



信用等级通知书

信评委函字[2016]Y0045号

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“2016年第二期广州地铁集团有限公司永续期公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本次债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年七月二十二日

2016 年第二期广州地铁集团有限公司可续期公司债券信用评级报告

债券级别 AAA

主体级别 AAA

评级展望 稳定

发行主体 广州地铁集团有限公司

发行规模 20 亿元

发行期限 本期债券以每 3 个计息年度为 1 个重定价周期。在每个重定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 3 年），或全额兑付本期债券。

债券利率 本期债券采用浮动利率形式，单利按年计息。

付息方式 本期债券每年付息一次，在本期债券存续的前 5 个重定价周期票面利率由基准利率加上基本利差确定，若延长本期债券期限，则在第 6 个重定价周期内的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点，从第 7 个重定价周期开始，每个重定价周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上 600 个基点。本期债券附设发行人延期支付利息权。

概况数据

广州地铁	2013	2014	2015
所有者权益合计（亿元）	776.76	903.25	1,054.27
总资产（亿元）	1421.59	1736.69	1983.54
总债务（亿元）	509.27	662.19	734.47
营业总收入（亿元）	51.83	68.37	60.26
营业毛利率（%）	15.17	15.90	6.36
EBITDA（亿元）	12.81	21.70	24.29
所有者权益收益率（%）	0.17	0.01	0.06
资产负债率（%）	45.36	47.99	46.85
总债务/EBITDA（X）	39.74	30.52	30.24
EBITDA 利息倍数（X）	0.55	0.86	0.68

注：公司所有财务报告执行新会计准则；中诚信证评已将计入长期应付款的融资租赁款项及售后回租项目调至长期借款科目；将计入其他流动负债中的短期融资券调整至交易性金融负债科目中。

分析师

王 隼 wwang@ccxr.com.cn

吴承凯 ckwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 7 月 21 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2016 年第二期广州地铁集团有限公司可续期公司债券”信用等级为 AAA，该级别反映了本次债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评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，评级展望稳定，该级别反映了发行主体广州地铁偿还债务的能力极强，基本不受利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了广州市极强的财政实力，地铁线路运营良好、资本金到位情况较好和多元化业务等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到未来地铁建设规模较大、土地市场状况及房地产调控以及公司经营业务对财政补贴依赖较大等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 广州市极强的财政实力保障了地铁项目的资金投入。广州市财政实力极强，2015 年全市实现公共财政预算收入 1,349.1 亿元，同比增长 8.5%，广州市极强的财政实力保障了地铁项目的资金投入。
- 公司已开通地铁线路运营良好。截至 2015 年底，公司已开通地铁线路 11 条（段），运营里程为 266.06 公里。2015 年广州地铁总客运量 240,693 万人次，同比增长 5.66%，日均客运量 659 万人次，同比增长 5.66%，最高日客运量 879 万人次，同比增长 2%。
- 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正外部效应，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。2015 年，公司实现营业总收入 60.26 亿元，其中非运营业务收入占比达 35.16%。

- 在建项目资本金到位情况较好。在轨道交通建设过程中，广州市政府为公司的项目建设提供了有力的资金支持。2015 年，公司共获得市政府专项资金注入 199.50 亿元，近年来呈大幅增长趋势；截至 2016 年 3 月末，公司在建项目已到位资本金 241.96 亿元，资本金到位情况较好。

关 注

- 地铁建设资金需求较大，给公司带来一定的融资压力。公司在建线路未来仍需投入 1,221.44 亿元，未来公司还将陆续启动几条新线建设，较大的资金需求将给公司带来融资压力。
- 土地市场状况及房地产调控影响。“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，但物业开发业务易受宏观调控政策影响，为公司经营带来一定风险。
- 公司经营性业务对财政补贴依赖较大。轨道交通项目本身盈利性较弱，地铁票务执行政府指令性价格，因此，公司经营性业务对财政补贴的依赖度较大。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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 and 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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

广州地铁成立于 1992 年 12 月，是广州市政府全资国有企业。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”，公司注册资本 5,842,539.67 万元。截至 2015 年底，公司纳入合并报表范围的公司 16 家，其中全资控股子公司为 14 家。

公司承担着广州轨道交通系统建设和运营管理的职责，同时经营以地铁相关资源开发为主的多元化产业。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 1,983.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 1,054.27 亿元，资产负债率为 46.85%；2015 年，公司实现营业收入 60.26 亿元，净利润 0.68 亿元，经营活动净现金流 1.03 亿元。

本次债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	2016 年第二期广州地铁集团有限公司可续期公司债券
发行总额	人民币 20 亿元
债券期限	本期债券以每 3 个计息年度为 1 个重定价周期。在每个重定价周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 3 年），或全额兑付本期债券
债券利率	本期债券采用浮动利率形式，单利按年计息
偿还方式	本期债券每年付息一次
募集资金用途	拟全部用于九号线一期（飞鹅岭—高增段）、十三号线首期（鱼珠—象颈岭）和二十一号线（员村—增城广场）等三条线路的建设

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业及区域经济环境

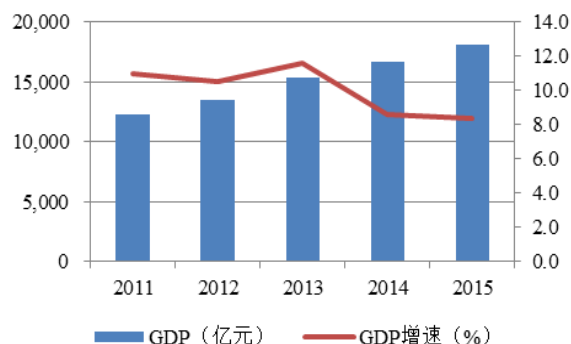
广州市经济财政概况

广州市是广东省省会，广东省政治、经济、科技、教育和文化的中心。广州市地处广东省的中南部，珠江三角洲的北缘，接近珠江流域下游入海口，东连惠州市的博罗、龙门两县，西邻佛山市的三水、南海和顺德区，背靠清远市的市区、佛冈县以及韶

关市的新丰县，南接东莞市和中山市，隔海与香港、澳门特别行政区相望。珠江口岛屿众多，水道密布，有虎门、蕉门、洪奇门等水道出海，使广州市成为我国远洋航运的优良海港和珠江流域的进出口岸。广州市又是京广、广深、广茂和广梅汕铁路的交汇点和华南民用航空交通中心，与全国各地的联系极为密切。广州市辖越秀区、海珠区、荔湾区、天河区、白云区、黄埔区、花都区、番禺区、南沙区、萝岗区等十个区和从化市、增城市两个县级市。

近年来，广州市经济保持快速增长，地区生产总值（GDP）由 2011 年的 1.24 万亿元增长到 2015 年的 1.81 万亿元，其中 2015 年同比增长 8.4%。第一、二、三次产业增加值的比例由 2014 年末的 1.42:33.56:65.02 调整至 2015 年末的 1.26:31.97:66.77，第三产业增加值占比稳步提升。

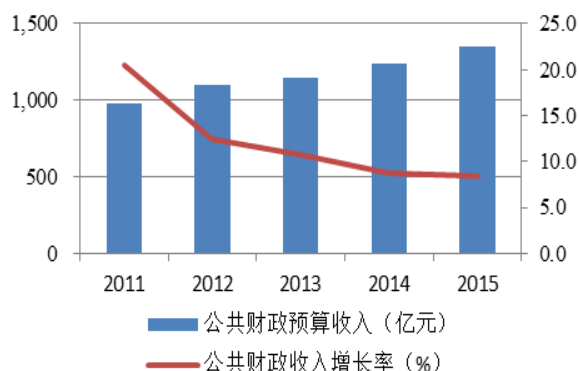
图 1：2011~2015 年广州市 GDP 及其增长率



资料来源：广州市统计公报，中诚信证评整理

伴随着经济发展，广州市财政收入实现平稳增长。2015 年，全市实现公共财政预算收入为 1,349.1 亿元，同比增长 8.5%；全市实现税收收入 1,056.0 亿元，同比增长 6.0%，占同期公共财政预算收入比重为 78.27%，税收收入占比较高。

图 2：2011~2015 年广州市公共财政预算收入及其增长率



资料来源：广州市统计公报，中诚信证评整理

财政收入的持续增长对财政支出起到很强的保障作用。2015 年，全市公共财政预算支出为 1,728.2 亿元，同比增长 20.3%，增幅较大。按照优化财政支出结构的目标，广州市财政于 2015 年加大对教育、科学技术、社保和就业、交通运输、农林水事物、金融等方面的投入，推进基本公共服务均等化。

