以下简称“监理公司”）2011 年 3 月完成了股权划转，成为广州地铁的全资子公司。该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，业务范围涵盖工程监理、项目咨询、车辆咨询及监造、地保业务、地保监控、项目代建、招标代理、设备集成、投资监理等。截至 2021 年 3 月末，监理公司参加了近百个监理、代建、项目咨询、车辆咨询及监造、地保

业务等投标工作，承担了包括广州、深圳、长沙、南京、南宁、西安、厦门、珠海等 16 个城市的轨道交通监理、项目咨询、车辆监造等业务共 220 个项目工点。

轨道交通车辆及维修方面，公司与中车株洲电力机车有限公司合资成立广州中车轨道交通装备有限公司，主要从事新造地铁列车，地铁列车架大修，地铁列车售后维保等，自 2011 年实现首车下线以来，随着规模化量产，收入稳步提高。

战略规划及管理

依据广州城轨建设规划，公司进行地铁建设；未来仍以“地铁+物业”的发展方式为主，积极拓展行业对外服务，提升公司竞争力

从广州市城轨建设规划来看，2017 年~2023 年，广州市将建成 3 号线东延、5 号线东延、7 号线二期以及 22 号线等共 10 个项目，总长度约 258.1 公里。广州市城市轨道交通 2020 年线网由 21 条线路组成，总长度约 973 公里，共设车站 465 座。2021 年，公司将开通 18 号线、22 号线首通段、7 号线西延段 3 条地铁线，并有序接管运营广佛南环、佛莞 2 条城际线路。随着轨道交通建设的加快，公司将存在一定的建设和融资压力；但是随着运营线路里程的不断增加，公司地铁运营业务收入将逐年增加。

公司仍以“地铁+物业”的发展方式为主。地铁运营服务作为公司的核心业务。公司将在保证运营安全与服务质量的前提下，不断提升运营收入，控制业务成本；通过改善服务质量，提升客户满意度，持续提升广州地铁的品牌价值；通过经营和维护地铁线网运营的大平台，创造客流，促进资源和物业开发等业务的良好发展。

行业对外服务是公司业务拓展的重要部分。“十四五”期间，公司将充分利用广州地铁的品牌资源，积极拓展轨道交通综合规划及其衍生业务，使之成为公司对外业务拓展的平台。

中诚信国际认为，随着轨道交通线网建设的加快，公司“十四五”期间将面临较大的融资压力和艰巨的线网建设运营任务。公司提出的“地铁+物业”发展方式和公司化改革均处于探索期，中诚信国际将持续关注上述战略规划在实践中的适应性问题和公司的调整措施。

公司法人治理结构完善，内部规章制度和内控制度较为健全，为公司日常经营管理活动的正常运行提供了保障和支持

治理结构方面，公司不设股东会，下设董事会、监事会，经营层下设职能部门、事业部以及共享中心。其中，职能部门主要由战略发展部、财务管理部、安全监察部、法律合约部、应急指挥中心等构成；事业部主要由建设事业总部、国家工程实验室、运营事业总部以及房地产事业总部构成；共享中心则主要由信息管理中心、行政后勤中心、资源服务中心以及广州地铁大学构成。公司法人治理结构较为完善，经营管理部门设置合理。

公司建立了一整套较为完善的内部控制体系，包括《公司章程》等管控流程。同时，公司还制定了一系列较完善的管理办法，包括战略管理办法、基本建设财务管理办法、投资管理手册以及内部控制评价管理办法等。此外，针对建设安全，公司还按照《广州市轨道交通工程施工安全检查评分标准》每月开展施工、监理单位的安全检查。针对各业务领域的不同特点，公司严格把控业务流程，为促进各项管理工作的科学化和规范化奠定了坚实的制度基础。

财务分析

以下分析基于公司提供的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2018年~2019年审计报告、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年审计报告及公司提供的未经审计的2021年一季度财务报表。其中，2018年财务数据为2019