财政平衡率方面，2013 年~2015 年，广州市财政平衡率分别为 82.46%、86.56%和 78.06%，2015 年广州市公共财政预算支出增长较快，财政平衡能力有所削弱。

总体来看，广州市作为我国改革开放的前沿城市，经济总量位居全国省会以上城市前列。随着经济快速发展，广州市财政实力持续增强，但增速有所放缓。广州市极强的经济水平和财政实力为民生工程提供了强有力的资金保障。

轨道交通行业分析

随着城市化进程持续推进，我国城市轨道交通行业进入高速发展时期

轨道交通属于城市公共客运业，包括地铁、轻轨、有轨电车、磁悬浮列车等。轨道交通是一种独立运行的有轨交通系统，提供了资源集约利用、环保舒适、安全快捷的大容量运输服务。

轨道交通是经济社会发展到一定阶段的产物。随着我国城市化进程的持续推进，道路交通资源与居民出行需求之间的矛盾日益突出，我国进入地下空间资源开发利用的高速发展期。截至 2015 年末，我国累计有 25 座城市开通运营轨道交通路线，运营里程达 3,286.51 公里，车站 2,257 座。2015 年中国城市轨道交通新增运营里程 334.68 公里，车站 259 座，新增运营线路共计 20 条；新增青岛、淮安、南昌 3 座运营城市。

国家发改委、交通运输部于 2016 年 3 月发布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》提出，将加大力度推进国家已批复规划的城市轨道交通项目实施，完善北京、上海、广州等超大城市和大城市中心城区轨道交通建设，构建多层次、多模式、一体化的城市轨道交通系统。“十三五”时期是交通基础设施重大工程建设的重要阶段，

2016~2018 年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目 303 项，涉及项目总投资约 4.7 万亿元，其中 2016 年项目 131 个，投资约 2.1 万亿元；2017 年项目 92 个，投资约 1.3 万亿元；2018 年项目 80 个，投资约 1.3 万亿元。城市轨道交通方面，加强规划建设管理，有序推进城市轨道交通建设，逐步优化大城市轨道交通结构，重点推进 103 个项目前期工作，新建城市轨道交通 2,000 公里以上，涉及投资约 1.6 万亿元。

我国城市轨道交通行业在“十二五”期间保持着高速发展的态势，随着在建、拟建线路的建成运营，“十三五”期间轨道交通将在城市客运系统中发挥更加重要的作用。

轨道交通属于资本密集型产业，其准公共产品属性和规模经济特征决定了以政府为主导的投融资模式

轨道交通是典型的资本密集型产业，建设周期长，一次性投资大。国外经验表明，设备的购置、安装等费用约占轨道交通总投资的 40%~50%。1999 年以前，我国轨道交通设备主要依靠进口，进口设备价格昂贵，导致建设成本居高不下。国务院办公厅于 1999 年 2 月转发的原国家计委《关于城市轨道交通设备国产化的实施意见》提出，“城市轨道交通项目，无论使用何种建设资金，其全部轨道车辆和机电设备的平均国产化率要确保不低于 70%”。自此，我国轨道交通技术设备国产化水平不断提高，有的在在建线路国产化率甚至超过了 80%。按照 2012 年 9 月国家发改委新批准的 23 个城市轨道交通建设项目估算，城市轨道平均每公里造价为 3.23 亿元，相比 20 世纪 90 年代建成的 3 条线路平均每公里造价 6~8 亿元已有大幅下降。尽管国产化的实施使得轨道交通项目建设成本大幅下降，但总体来看，轨道交通仍然是城市基础设施建设中投资规模最大的工程，而上述建设成本通常最终沦为沉没成本。除建设成本外，轨道交通项目还面临高昂的运营费用，包括电力供应、车辆维修、设备维护、人员工资等。

轨道交通作为城市客运系统的重要组成部分，具有准公共产品的特征，是政府提供给居民的一种

出行方式，其社会效益往往大于经济效益。另一方面，轨道交通具备较强的网络效应，单一线路通常缺乏吸引，随着交通线网的形成，客运规模呈现加速增长的态势。而我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，除上海、北京、广州、深圳外，其他城市建成的线路较少，多数只有 1 条或 2 条。单线独立运营的局面很大程度上制约了运载能力的释放，票款收入远不能覆盖运营费用。

轨道交通项目投入运营后，地铁沿线的商贸、广告等经营性业务也一并交由地铁公司管理，一般由地铁公司联合专业化投资者，对地铁沿线的广告、商贸统一开发，开展规模和专业化管理，实现收益弥补运营业务亏损。

由于轨道交通建设成本和后期运营维护成本高昂，加之票价无法实现完全市场化，因此难以实现盈利。不过，通过对轨道交通建设投资体制的创新，多元化投资主体的引入，轨道交通行业也在逐步实现市场化。此外，相关资源开发，如广告、商贸、地下空间、房地产开发等业务未来也具有很大的发展空间。

轨道交通的准公共产品属性和规模经济特征决定了在我国轨道交通建设运营初期以政府为主导的投融资模式。因此，轨道交通不仅需要地方政府具备较强的财政实力和融资能力保障项目建设顺利推进，还需要持续的财政投入保障系统的安全运行。国务院办公厅于 2003 年 9 月下发的《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》就指出，“发展城轨交通应当坚持量力而行、规范管理、稳步发展的方针，合理控制建设规模和发展速度，确保与城市经济发展水平相适应，防止盲目发展或部分超前”。目前，我国申报发展地铁的城市应达到财政一般预算收入在 100 亿元以上，国内生产总值（GDP）达到 1,000 亿元以上；申报建设轻轨的城市应达到财政一般预算收入在 60 亿元以上，国内生产总值达到 600 亿元以上。

目前轨道交通建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、市区共建的模式。在项目资本金的筹集上，由市、区两级政府投入资本金，将地铁建设与沿线土地开发结合，与各区的经济发展结合起来；同时也在逐步尝试轨道交通项目的市场化运

作，改变项目由政府独家运作的模式，广泛吸引国内外企业投资建设，充分发挥企业的积极性，由企业与企业共同筹集资本金，对规划线路实行产权清晰的项目公司运作，不断规范投资、建设、监管和运营。同时，在进行市场化运作过程中，企业可以与政府采用 PPP 等各种方式合作。

截至 2015 年末，我国共有 36 座城市获准修建城市轨道交通路线。预计到 2020 年，具备建设轨道交通条件的城市将达到 50 个左右，城市轨道交通累计运营里程将会超过 8,500 公里。而到 2050 年规划的路线将会增加到 289 条，总里程将达 11,700 公里。城市轨道交通建设的巨额投资规模也将给各地政府财政带来一定资金压力。

竞争实力

公司作为广州城市轨道交通建设、运营的主体，受政府支持力度较大

广州市政府将轨道交通建设项目作为未来一段时期的广州市基础设施建设重点。根据广州市政府对投融资体制改革的要求，为进一步推进轨道交通地铁建设投融资体制改革，公司将负责轨道交通沿线物业开发。公司是广州城市轨道交通建设、运营的主体，并在此基础上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。

根据广州市人民政府“1995 年 1 号令”，广州市人民政府在市计划委员会设立广州市地铁工程建设资金协调办公室（以下简称“地铁资金协调办公室”），负责组织地铁建设资金的筹集、运用、增值和还贷，并对地铁建设资金实行宏观管理。

2015 年 6 月 30 日，广州地下铁道总公司改制为广州地铁集团有限公司。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。2013 年~2015 年，公司分别获得广州市政府轨道交通建设专项资金 77.81 亿元、109.90 亿元和 199.50 亿元。根据广州市政府相关文件，广州市政府从 2011 年起到 2015 年每年安排不少于 80 亿元的专项资金用于公司项目建设。广州市政府保

证了未来城市基础设施建设中轨道交通的突出定位，并对其提供强大的资金保障，为公司未来的发展提供强大的动力。

表 2：财政性资金注入

	2013	2014	2015
市政府专项资金投入（亿元）	77.81	109.90	199.50

注：2015 年专项资金投入中包含预拨的 2016 年专项资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

同时，为缓解广州市城市轨道交通项目建设的投融资压力，公司提出“地铁+物业”的综合发展方式，并获得广州市政府的批准和支持，即地铁线路与沿线土地的同步规划、同步设计、同步建设、同步经营，实现土地资源开发利用的最大化。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），同意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；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），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。

总体来看，公司作为广州市政府的投资运营主体，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，公司抗风险能力极强。

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，广告、物业、通信等商业资源经营及地铁沿线房地产开发。2015 年，公司实现营业总收入 60.26 亿元，其中运营收入是最主要的收入来源，占 64.84%；物业开发、资源经营、行业对外服务和其他业务收入分别占 2.61%、8.11%、20.11%和 4.35%。