年审计报告期初数，2019年财务数据为2020年审计报告期初数，2020年及2021年一季度财务数据为各期财务报表期末数。公司各期财务报告按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

盈利能力

公司收入规模稳步增长，收入结构以地铁运营、物业开发和设计服务为主，毛利率水平略有波动；利润总额对政府补助和投资收益依赖度较高

广州地铁作为一家轨道交通综合运营公司，形成了多元化的业务结构，收入来源包括票务、广告、物业租赁、通信服务、物业开发、行业对外服务等。随着运营线路的逐步开通和多元化经营的日趋成熟，公司营业总收入逐年增长，其中2019年明显增长主要系房地产销售收入的增加。地铁运营是公司主营业务收入的主要来源，受益于客运量的稳步增加地铁运营收入保持增长，2020年新冠疫情遏制了地铁出行人数的增加，但同年地铁运营收到的票价补贴计入运营收入，使得2020年地铁运营收入较上年亦有所增长。物业开发方面，公司持续进行自营房地产项目建设并对外销售和出租，其中物业销售收入因项目完工情况影响而有所波动，但物业租赁收入保持稳步提升。公司资源经营业务衍生于地铁运营，2020年受疫情影响收入出现较大下滑。而行业对外服务业务近年来均稳步提升，对公司营业总收入形成有效补充。

公司营业毛利率近年来呈现波动态势。因轨道交通具有公益性质，地铁运营处于长期亏损状态，其中，2019年毛利率略有提升主要系计提减值准备较去年有所下降；2020年受疫情影响，地铁运营量大幅下降导致业务毛利率下降明显。物业开发业务毛利率于2019年出现明显上升，主要系毛利率较高的物业出售业务收入占比上升而毛利率较低的物业租赁业务收入占比下降所致。资源经营业务毛利率总体保持上升趋势且维持较高水平，2021年第一季度毛利率大幅上涨主要系

2020 年因疫情免去的租金收入逐渐恢复；行业对外服务业务毛利率近年来较为稳定，保持在 30%~40%之间。

表 9：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司分业务收入及毛利率情况（亿元，%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
地铁运营业务	49.94	-21.22	55.15	-17.23	59.07	-28.02	12.17	-45.55
物业开发	6.44	27.14	27.97	56.79	30.71	43.22	4.71	53.39
资源经营	11.75	70.57	11.37	71.96	7.98	76.54	2.06	94.61
行业对外服务	18.88	31.13	20.49	35.69	25.20	32.88	6.40	36.61
其他	3.82	63.42	7.35	65.32	5.95	82.16	1.84	97.01
合计	90.83	8.53	122.34	21.81	128.91	12.42	27.18	11.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由财务费用及管理费用构成，近年来随着公司投资建设的城市轨道项目不断增多，融资规模亦不断扩大，尽管公司将大部分利息支出资本化处理，但财务费用规模仍然较大。公司管理费用主要为职工薪酬。公司期间费用率虽呈下降趋势但仍处于较高水平，公司期间费用控制能力有待加强。

公司利润总额主要来自于政府票价补贴、安检补贴和投资收益。地铁运营的公益性使得公司整体经营性业务利润为负，地铁运营的维护支出水平较高，而较低的票价水平难以覆盖固定支出，2020 年公司经营性业务利润较上年大幅减少，主要是因为地铁运营业务成本增加幅度大于收入增加幅度。政府通过提供补助方式弥补公司的业务亏损以及支持正常的运营发展。公司其他收益主要系票价补贴、利息补贴和安检补贴，其中 2020 年起票价补贴开始计缴增值税，计入当期运营票价收入，不再计入其他收益。公司投资收益主要来源于对合营、联营企业的长期股权投资收益以及处置房地产合作开发项目公司股权带来的投资收益，预期未来投资收益可持续性较好。此外，公司资产减值损失主要为固定资产减值损失，其中 2018 年减值数额较大主要系当年全面清理资产并计提老旧铁路设备的减值所致。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	1.00	1.59	1.29	0.26

管理费用	11.93	15.00	13.72	1.90
财务费用	16.30	21.79	21.74	1.65
费用合计	29.22	38.39	36.75	3.81
期间费用率（%）	32.17	31.38	28.50	14.02
经营性业务利润	-6.19	-9.81	-20.08	-1.68
其他收益	17.30	9.07	5.10	0.15
资产减值损失	-16.08	-5.13	-0.35	-0.17
投资收益	23.68	26.41	22.15	2.54
营业外损益	-0.12	-0.09	0.28	-0.08
利润总额	2.72	11.48	3.22	0.62

注：公司研发费用纳入管理费用核算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，轨道交通项目本身盈利性较弱，政府资金的支持力度是公司发展的关键。此外，公司主要通过票价优惠补贴和物业开发及附属资源经营来平衡地铁运营业务形成的亏损。考虑到房地产项目受宏观政策调整影响较大，房地产业务未来盈利能力及其稳定性有待观察，此外票价优惠补贴的及时性也将影响公司的盈利，中诚信国际将对此保持关注。

资产质量

随着轨道交通投资力度增加及合并范围增加，公司资产规模增长；公司资产以城轨为主，整体流动性和收益性较差；公司债务融资规模较大，但鉴于自有资本实力以及政府支持力度，整体杠杆水平适中

随着轨道交通投资力度的加大及合并范围增

加，近年来公司资产规模呈现快速上升态势。

资产结构方面，公司资产主要由非流动资产构成，截至 2021 年 3 月末，公司非流动资产占总资产比例为 83.59%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。近年来公司可供出售金融资产账面价值不断上升，主要系广州铁投集团投资广清城际广州北至清远段、广佛环线广州南站至白云机场段等珠三角城际铁路项目的出资不断到位所致。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的投资，2019 年明显增加主要系增加对广东广汕铁路有限责任公司以及越秀地产股份有限公司等合营企业的投资，2020 年明显增加主要系增加对广州耀胜房地产开发有限公司等合营企业的投资。公司固定资产主要由已办理竣工决算的地铁线路的车站及隧道洞体等建筑物、运营设备和管理设备构成，2019 年以来随着在建工程的完工转入而有所上升。公司在建工程主要为公司在建地铁线路，其中部分线路已通车运营，但因尚处于试运营期，在会计处理上仍计入在建工程，其运营收入直接冲抵建设成本，不计入公司营业总收入。此外，公司其他非流动资产亦保持较大规模，主要系预付工程款，2020 年大幅增加主要系预付工程款规模扩大以及新增预付股权转让款。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。公司账面货币资金规模呈波动趋势，其中受限部分占比很小。公司其他应收款主要为应收房地产项目公司的股东借款，前五大应收方依次为广东广佛轨道交通有限公司、广州市品实房地产开发有限公司、广州市品悦房地产开发有限公司、广州市品荟房地产开发有限公司、广州耀胜房地产开发有限公司，账龄主要集中在 1~3 年，后续随着房地产项目销售逐步收回。公司将在建房地产开发产品和已完工房地产开发产品计入存货，2019 年~2020 年公司存货大幅减少主要系在建房地产开发产品卖出或转入其他科目以及转让项目公司股份所致，2021 年一季度存货大幅增加主要是新增赤沙、

棠溪站地块所致。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	259.13	138.30	204.91	255.26
其他应收款	121.95	165.92	147.56	152.68
存货	256.24	142.28	70.75	175.26
可供出售金融资产	184.64	211.92	251.60	255.63
长期股权投资	125.69	232.05	287.20	295.35
固定资产	922.79	1,125.50	1,666.70	1,664.49
在建工程	1,118.65	1,318.88	1,302.29	1,400.16
其他非流动资产	354.85	382.62	451.10	432.97
总资产	3,520.56	3,892.47	4,606.77	4,922.41