表 3：2015 年公司营业总收入构成

单位：亿元、%

	营业收入	占比
运营收入	39.07	64.84
物业开发	1.57	2.61
其中：商品房销售收入	0.97	1.61
物业租赁收入	0.60	1.00
资源经营	4.89	8.11
其中：广告收入	2.63	4.36
通信收入	1.07	1.78
商贸收入	1.19	1.97
行业对外服务收入	12.12	20.11
其中：设计咨询培训收入	9.72	16.13
商品销售收入	2.4	3.98
其他	2.62	4.35
合计	60.26	100.00

注：运营收入不含票价补贴收入。

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

地铁运营

广州是我国最早发展轨道交通的城市之一。1993 年 12 月，广州地铁 1 号线开工建设，1999 年 6 月全线正式通车，线路全长 18.5 公里，设 16 座车站。

随着经济和人口的快速增长，优先发展公共交通已经成为城市交通发展的基本共识，轨道交通因此得到较快发展。“十五”期间，广州地铁 2 号线首期工程（三元里—琶洲）建成运营，与 1 号线在中心城区形成十字型网络；与此同时，3 号线首通段（广州东站—客村）及 4 号线大学城专线（万胜围—新造）进入试运营。

2006 年 3 月，广州市“十一五”规划提出，以主办 2010 年亚运会为契机，高水平并适度超前建设一批战略性、枢纽性基础设施项目。轨道交通建设方面，按照“交通疏散型”和“规划引导型”理念建设城市轨道交通，着重向重点发展区域延伸，力争覆盖各区，到 2010 年建成 250 公里左右的城市轨道交通线网；同时积极参与广佛、广珠、广莞深城际轨道交通建设，推动形成以广州为中心的珠江三角洲城际快速轨道交通网络。“十一五”规划极大地推动了广州轨道交通的发展，尤其是 2010 年亚运会前夕，广州接连开通 3 条新线、3 条延长线，运营总里程达到 235.76 公里，覆盖全市 7 个行政区。2010

年 11 月开通的广佛线是我国第一条全地下的城际轨道交通线路，首通段（魁奇路—西朗）全长 20.7 公里，设 14 座车站，其中佛山市境内车站 11 座、广州市境内车站 3 座。2013 年 12 月开通地铁 6 号线首期，该线为当时地铁线网中换乘站最多的一条线路，其中 7 座车站分别与现有的 4 条线路换乘，极大地增强了地铁的网络效应。此后，随着新线路的建成投运，路网效应进一步发挥，广州地铁客运量也不断增长。2015 年广州地铁总客运量 240,693 万人次，同比增长 5.66%，日均客运量 659 万人次，同比增长 5.66%，最高日客运量 879 万人次，同比增长 2%。截至 2016 年 3 月末，公司运营线路 11 条（段），包括 1~6 号线、3 号线北延段、8 号线、广佛线及 APM 线，运营总里程 266.06 公里，车站数量总计 170 座。

表 4：截至 2016 年 3 月末广州地铁开通运营线路

单位：公里、座		
	运营里程	车站数量
一号线	18.50	16
二号线	31.75	24
三号线	36.35	18
三北线	30.90	10
四号线	46.65	17
五号线	31.90	24
六号线	24.30	21
八号线	14.97	13
APM 线	3.94	9
广佛线首通段	20.73	14
广佛线后通段（西朗-燕岗）	6.07	4
合计	266.06	170

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

轨道交通具有准公共产品的特征，票务收入通常不能覆盖运营费用，广州地铁也不例外。目前，广州地铁线网票价实行按里程分段计价：4 公里以内 2 元；4~12 公里范围内每递增 4 公里增加 1 元；12~24 公里范围内每递增 6 公里增加 1 元；24 公里以后，每递增 8 公里增加 1 元；APM 线实行 2 元的单一票制。此外，根据公司与广东广佛轨道交通有限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。2013 年~2015 年，公司票务收入（不含票价补贴）分别为 25.97 亿元、35.75 亿元和 39.07 亿元。2014 年和 2015 年公司获得票务收入大

幅增加，主要由于铁路运营线路逐步从在建工程科目转入固定资产科目，其票款收入不再冲抵投资成本计入营业收入中所致。

2009 年 12 月，为了引导市民更多地选择公共交通出行，广州市政府出台票价优惠方案：一个自然月内，持卡乘坐公交或地铁次数累计 15 次后即可享受票价优惠。随着优惠范围的扩大，政府对票价优惠的财政补贴预算相应增加，每年对运营线路及试运营线路进行票价补贴。2013 年~2015 年，公司每年获得票价补贴（该数据中已剔除补贴给试运营线路直接冲减投资的部分）1.54 亿元、1.90 亿元和 11.07 亿元。2015 年票价补贴大幅增加原因为当年广州市财政局将公司截至当期的全部票价缺口予以补足。票价优惠补贴弥补了公司运营亏损，使得公司能够保持地铁运营的基本平衡。

安全保障方面，公司主要通过招投标方式委托第三方实施地铁建设，并建立了从初步设计、征地拆迁、工程招标、设备采购、土建施工、机电安装、建筑装修直至工程验收的全面跟踪管理体系，确保工程安全。同时，在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。通过信号道岔及轨旁设备专项整治，推行线网区域化应急维修管理模式，加强电扶梯、屏蔽门等与乘客安全密切相关设备的巡查维修等。

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，公司因此能够维持日常运营的基本平衡。但随着运营线路的增加及客运量的增长，公司将面临更加严峻的运营安全问题，中诚信证评将持续关注公司安全投入与产出效益。

线网建设

线网建设方面，2015 年公司新增 11 号线建设项目，截至 2016 年 3 月末，公司在建线路 11 条。其中九号线一期项目工程总投资 99.98 亿元，资本金 52.43 亿元，占总投资的 52.4%，由广州市财政

承担；资本金以外的资金 47.55 亿元利用国内银行贷款解决。九号线一期线路西起飞鹅岭站，向东经花都汽车站、广州北站、花城路站、花果山公园站、花都广场站、马鞍山公园站、莲塘村站（远期开通）、清布站，止于三号线高增站。线路长 20 公里，全部为地下线。设车站 10 座，其中换乘站 2 座，分别在广州北站和高增站与武广客运专线和地铁 3 号线换乘。截至 2014 年 12 月末，项目土建工程累计完成 60%。10 座车站中，6 座主体结构封顶，4 座进行土建施工。9 个区间中，3 个双线贯通，4 个进行土建施工，2 个进行前期准备工作；岐山车辆段出入段线进行土建施工；共有 12 台盾构机正在掘进。截至 2016 年 3 月 31 日，本项目已累计完成投资 60.32 亿元。九号线一期作为目前规划的花都地区唯一一条地铁线路，是花都地区公交脊梁

线，将配合各种公交接驳系统辐射整个花都区。对于实现“轨道引领城市发展”的目标将发挥重要作用。

就技术水平而言，广州地铁一直处于国内前列。2003 年 6 月试运营的 2 号线是设备国产化政策颁布后建成的第一条轨道交通线路。在 2 号线建设中，广州地铁突破了站台屏蔽门、架空刚性悬挂接触网、全非接触式 IC 卡自动售检票、地铁车站集中供冷等关键技术，尤其是站台屏蔽门系统取得了安全节能的良好效果。广州地铁 2 号线是国内第一条在建成时就安装站台屏蔽门系统的线路，既有效防止了乘客掉下等意外事故发生，又降低了车站空调能耗约 20%。2006 年 6 月，广州地铁 2 号线获得全国十大建设科技成就称号。

表 5：截至 2016 年 3 月末公司主要在建线路情况

单位：公里、亿元

线路	建设长度	项目状态	总投资（亿元）			累计完成投资	已到位资本金
			合计	资本金 （包含市级及区级）	债务投资		
11 号线	43.2	新建	420.58	189.26	231.32	18.37	6.35
6 号线二期	17.6	在建	91.08	44.08	47.00	56.84	30.36
7 号线一期	18.6	在建	92.31	36.65	55.66	44.66	14.47
9 号线一期	20.1	在建	99.98	52.43	47.55	60.32	25.37
4 号线南延段	12.6	在建	83.76	37.69	46.07	30.33	25.91
8 号线北延段	16.1	在建	134.56	60.55	74.01	62.36	37.51
13 号线首期	27	在建	190.26	85.67	104.59	66.00	19.47
14 号线一期	54	在建	213.98	92.01	121.97	55.22	18.78
14 号线支线 （知识城线）	21.8	在建	92.84	39.92	52.92	26.58	17.46
21 号线	60	在建	305.00	137.25	167.75	91.57	46.28
合计	291.00		1,724.35	775.51	948.83	512.26	241.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