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

持续的融资需求推动公司负债总额保持扩张，截至 2021 年 3 月末，公司总负债合计 2,417.90 亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为 50.67%和 49.33%，较为相当。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。建设任务的资金需求及较为通畅的融资渠道推动公司长期借款保持增长。公司长期借款主要为信用借款。同时，公司加大公开市场融资力度使得应付债券规模攀升较快，主要包括企业债及中票等。公司长期应付款主要包括财政专项资金、国开发展基金以及融资租赁款，2020 年末长期应付款明显下降主要系财政专项资金转为资本公积。

公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。其中短期借款均为信用借款，近年来呈现快速增长态势。公司应付账款主要为公司应付工程款，近年来因项目持续推进而工程尚未到结算期而保持增长。公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款和应付债券等，视债务的到期规模而有所波动。公司其他流动负债主要由短期应付债券、ABS 优先级票据和 ABN 优先级票据构成。

自有资本方面，公司所有者权益持续上升，主要系留存收益增加、项目的专项应付款转为资本公积和收到财政拨款等使得资本公积增加。

有息债务方面，随着公司项目投资建设规模扩大，公司债务规模大幅增加，2018~2020 年及 2021 年 3 月末，公司短期债务/总债务分别为 0.33 倍、0.33 倍、0.32 倍和 0.37 倍，公司债务结构仍有一定优化空间。财务杠杆方面，受债务增长的影响，公司资产负债率及总资本化比率均有所提升，但得益于资本实力的夯实仍处于合理水平。

表 12：近年来公司主要负债和权益情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	205.61	120.16	302.70	457.52
应付账款	164.98	228.10	396.34	490.05
一年内到期的非流动负债	36.54	160.73	90.14	114.99
其他流动负债	100.02	112.31	114.79	85.62
长期借款	295.21	380.39	484.94	497.35
应付债券	375.43	352.70	489.55	631.54
长期应付款	122.86	147.03	68.86	60.92
总负债	1,449.35	1,714.56	2,106.56	2,417.90
所有者权益	2,071.21	2,177.91	2,500.22	2,504.51
资产负债率	41.17	44.05	45.73	49.12
总债务	1,048.40	1,204.36	1,574.75	1,838.65
短期债务/总债务 (X)	0.33	0.33	0.32	0.37
总资本化比率	33.61	35.61	38.64	42.33

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际认为，近年来随着政府资金支持的注入以及轨道项目建设的推进，公司资产规模不断提升。同时，公司债务规模也处于较高水平，但整体杠杆水平适中，且基本与公司业务特点相匹配。此外，考虑到公司自有资本实力较强，整体仍处于健康水平。

现金流及偿债能力

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，而对地铁线路的持续投资使得投资活动净现金流保持净流出；公司 EBITDA 对债务本息覆盖能力较弱；但考虑到政府支持力度较大，公司备用流动性充足以及受限资产比例较小等，整体风险可控

现金流方面，公司经营活动净现金流波动较大，2019 年经营活动净现金流大幅净流入主要系商品房销售收入增加、代垫项目公司拍地资金收

回及合作方股权转让款所致。公司在投资活动方面有较大资金需要，主要系用于在建地铁线路的投资，导致投资活动净现金流保持大幅净流出状态。上述资金缺口主要通过筹资活动进行弥补，公司筹资活动现金流始终保持在大额净流入状态。考虑到公司目前仍有较大规模的投资支出，未来公司筹资活动净现金流或将仍保持较大规模净流入。

从偿债指标来看，2018~2020 年，公司 EBITDA 呈先升后降趋势，但债务规模的攀升使得公司 EBITDA 对债务本金覆盖能力较弱，且 EBITDA 对利息的覆盖能力逐年弱化。公司经营活动净现金流对债务的覆盖倍数和对利息的覆盖倍数均有所波动。总的来看，公司经营活动净现金流较为不稳定，且无法覆盖债务本息。

由于公司合并口径短期债务占比较高，近年来 EBITDA 对短期债务的覆盖能力持续处于较差水平，且随着短期债务的攀升，覆盖能力有所减弱。且近年来公司货币资金/短期债务总体呈下降趋势，截至 2021 年 3 月末，公司货币资金/短期债务下降至 0.37 倍，面临一定的短期偿债压力。

表 13：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	343.31	392.18	510.78	685.76
长期债务	705.09	812.19	1,063.97	1,152.89
总债务	1,048.40	1,204.36	1,574.75	1,838.65
货币资金/短期债务	0.75	0.35	0.40	0.37
经营活动净现金流	-132.75	134.07	12.79	-19.53
投资活动净现金流	-331.26	-484.81	-441.50	-152.84
筹资活动净现金流	623.62	233.17	496.10	222.73
经营活动净现金/总债务	-0.13	0.11	0.01	-
经营活动净现金/利息支出	-3.65	2.99	0.25	-2.47
EBITDA	26.93	43.44	38.73	-
总债务/EBITDA	38.93	27.73	40.66	-
EBITDA 利息覆盖倍数	0.74	0.97	0.77	-

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

债务分布方面，根据企业提供的资料，2021 年 4~12 月、2022~2024 年，公司每年计划偿还的债务分别为 454.28 亿元、293.43 亿元、296.36 亿元

和 160.31 亿元，公司 2021 年面临一定的偿债压力。

表 14：截至 2021 年 3 月末公司债务偿还计划（亿元）

年份	2021.4-12	2022	2023	2024
金额	454.28	293.43	296.36	160.31

注：此表包含计入公司所有者权益的永续债券。

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至 2020 年末，公司银行授信总授信额度为人民币 4,080.92 元，尚未使用的授信额度为等值人民币 3,126.91 亿元，充足的银行授信能够为公司提供较强的备用流动性支持。

对外担保方面，截至 2020 年末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产 6,625.60 万元。

过往债务履约情况：截至 2021 年 8 月 26 日，公司已发行债务融资工具未出现延迟支付本息的情况；公司全部尚未到期人民币及外币贷款五级分类均为正常，不存在未结清不良信贷信息。

外部支持

公司作为广州市地铁建设与运营的主体，为当地轨道交通产业发展做出了贡献，并在资本金补充、政府补贴以及债务置换等方面获得了政府的大力支持

广州市政府将轨道交通建设项目作为广州市基础设施建设重点。而公司是广州城市轨道交通建设、运营的主体，并相应开展地铁沿线站点周边的物业开发和资源经营以及设计、咨询服务等业务。公司所开展的业务基本没有外来竞争，且在政府政策的支持下，在地铁沿线土地储备、物业开发等领域具有一定的行业垄断优势。轨道交通作为一种准公共产品，具有建设周期长、投资规模大、回收周期长等特点，在轨道交通项目建设过程中，广州市政府为公司的项目建设提供了

有力的资金支持。

资本金方面，广州市轨道交通建设项目资本金比例按线路可研报告批复确定，主要采取以下几种方式筹集：1、2016 年公司对财政预拨付的专项资金统计口径进行统一，当年已拨入的市政府专项资金包含下一年度的预拨付款项，在该自然年度结束后按照实际归属当年的专项资金数据进行调整。经调整后，2018~2020 年，公司分别获得广州市政府轨道交通建设专项资金 75.92 亿元、60.00 亿元和 64.64 亿元；2、广州市部分地铁线路投资采取市区共建的方式。2018~2020 年，公司分别收到新六区（越秀、荔湾、海珠、天河、黄埔、白云）专项资金投入 84.57 亿元、29.24 亿元和 60.85 亿元；3、广州市沿线物业开发由广州地铁负责统筹，沿线土地一级开发由市本级统筹，具体由广州市发改委指导，广州市土地开发中心负责收储、设立专户单列管理¹。广州市财政部门负责按照轨道交通筹集年度计划，将单列专户管理的轨道交通沿线土地一级开发收益拨付广州地铁²。资本金以外的建设资金通过综合运用贷款、发行债券、信托租赁等融资工具筹集解决。