投融资方面，公司目前在建线路 11 条，涉及总投资额 1,880.44 亿元，主要在建线路 10 条，涉及总投资额 1,724.35 亿元，其中资本金占比通过市级或区级财政按比例共同分担，其余资金公司通过银行贷款等方式解决。截至 2016 年 3 月末，公司主要在建线路累计完成投资 512.26 亿元，其中已到位资本金 241.96 亿元，资本金到位情况较好。公司未来投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

轨道交通建设周期长，一次性投资大，广州市政府给予公司在资金上的大力支持。2009 年 10 月，

广州市政府常务会议作出关于地铁建设资金安排的决定，每年安排专项资金 60 亿元，自 2011 年至 2015 年，广州市政府每年增加安排 20 亿元，即每年安排专项资金 80 亿元用于地铁建设。同时，根据《广州市轨道交通市区共建资金管理办法》（穗发改城[2010]170 号），部分地铁线路投资将采取市区共建的方式，越秀、荔湾、海珠、天河、黄埔、白云等六区的地铁新线投资额由广州市统筹，番禺、花都、萝岗、南沙四区及增城、从化二市辖区内新线投资额由广州市和区（市）各承担 50%。此

外，其余部分将通过划拨土地、上市及融资等渠道进行解决。

总体来看，广州地铁已进入加快建设时期，目前，地铁在建线路的资本金占比较高，且到位情况较好。同时，广州市政府提出地铁建设投融资体制改革，以政府为主的融资结构逐渐向企业转变，公司作为地铁建设的投融资主体将承担较大的融资压力。

物业开发

轨道交通的建设运营具有较强的正外部效应，能够带动沿线土地资源的快速升值，因此在较大的融资压力下，土地收益返还及物业开发成为解决资金瓶颈的重要手段。按照广州市政府城市建设投融资体制改革要求，广州地铁将全面推进地铁沿线土地和物业的开发。

土地储备方面，地铁沿线土地一级开发由广州

市本级统筹，广州市土地开发中心负责收储、设立专户单列管理，未能按计划到位的政府土地储备收益，由广州市土地开发中心综合其它项目统筹调配解决，支持轨道交通建设可持续发展。2014 年及 2015 年，公司分别新增 1.97 亿元和 4.00 亿元土地储备收益资金。中诚信证评将持续关注公司土地储备收益专项资金到位情况以及未来土地开发收益返还政策调整为公司经营带来的影响。

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。截至 2015 年末，公司正在开发的房地产项目主要包括地铁金融城、大坦沙项目、地铁指挥中心和坑口综合枢纽工程等，计划总投资 124.88 亿元，已开发完成投资 85.28 亿元。

表 6：截至 2016 年 3 月末公司在建房地产开发项目进展情况

单位：平方米、亿元

项目	用地面积	建筑面积	总投资	累计完成投资	主要用途	项目进度
地铁金融城	45,131	355,961	23.40	25.30	住宅、商业、写字楼、酒店、枢纽等综合体建筑体	项目商场和酒店已正常运营
地铁指挥中心	38,235	305,460	35.09	27.80	商业、写字楼、地铁线网指挥中心及公交枢纽	项目正办理竣工验收及招商
坑口综合枢纽工程	30,891	131,106	13.69	5.62	商业、写字楼、地铁及公交枢纽	项目正在施工，塔楼主体封顶，装修正在施工
大坦沙项目	88,268	424,080	52.70	26.56	住宅、中小学	北地块 A2-A4 栋精装修的湿作业完成 90%，A13 栋正拆除外脚手架，预计 5 月移交精装修进场施工，A5-A9 栋砌筑完成 70%。南地块正进行地下室底板浇筑。A2-A4 栋正在销售
合计	202,525	1,216,607	124.88	85.28	-	-

注：大坦沙项目是公司鹤山市方圆房地产发展有限公司的共同拿地，独立开发的项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

未来公司拟将进行多个车辆段的上盖物业及地下空间等项目开发，提高土地资源利用深度，物业开发收入占比或将显著提高。地铁建设与沿线土地开发的同步进行不仅满足了综合交通枢纽的功能需求，实现了土地资源的合理开发，还提升了轨道交通项目的综合回报率。截至 2015 年末，公司紫薇花园、贵贤上品、地铁金融城项目及大坦沙项目已实现销售，销售面积 31.26 万平方米，销售收

入达 42.80 亿元，已结转收入 31.18 亿元。

根据公司“地铁+物业”的综合发展规划，地铁沿线土地及物业开发将是公司未来的经营重点。一方面，公司作为地铁建设主体，具备地铁沿线储备及上盖物业规划的突出优势；另一方面，公司通过与国内领先地产商合作，积累了房地产开发经验，为自主开发奠定了坚实的基础。但是，受房地产调控政策影响，目前房地产市场走势仍不明朗，公司

土地资源开发业务可能受行业调控政策的影响，未来盈利存在不确定性。

商业资源经营

地铁商业资源涵盖广告、商贸、通信等方面。广州地铁结合地铁线网建设规划，进行地铁沿线商业资源开发，促进地铁建设与沿线商业相辅相成，增强地铁建设整体带动效应。2013~2015 年，公司商业资源经营收入分别为 4.94 亿元、5.41 亿元和 4.89 亿元。

广告方面，广州地铁 2010 年将传统广告资源委托百骏地铁广告有限公司经营，自身工作重点转向广告资源的前期策划和日常委外经营。2013 年~2015 年，公司分别实现广告收入 3.18 亿元、3.29 亿元和 2.63 亿元。

商贸经营包括商贸资源的经营策划、招商、经营管理及服务。截至 2015 年底，经营业态包括车站商铺、地铁商业街（商场）、超市、专业市场、写字楼、宾馆、社区商铺及厂房、仓库等，合作客户包括 7-11、全家、中国银行、建设银行、中国电信、中国联通、美心、华润万家、联邦快递等。2015 年公司实现商贸经营收入 1.19 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。2013~2015 年，公司分别实现通信系统收入 0.82 亿元、1.14 亿元和 1.07 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

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、咨询、培训和监理等。2013~2015 年，公司对外服务收入分别为 13.30 亿元、14.96 亿元和 12.12 亿元。

公司下属子公司广州地铁设计研究院有限公司（以下简称“设计院”）积极推进广州轨道交通建

设规划修编、在建线路设计、新线前期研究及地铁上盖物业开发等项目。同时，设计院继续加大业务拓展力度，截至 2015 年底，设计院组织参加了近百个设计、咨询项目的投标工作，涵盖广州、东莞、佛山、南京等十余个城市。

咨询方面，公司 2009 年 9 月出资设立了广州中咨城轨工程咨询有限公司，2013 年广州中咨城轨工程咨询有限公司引入战略合作伙伴中国国际工程咨询公司，实现增资扩股。目前，该公司拥有设备建立甲级、城市规划编制乙级、咨询和设计等 4 项资质，业务范围涵盖城市轨道交通建设工程咨询、政策咨询、规划咨询、运营咨询、资源开发等。该公司先后承接了苏州市轨道交通 1 号线和 2 号线工程系统联调咨询服务项目、青岛市地铁一期工程（3 号线）设备技术与运营筹备咨询服务、包头市近期城市轨道交通立法调研与咨询项目、贵阳市轨道交通 1 号线及相关工程设计咨询、澳门轻轨交通立法调研与咨询项目，完成了第一个涉外马来西亚 SCS 动车组维保咨询项目。

监理方面，广州轨道交通建设监理有限公司 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、机电安装工程监理乙级、招标代理机构乙级以及工程咨询丙级等多项资质，业务范围涵盖地铁土建监理、机电安装监理、综合枢纽、地铁铺轨监理、车辆监造、项目管理、业主代建、招标管理等。

轨道交通车辆及维修方面，公司与中国南车株洲电力机车有限公司合资成立广州南车城市轨道交通装备有限公司¹，发展城市轨道交通车辆维修、组装及相关产业，目前已投入批量生产，2013 年至今已完成广州地铁车辆新造交付共计 36 列，包括一二八号线 9 列，三号线 1 列、有轨电车 7 列、七号线 19 列，列车油漆翻新 31 列；在线新造广州地铁七号线车辆 4 列、九号线车辆 6 列、二十一条线车辆 1 列，架修广佛线车辆 4 列。在广佛线项目中，公司与南车时代电气城轨事业部市场部、宁波时代通力合作，成功实现了自主屏蔽门系统的首单突破。