政府补贴方面，由于轨道交通具有较强的公益性，其运营收入往往难以覆盖其运营成本，广州市人民政府每年给与公司一定的补贴以保障其基本运营。2018 年~2020 年以及 2021 年 1~3 月，公司分别收到政府补贴 17.30 亿元、9.07 亿元、16.10 亿元和 1.75 亿元，主要由票价补贴和安检补贴构成³。

政府债务置换方面，公司获得了广州市政府的有力支持。近年来公司共计完成政府债务置换 138.17 亿元。

此外在税收优惠方面，广州市人民政府明确指出地铁建设工程所需缴纳的各种税费，在广州市权限范围内可免的，应当予以免收；可减的，

¹ 根据广州市交通工作领导小组办公室《关于市交通工作领导小组 2013 年第五次工作会议的纪要》（穗交领会纪[2013]5 号）

² 根据《广州市发展改革委关于印发广州市轨道交通建设及偿债资金筹

集和使用管理办法的通知》（穗发改城[2014]74 号）

³ 2020 年起，票价补贴计入地铁运营收入，不再计入其他收益科目

应减至最低幅度。

总体来看，作为广州市地铁建设运营的主体，广州市政府对公司的支持力度很大。随着广州市政府财政实力的增强，以及轨道交通客运需求的增长，未来广州市政府将继续加大对轨道交通的投入，对公司的支持力度也将进一步加大。公司作为国内较早从事轨道交通建设运营的主体，通过 20 多年的发展，在轨道交通建设、运营方面也已经积累了丰富的经验，抗风险能力极强。

评级结论

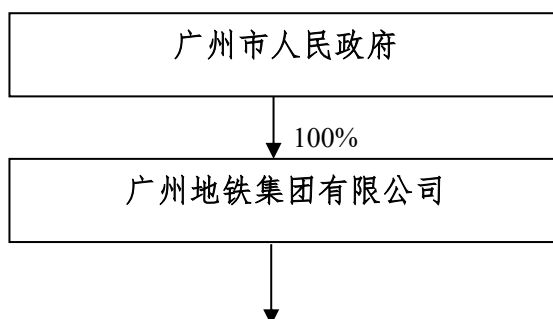
综上所述，中诚信国际评定广州地铁集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于广州地铁集团有限公司的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

附一：广州地铁集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



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	1,000.00	1,000.00	100%	2
19	广州市品臻房地产开发有限公司	1,000.00	1,000.00	100%	2

广州地铁集团有限公司



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：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2,591,335.42	1,382,983.98	2,049,129.61	2,552,581.72
应收账款	197,797.72	188,694.16	311,337.22	166,336.49
其他应收款	1,220,556.46	1,659,220.97	1,475,622.78	1,526,771.78
存货	2,562,389.13	1,422,768.81	707,522.11	1,752,598.31
长期投资	3,206,252.01	4,439,960.00	5,388,498.81	5,510,336.51
在建工程	11,186,503.69	13,188,802.08	13,022,905.21	14,001,600.50
无形资产	36,009.68	35,992.23	77,977.05	77,426.61
总资产	35,205,626.64	38,924,670.12	46,067,725.15	49,224,081.45
其他应付款	267,397.56	309,271.06	400,639.22	233,019.70
短期债务	3,433,064.68	3,921,752.58	5,107,787.03	6,857,598.88
长期债务	7,050,886.59	8,121,891.78	10,639,735.48	11,528,867.03
总债务	10,483,951.27	12,043,644.37	15,747,522.51	18,386,465.91
总负债	14,493,490.94	17,145,571.99	21,065,557.45	24,178,972.90
费用化利息支出	143,030.60	224,399.65	258,252.57	21,667.88
资本化利息支出	220,196.00	224,399.65	243,588.21	76,993.87
实收资本	5,842,539.67	5,842,539.67	5,842,539.67	5,842,539.67
少数股东权益	21,703.71	19,959.47	45,581.07	47,843.14
所有者权益合计	20,712,135.69	21,779,098.13	25,002,167.70	25,045,108.56
营业总收入	908,348.24	1,223,387.39	1,289,124.08	271,761.04
经营性业务利润	-61,850.88	-98,147.28	-200,796.22	-16,757.01
投资收益	236,840.46	264,069.84	221,504.54	25,371.89
净利润	18,026.65	104,420.31	22,995.39	4,226.48
EBIT	170,268.34	339,225.11	290,468.57	27,905.46
EBITDA	269,303.00	434,392.56	387,324.70	-
销售商品、提供劳务收到的现金	1,023,980.33	1,469,362.01	1,297,920.55	359,355.19
收到其他与经营活动有关的现金	1,425,568.85	1,869,566.58	986,707.52	86,134.03
购买商品、接受劳务支付的现金	2,347,818.32	546,367.54	850,930.37	147,322.35
支付其他与经营活动有关的现金	832,620.02	918,606.37	688,670.50	266,346.38
吸收投资收到的现金	2,577,541.65	1,141,849.65	2,122,409.13	28,583.21
资本支出	3,056,572.40	3,855,124.51	3,439,906.07	1,128,240.54
经营活动产生现金净流量	-1,327,529.22	1,340,665.98	127,898.07	-195,274.33
投资活动产生现金净流量	-3,312,617.20	-4,848,063.68	-4,415,029.16	-1,528,412.53
筹资活动产生现金净流量	6,236,211.28	2,331,661.49	4,960,995.34	2,227,341.15
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率（%）	8.53	21.81	12.42	11.22
期间费用率（%）	32.17	31.38	28.50	14.02
应收类款项/总资产（%）	4.03	4.75	3.88	3.44
收现比（X）	1.13	1.20	1.01	1.32
总资产收益率（%）	0.55	0.92	0.68	-
资产负债率（%）	41.17	44.05	45.73	49.12
总资本化比率（%）	33.61	35.61	38.64	42.33
短期债务/总债务（X）	0.33	0.33	0.32	0.37
FFO/总债务（X）	0.02	0.02	0.01	-
FFO 利息倍数（X）	0.57	0.46	0.28	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	-3.65	2.99	0.25	-1.98
总债务/EBITDA（X）	38.93	27.73	40.66	-
EBITDA/短期债务（X）	0.08	0.11	0.08	-
货币资金/短期债务（X）	0.75	0.35	0.40	0.37
EBITDA 利息倍数（X）	0.74	0.97	0.77	-

注：1、公司所有财务报告执行新会计准则；2、中诚信国际分析时将其他流动负债中的有息债务调入“短期债务”，长期应付款中的有息债务及其他非流动负债调入“长期债务”；3、公司未提供 2021 年一季度现金流量补充表，故相关计算指标失效；4、2019 年及以后其他应付款包含应付股利和应付股利。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 / 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项
	长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项
	总债务 = 长期债务 + 短期债务
	资产负债率 = 负债总额 / 资产总额
	总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)
	长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资
	应收类款项/总资产 = (应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 总资产
盈利能力	营业成本合计 = 营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金成本 + 退保金 + 赔付支出净额 + 提取保险合同准备金净额 + 保单红利支出 + 分保费用
	营业毛利率 = (营业总收入 - 营业成本合计) / 营业总收入
	期间费用合计 = 财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用
	期间费用率 = (销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用) / 营业总收入
	经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本合计 - 税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 研发费用 - 财务费用 + 其他收益
	EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额
	EBIT 利润率 = EBIT / 当年营业总收入
	EBITDA 利润率 = EBITDA / 当年营业总收入
现金流	FFO (营运现金流) = 经营活动净现金流 - 营运资本的减少 (存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加)
	收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
	资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数 = FFO / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 = 经营活动净现金流 / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

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

附四：信用等级的符号及定义

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。