¹ 广州南车城市轨道交通装备有限公司于 2016 年 3 月 28 日更名为广州中车轨道交通装备有限公司。

公司管治

治理结构

2015年6月，公司由全民所有制企业改制为有限责任公司（国有独资），公司根据《公司法》等要求制定了《广州地铁集团有限公司章程》。根据《广州地铁集团有限公司章程》，公司设董事会，董事会成员为九人。其中，外部董事三人，职工董事一人。公司设监事会，监事会成员为五人，其中，外派监事三人，职工监事二人。外派监事由出资人按有关规定委派；职工监事，通过职工代表大会或职工大会民主选举产生，报出资人备案。公司设总经理一名，总理由董事会按规定程序聘任和解聘，任期三年。总经理对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会和监事会的监督。公司设副总经理若干名，协助总经理工作。公司副总经理及除董事会秘书外的其他高级管理人员经总经理提名后，按规定程序由董事会聘任或解聘，任期三年。

内部管理制度

投融资管理

轨道交通项目投资规模大，且建设资金主要来源于专项资金，因此针对资金的使用，广州市政府采取了严格的监管措施。根据广州市政府于1995年1月发布的《广州市地下铁道建设管理规定》，广州市政府在原市计委设立广州市地铁工程建设资金协调办公室（以下简称“地铁资金协调办公室”）负责组织地铁建设资金的筹集、运用、增值和还贷，并对地铁建设资金实行宏观管理。

建设工程管理

广州地铁严格按照建设程序、工程建设标准规范和施工验收规范进行地铁项目的规划、设计、建设和验收。地铁工程项目的勘察、设计、施工、监理等环节都以招投标方式，确定具备资质的单位承担。在可行性研究阶段，公司就组织专家进行地质条件的专项分析，同时论证施工安全及其对周围环境的影响。初步设计经广州市地铁工程设计审查委员会审查批复后，公司才能进入施工图设计阶段。

在地铁建设中，公司充分发挥一体化经营管理的优势，安排地铁技术人员全程参与线路规划、设

计、建设和调试。通过技术人员的有效介入，公司既可以充分利用积累的经验使建设中的实际问题得到合理解决，又可以提高技术人员自身业务技术水平，为公司发展储备人才。

建设安全方面，轨道交通多为地下作业，地质条件复杂、施工过程隐蔽，给工程建设带来较大的风险。公司围绕危险性较大的工序控制、地质灾害防范、交叉作业管理等重点，强化管理责任，持续开展安全隐患排查、治理和各类安全专项检查。自2009年7月起，公司按照《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，检查结果纳入诚信记录，作为项目招标的重要依据。同时，公司制作《施工安全检查标准多媒体教材》免费发放给施工人员，以提高施工人员安全意识，规范日常作业安全标准。

运营安全管理

地铁运营受到供电、信号、车辆等系统因素和人为因素影响，而人为因素往往是引发事故的主要原因。2009年4月，公司开通安全隐患信息直报平台，成为员工反馈信息、提出建议的重要渠道。公司还建立总公司、事业总部、分部的三级应急体系，制定各类应急预案63个，包括总公司级2个、事业总部级22个，分部级39个。针对2011年1月在地铁车厢发生的纵火案，公司开展全员列车安全应急培训，确保发生突发事件时现场员工能够及时有效应对，最大限度降低突发事件的不良影响。

中诚信证评认为，轨道交通作为公共服务的重要部门，其安全性得到社会广泛关注。广州地铁在运营安全方面制定多项监管办法，持续开展各类安全检查，很大程度上提高了系统运行的安全性。

发展规划

为了进一步促进广州市空间布局优化，强化广州市国家中心城市的功能，满足各功能区和重点发展区域对便捷交通的需求，发展以轨道交通为骨干，形成多层次、服务优良的城市公共交通服务体系，广州市制定了城市轨道交通近期建设规划，根据《国家发展改革委关于广州市城市轨道交通近期建设规划（2012-2018）的批复》，2012-2018年，广州市将建成十三号线首期等七条线路，合计总长度

约 228.9 公里，设置车站数量 92 座（具体以国家发改委批复为准）。根据《国家发展改革委关于广州市城市轨道交通近期建设规划（2012-2018）的批复》，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。

项目资本金按总投资的 45% 安排，主要采取以下几种方式筹集：一是广州市政府每年安排专项资金 80 亿元；二是广州市、区二级共建，越秀、荔湾、海珠、天河、黄埔、白云等六区辖区内的地铁新线投资额由广州市统筹，番禺、花都、萝岗、南沙四区和增城、从化二市辖区内新线投资额由广州市和区（市）各承担 50%；三是由广州市政府统筹地铁沿线土地的整理、开发，并将获得土地出让收益用于地铁新线建设；四是考虑组织既有运营线路优质资产上市融资。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。

根据广州地铁战略规划，地铁运营服务作为发行人的核心业务，是广州地铁品牌价值的根本所在。广州地铁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，使业务效益最大化；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。

行业对外服务是广州地铁业务拓展的重要部分。基于多年积累的地铁建设运营经验，公司在地铁设计、咨询、培训等方面为行业客户提供服务。“十三五”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。

中诚信证评认为，随着轨道交通线网建设的加快，公司“十三五”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，中诚信证评将持续关注上述战略规划在实践中的适应性问题 and 公司的调整措施。

财务分析

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会

计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年度财务报告。截至 2015 年底，公司纳入合并报表的范围公司 16 家，其中全资控股企业 14 家。

资本结构

随着轨道交通投资力度的加大，公司资产规模呈现逐年上升的态势。2013 年~2015 年末，公司总资产分别为 1,421.59 亿元、1,736.69 亿元和 1,983.54 亿元，年均复合增长率为 18.12%。截至 2015 年底，公司流动资产为 468.62 亿元，占总资产比重为 23.63%；非流动资产为 1,514.92 亿元，占总资产比重为 76.37%。轨道交通属于资本密集型产业，一次性投资较大，决定了公司以非流动资产为主的资产结构。

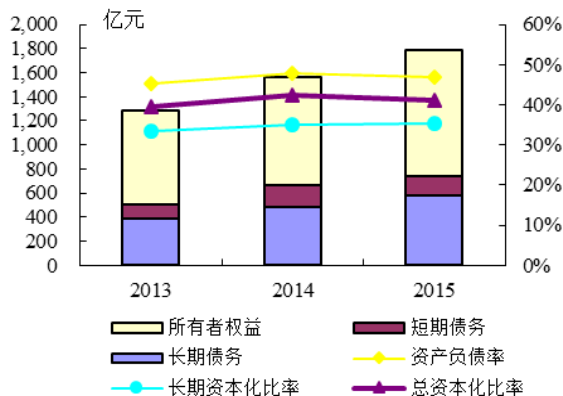
非流动资产主要包括固定资产和在建工程。根据公司会计政策，在建工程项目在办理竣工决算后，结转为固定资产。截至 2015 年末，公司在建工程为 598.28 亿元，固定资产为 791.46 亿元。当期在建工程较上年末增长 31.00%，主要由于 2015 年度公司地铁建设工程投入增多，各条地铁线路的建设规模不断加大，其中以地铁二十一号线、十四号线等线路增幅较为明显。未来随着试运营项目正式竣工决算，在建工程将逐步结转至固定资产。按照广州市政府批复的折旧方法，轨道交通固定资产分为：1、车站、隧道洞体等建筑物；2、运营设备；3、管理设备，其中建筑物折旧年限为 100 年，前 20 年不计提折旧。截至 2015 年末，公司固定资产中，房屋建筑物合计 518.47 亿元，占固定资产的 65.51%。

权益方面，2013 年~2015 年末，公司所有者权益分别为 776.76 亿元、903.25 亿元和 1,054.27 亿元，年均复合增长率为 16.51%。由于广州市人民政府以项目工程款和财政资金偿还贷款的方式每年持续对广州地铁的进行资金投入，因此公司近年实收资本金额稳步上升，截至 2013 年底，公司实收资本达到 329.15 亿元，2014 年，公司将广州市政府资金投入不再计入实收资本，改为计入资本公积，截至 2014 年末公司实收资本较 2013 年末无变化。2013 年和 2014 年末，公司资本公积有较大幅度增

加,分别为、440.90 亿元和 567.42 亿元,资本公积的增加主要由于广州市人民政府每年向公司拨付大量政府基建资金。2015 年公司将资本公积转增股本 255.11 亿元,评估减值冲减资本公积 26.27 亿元,此外根据广州市国资委批复,公司将所持可供出售金融资产 30 亿元无偿划转给广州产业投资基金管理有限公司,同时冲减国有资本公积,致使 2015 年末资本公积减少至 465.98 亿元;同期广州市政府拨付公司基建金 206.60 亿元,公司实收资本增至 584.25 亿元。

负债方面,2013 年~2015 年末公司负债总额持续上升,分别为 644.83 亿元、833.44 亿元和 929.27 亿元,年均复合增长率为 20.05%。公司各条线路的投融资模式类似,即地铁建设的项目资本金由广州市政府以专项资金的方式解决,其他资金通过对外融资解决。因此,公司负债规模基本保持与资产规模相同的增长速度。2013 年~2015 年末,公司资产负债率分别为 45.36%、47.99%和 46.85%。

图 3: 2013~2015 年公司资本结构分析

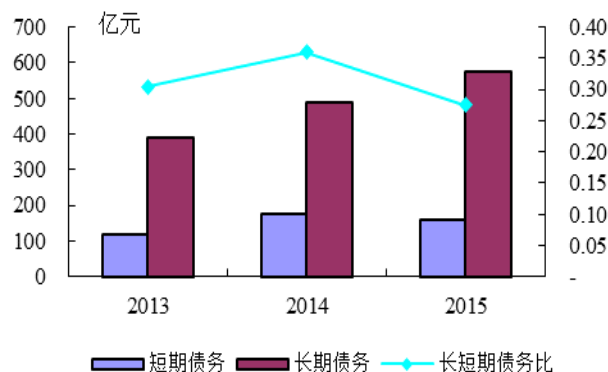


资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从债务结构来看,2013 年~2015 年末公司总债务持续增加,分别为 509.27 亿元、662.19 亿元和 734.47 亿元。目前,公司以长期债务为主的期限结构符合轨道交通项目一次性投资较大、回收期较长的特点。2013 年~2015 年末,公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 0.30 倍、0.36 倍和 0.27 倍。其中长期借款和一年内到期的非流动负债全部用于轨道交通建设,以广州市政府安排的专项资金偿还;短期借款主要用于轨道交通运营和维护,以广州市政府拨付的专项资金和公司自有资金共同偿还。2013 年~2015 年末,公司总资本化率分别为

39.60%、42.30%和 41.06%, 总体保持稳定。

图 4: 2013~2015 年公司债务结构分析



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

长期来看,广州市政府将建设地铁作为解决城市交通拥挤问题的根本办法,亚运会之后轨道交通建设力度虽有所下降,但预计公司资产规模仍将保持较高的增长速度。未来公司市场化运作的程度将不断上升,给公司带来一定的融资压力。中诚信证评将持续关注公司建设资金的筹集情况和还款安排。

盈利能力

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、通信服务等。2013 年~2015 年,公司营业总收入分别为 51.83 亿元、68.37 亿元和 60.26 亿元,其中票务收入占营业总收入的比重分别为 50.10%、52.29%和 64.83%。2013 年,公司积极开展多元化业务,非运营收入占比达 49.90%,带动公司营业总收入上升至 51.83 亿元。2014 年,票款收入及物业开发收入的增加推升公司营业收入规模,合计实现营业收入 68.37 亿元。2015 年随着地铁运营线路逐步从在建工程科目转入固定资产科目,其票款运营情况转入利润表进行核计,运营业务板块收入逐步提高。2015 年物业开发板块收入大幅下滑至 1.57 亿元,原因主要系受到海南房地产在 2014 年集中销售的影响,公司 2015 年度确认房地产销售收入大幅减少。行业对外服务是广州地铁业务拓展的重要部分。基于多年积累的地铁建设运营经验,公司在地铁设计、咨询、培训等方面为行业客户提供服务。2015 年行业对外服务板块收入 12.12 亿元,占营业总收入的比重为 20.11%。

表 7：2013~2015 年公司分业务收入及毛利率

单位：亿元

项目	2013		2014		2015	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
运营业务	25.97	-7.77%	35.75	-8.88%	39.07	-7.70%
物业开发	4.31	24.67%	11.45	43.85%	1.57	17.20%
资源经营	4.94	83.98%	5.41	93.54%	4.89	78.73%
行业对外服务	13.30	25.46%	14.96	23.30%	12.12	25.50%
其他	3.31	38.73%	0.79	60.49%	2.62	-13.74%
合计	51.83	15.17%	68.37	15.90%	60.26	6.36%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从毛利率来看，广州市政府在实施优惠票价的同时，将票务优惠补贴纳入市级财政支出预算；还允许车站、隧道洞体等建筑物在投入使用的前 20 年不计提折旧，充分考虑了轨道交通项目网络效应的特征。公司也利用其地铁运营主体的优势地位，积极开展相关商业、沿线土地资源开发和地铁设计、咨询、培训等业务。上述项目具备良好的收益性，成为公司除票务收入外的重要补充。2015 年公司运营业务、物业开发、资源经营、行业对外服务和其他业务板块毛利率分别为-7.70%、17.20%、78.73%、25.50%、和-13.73%，其中运营业务及行业对外服务板块毛利率基本保持稳定，资源经营业务收入和毛利率呈现一定波动；物业开发业务由于 2015 年度确认的房地产销售收入大幅减少，带来收入的大幅下滑，同时毛利率也明显降低；其他板块由公司及其子公司主营业务以外的业务构成，每年变动幅度较大。总体来看，2015 年公司营业总收入 60.26 亿元，毛利率 6.36%，较上年有明显减少，主要系 2015 年房地产销售收入大幅减少及其他业务板块的亏损所致。

期间费用方面，公司对大部分借款利息予以资本化，2013 年资本化利息为 17.12 亿元，因此财务费用较低。2014 年，随着地铁 2/8 号线、3 号线北延段和 4 号线万奥段的竣工决算，资本化利息大幅减少，2014 年资本化利息为 11.96 亿元。利息支出费用化后，财务费用大幅增加，对公司盈利能力造成一定的影响。2015 年，由于利息支出增加及汇率波动带来的公司 38 亿元外债还本付息汇兑损失增加，公司财务费用出现明显增加。公司管理费用较高，但规模保持稳定。2013 年~2015 年，公司三费

合计分别为 12.92 亿元、19.39 亿元和 23.75 亿元，占营业总收入的比例分别为 24.93%、28.36%和 39.41%。总体来看，近年来公司期间费用和三费收入占比逐年上升，费用控制能力有待加强。

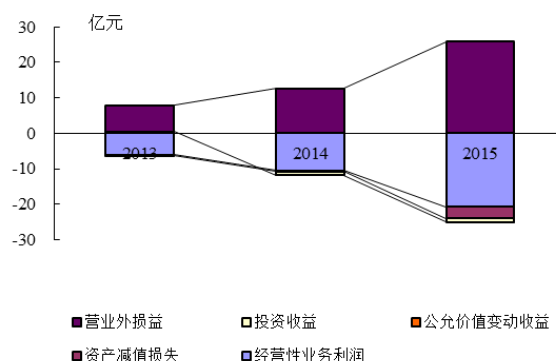
表 8：2013~2015 年公司期间费用分析

	2013	2014	2015
销售费用(亿元)	0.33	0.33	0.64
管理费用(亿元)	6.69	7.11	7.92
财务费用(亿元)	5.90	11.94	15.19
三费合计(亿元)	12.92	19.39	23.75
营业总收入(亿元)	51.83	68.37	60.26
三费收入占比(%)	24.93	28.36	39.41

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司地铁运营处于亏损状态，公司主要通过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，同时广州市政府给予公司财政补助，是利润总额的主要构成。2013 年~2015 年，公司收到的政府补助分别为 7.29 亿元、12.79 亿元和 25.11 亿元，其中票务优惠补贴分别为 1.54 亿元、1.90 亿元和 11.07 亿元。2015 年政府补助较高主要系当年广州市财政局将公司截至当期的全部票价缺口予以补足。

图 5：2013~2015 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，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有待观察，中诚信证评将对此保持关注。

偿债能力

截至 2015 年底，公司总债务为 734.47 亿元，其中长期债务 576.12 亿元。

表 9：2013~2015 年公司偿债能力指标

单位：亿元、%			
项目	2013	2014	2015
长期债务	390.32	487.09	576.12
总债务	509.27	662.19	734.47
EBITDA	12.81	21.70	24.29
经营活动净现金流	13.61	-8.41	1.03
资产负债率	45.36	47.99	46.85
总资本化比率	39.60	42.30	41.06
总债务/EBITDA (X)	39.74	30.52	30.24
EBITDA 利息倍数 (X)	0.55	0.86	0.68
经营活动净现金流/ 总债务 (X)	0.03	-0.01	0.00
经营活动净现金流/ 利息支出 (X)	0.59	-0.33	0.03

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从具体的偿债指标来看，2014 年，公司 EBITDA 上升至 21.70 亿元，使得 EBITDA 对利息支出及总债务的覆盖能力有所回升，EBITDA 利息倍数和总债务/EBITDA 分别为 0.86 倍和 30.52 倍。截至 2015 年末，公司日常经营活动产生现金对总债务和利息的覆盖能力明显不足；由于总债务规模较大，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 30.24 倍和 0.68 倍，EBITDA 对总债务及利息支出的覆盖能力较弱。

根据广州市政府“1995 年 1 号令”，公司长期债务和部分短期债务全部由广州市政府安排专项资金还本付息，公司实际承担的债务金额不大。广州市极强的财政实力为债务偿付提供了有力保障，但中诚信证评也将关注房地产宏观调控政策对地方政府土地出让收入及公司物业开发业务的影响和地铁建设资金的到位情况。

债务到期方面，2016 年~2019 年以及 2020 年

及以后公司每年到期债务分别为 151.87 亿元、120.97 亿元、115.91 亿元、91.79 亿元和 307.30 亿元，债务到期分布较均匀，各年度均有一定的偿债压力。

在财务弹性方面，截至 2015 年底，公司银行授信总额为 1,114.80 亿元，尚未使用的授信额度为 831.77 亿元，充足的银行授信能够为公司提供资金支持。

或有债务方面，截至 2015 年末，公司无对外担保，原有担保均已于 2015 年到期；截至 2016 年 3 月末，公司受限资产评估价值总计 176.71 亿元，受限资产主要为车辆、设备和房屋构筑物及轨道设施。

截至 2015 年底，公司无资产抵押、质押。截至 2015 年底，公司全部尚未到期人民币及外币贷款五级分类均为正常，无贷款逾期、欠息等情况；公司已发行债务融资工具未出现延迟支付本息的情况。

总体来看，公司作为广州市政府全资持有的大型国有企业，负责广州市轨道交通的工程建设、运营管理和附属资源开发，得到广州市政府大力支持。广州市财政实力极强，持续的财政投入为公司还本付息提供了强有力的保障。同时，公司一体化管理和多元化业务等对其发展起到了积极作用。同时，中诚信证评也关注到融资压力较大、土地市场状况及房地产调控等因素对公司整体信用状况的影响。

结 论

中诚信证评评定广州地铁集团有限公司主体信用等级 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2016 年第二期广州地铁集团有限公司可续期公司债券”信用等级为 **AAA**。

关于2016年第二期广州地铁集团有限公司 可续期公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、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，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期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，并发布定期跟踪评级结果及报告。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）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期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。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告。且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

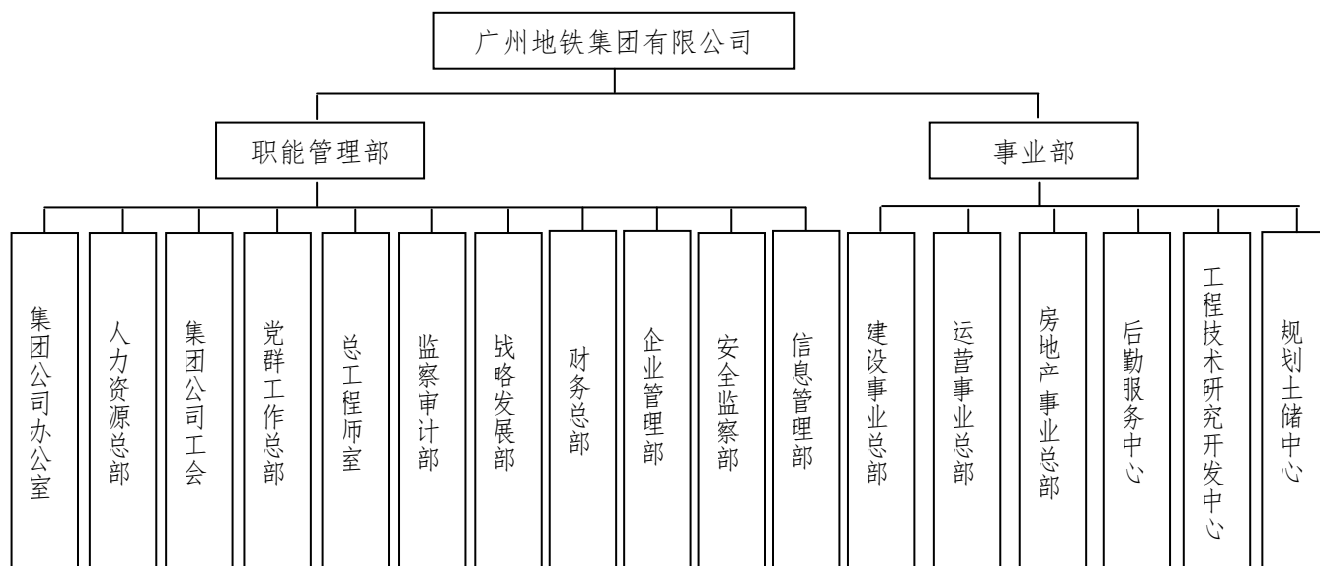
附一：广州地铁集团有限公司股权结构图（截至 2015 年末）



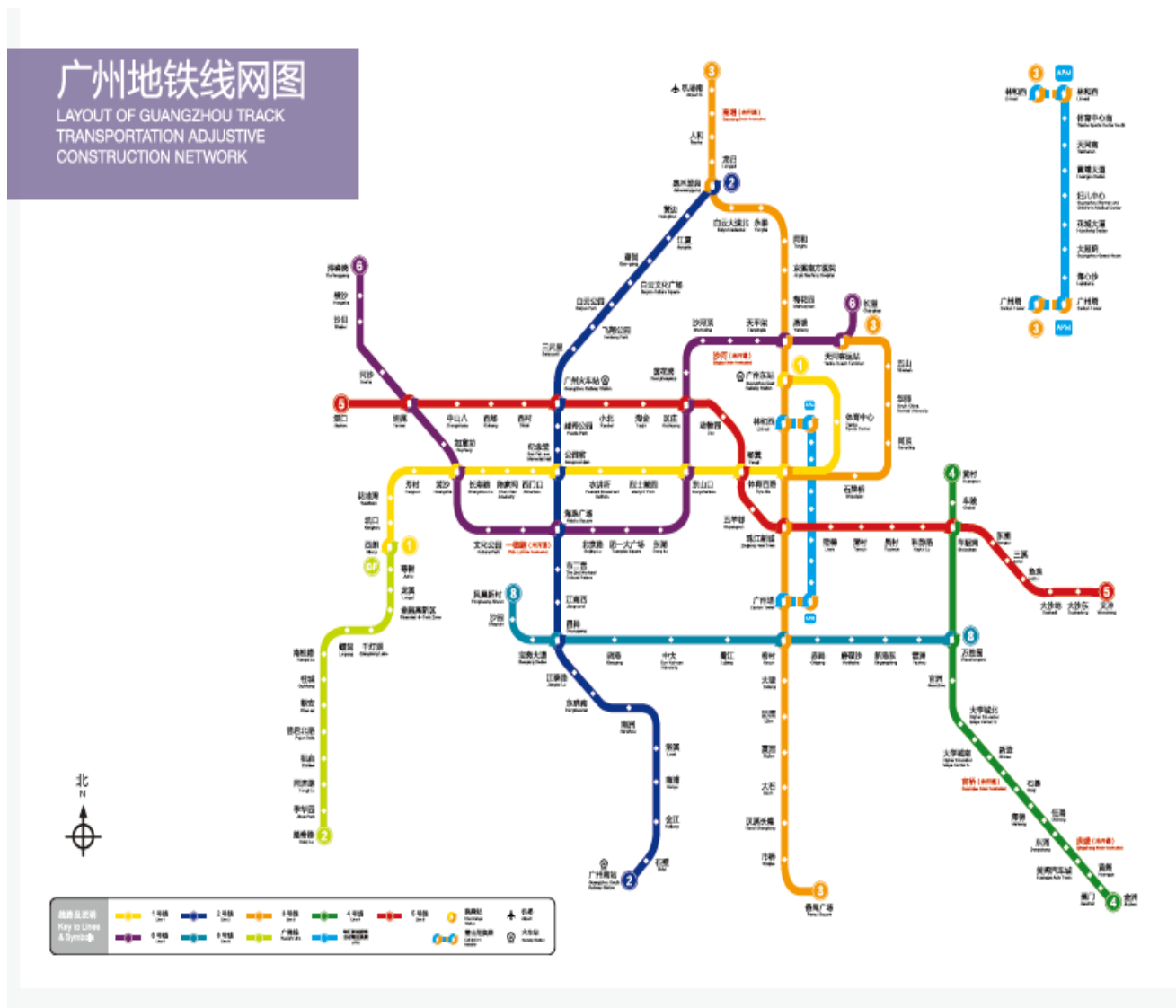
资料来源：公司提供

² 地铁商业公司于 2011 年进入清算，并于 2014 年停止清算。

附二：广州地铁集团有限公司组织结构图（截至 2015 年末）



附三：广州市地铁线网



图例

- 综合交通枢纽
- 已开通运营线路
- 在建线路
- 国家批复近期建设线路

附表一：运营线路

序号	线路名称	起止站	里程 (公里)	车站 (座)	开通时间 (运营日期)
1	一号线	西场-黄沙	18.9	10	1999年
2	二号线	江夏-林和	31.4	24	2002/2003年
3	三号线	机场-番禺	59.8	25	2005/2010年
4	四号线	西场-番禺	45.7	20	2006/2010/2014年
5	五号线	西场-西涌	21.8	13	2010年
6	六号线	西场-西涌	15.7	11	2015/2016年
7	七号线	西场-西涌	15.9	11	2016年
8	八号线	西场-西涌	15.9	11	2016年
合计			212	115	2002/2016/2017/2018/2019/2020/2021/2022/2023/2024/2025/2026/2027/2028/2029/2030/2031/2032/2033/2034/2035/2036/2037/2038/2039/2040/2041/2042/2043/2044/2045/2046/2047/2048/2049/2050/2051/2052/2053/2054/2055/2056/2057/2058/2059/2060/2061/2062/2063/2064/2065/2066/2067/2068/2069/2070/2071/2072/2073/2074/2075/2076/2077/2078/2079/2080/2081/2082/2083/2084/2085/2086/2087/2088/2089/2090/2091/2092/2093/2094/2095/2096/2097/2098/2099/2100/2101/2102/2103/2104/2105/2106/2107/2108/2109/2110/2111/2112/2113/2114/2115/2116/2117/2118/2119/2120/2121/2122/2123/2124/2125/2126/2127/2128/2129/2130/2131/2132/2133/2134/2135/2136/2137/2138/2139/2140/2141/2142/2143/2144/2145/2146/2147/2148/2149/2150/2151/2152/2153/2154/2155/2156/2157/2158/2159/2160/2161/2162/2163/2164/2165/2166/2167/2168/2169/2170/2171/2172/2173/2174/2175/2176/2177/2178/2179/2180/2181/2182/2183/2184/2185/2186/2187/2188/2189/2190/2191/2192/2193/2194/2195/2196/2197/2198/2199/2200/2201/2202/2203/2204/2205/2206/2207/2208/2209/2210/2211/2212/2213/2214/2215/2216/2217/2218/2219/2220/2221/2222/2223/2224/2225/2226/2227/2228/2229/2230/2231/2232/2233/2234/2235/2236/2237/2238/2239/2240/2241/2242/2243/2244/2245/2246/2247/2248/2249/2250/2251/2252/2253/2254/2255/2256/2257/2258/2259/2260/2261/2262/2263/2264/2265/2266/2267/2268/2269/2270/2271/2272/2273/2274/2275/2276/2277/2278/2279/2280/2281/2282/2283/2284/2285/2286/2287/2288/2289/2290/2291/2292/2293/2294/2295/2296/2297/2298/2299/2300/2301/2302/2303/2304/2305/2306/2307/2308/2309/2310/2311/2312/2313/2314/2315/2316/2317/2318/2319/2320/2321/2322/2323/2324/2325/2326/2327/2328/2329/2330/2331/2332/2333/2334/2335/2336/2337/2338/2339/2340/2341/2342/2343/2344/2345/2346/2347/2348/2349/2350/2351/2352/2353/2354/2355/2356/2357/2358/2359/2360/2361/2362/2363/2364/2365/2366/2367/2368/2369/2370/2371/2372/2373/2374/2375/2376/2377/2378/2379/2380/2381/2382/2383/2384/2385/2386/2387/2388/2389/2390/2391/2392/2393/2394/2395/2396/2397/2398/2399/2400/2401/2402/2403/2404/2405/2406/2407/2408/2409/2410/2411/2412/2413/2414/2415/2416/2417/2418/2419/2420/2421/2422/2423/2424/2425/2426/2427/2428/2429/2430/2431/2432/2433/2434/2435/2436/2437/2438/2439/2440/2441/2442/2443/2444/2445/2446/2447/2448/2449/2450/2451/2452/2453/2454/2455/2456/2457/2458/2459/2460/2461/2462/2463/2464/2465/2466/2467/2468/2469/2470/2471/2472/2473/2474/2475/2476/2477/2478/2479/2480/2481/2482/2483/2484/2485/2486/2487/2488/2489/2490/2491/2492/2493/2494/2495/2496/2497/2498/2499/2500/2501/2502/2503/2504/2505/2506/2507/2508/2509/2510/2511/2512/2513/2514/2515/2516/2517/2518/2519/2520/2521/2522/2523/2524/2525/2526/2527/2528/2529/2530/2531/2532/2533/2534/2535/2536/2537/2538/2539/2540/2541/2542/2543/2544/2545/2546/2547/2548/2549/2550/2551/2552/2553/2554/2555/2556/2557/2558/2559/2560/2561/2562/2563/2564/2565/2566/2567/2568/2569/2570/2571/2572/2573/2574/2575/2576/2577/2578/2579/2580/2581/2582/2583/2584/2585/2586/2587/2588/2589/2590/2591/2592/2593/2594/2595/2596/2597/2598/2599/2600/2601/2602/2603/2604/2605/2606/2607/2608/2609/2610/2611/2612/2613/2614/2615/2616/2617/2618/2619/2620/2621/2622/2623/2624/2625/2626/2627/2628/2629/2630/2631/2632/2633/2634/2635/2636/2637/2638/2639/2640/2641/2642/2643/2644/2645/2646/2647/2648/2649/2650/2651/2652/2653/2654/2655/2656/2657/2658/2659/2660/2661/2662/2663/2664/2665/2

附五：广州地铁集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	296,179.86	580,850.87	1,388,784.62
应收账款净额	82,749.65	69,485.21	196,472.06
存货净额	672,201.80	767,130.74	939,445.91
流动资产	3,103,021.32	3,553,430.47	4,686,207.72
长期投资	34,654.88	448,235.37	459,668.46
固定资产合计	5,378,818.16	8,008,672.44	7,914,608.18
总资产	14,215,889.97	17,366,934.96	19,835,407.46
短期债务	1,189,421.91	1,751,001.80	1,583,495.10
长期债务	3,903,235.54	4,870,867.39	5,761,243.00
总债务（短期债务+长期债务）	5,092,657.45	6,621,869.18	7,344,738.09
总负债	6,448,306.04	8,334,400.56	9,292,721.15
所有者权益（含少数股东权益）	7,767,583.93	9,032,534.40	10,542,686.31
营业总收入	518,316.25	683,655.01	602,633.79
三费前利润	68,954.81	89,281.05	30,929.97
投资收益	5,367.63	-10,463.98	-9,990.10
净利润	13,108.42	699.79	6,837.91
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	128,144.20	216,980.54	242,910.29
经营活动产生现金净流量	136,145.92	-84,089.37	10,302.95
投资活动产生现金净流量	-1,749,995.24	-2,548,698.67	-1,825,994.63
筹资活动产生现金净流量	1,331,999.48	2,917,459.04	2,623,625.34
现金及现金等价物净增加额	-281,849.85	284,671.01	807,933.75
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率(%)	15.17	15.90	6.36
所有者权益收益率(%)	0.17	0.01	0.06
EBITDA/营业总收入(%)	24.72	31.74	40.31
速动比率(X)	1.10	0.90	1.26
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	-0.01	0.00
经营活动净现金/短期债务(X)	0.11	-0.05	0.01
经营活动净现金/利息支出(X)	0.59	-0.33	0.03
EBITDA 利息倍数(X)	0.55	0.86	0.68
总债务/EBITDA(X)	39.74	30.52	30.24
资产负债率(%)	45.36	47.99	46.85
总资本化率(%)	39.60	42.30	41.06
长期资本化率(%)	33.44	35.03	35.34

注：公司所有财务报告执行新会计准则；中诚信证评已将计入长期应付款的融资租赁款项及售后回租项目调至长期借款科目；将计入其他流动负债中的短期融资券调整至交易性金融负债科目中。

附六：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券+融资应付款

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附七：主体信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。