

信用等级公告

联合〔2019〕1172号

联合资信评估有限公司通过对成都轨道交通集团有限公司及其拟发行的 2019 年度第一期公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定成都轨道交通集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，成都轨道交通集团有限公司 2019 年度第一期公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月五日



成都轨道交通集团有限公司

2019 年度第一期公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
本期债券信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期债券发行金额: 15.00 亿元
本期债券期限: 3+N 年
偿还方式: 每年付息一次, 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, 或全额兑付本期债券。
募集资金用途: 补充流动资金

评级时间: 2019 年 6 月 5 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	107.10	156.21	168.01
资产总额(亿元)	1087.46	1479.24	1887.62
所有者权益(亿元)	440.19	568.40	671.10
短期债务(亿元)	0.00	2.09	45.34
长期债务(亿元)	504.94	684.90	863.38
全部债务(亿元)	504.94	686.98	908.72
营业收入(亿元)	14.79	22.47	31.49
利润总额(亿元)	0.55	0.68	0.70
EBITDA(亿元)	0.81	1.06	1.05
经营性净现金流(亿元)	1.01	0.92	0.86
营业利润率(%)	-18.04	2.23	4.52
净资产收益率(%)	0.10	0.09	0.07
资产负债率(%)	59.52	61.57	64.45
全部债务资本化比率(%)	53.43	54.72	57.52
流动比率(%)	194.96	166.91	165.30
经营现金流流动负债比(%)	0.85	0.48	0.34
全部债务/EBITDA(倍)	626.21	650.66	868.98

分析师: 张龙景 楚方媛

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对成都轨道交通集团有限公司(以下简称“成都轨道”或“公司”)的评级反映了公司在区域专营地位、外部支持等方面优势突出,随着轨道交通项目建设推进、通车里程增加,公司资产、权益规模以及营业收入持续增长。同时,联合资信关注到公司其他应收款规模大、盈利能力弱、债务规模快速增长以及未来融资需求大等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

本期债券含可续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析,认为本期债券清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具;本期债券重置票面利率调整幅度较大,公司选择赎回的可能性较大。公司为本期债券设置了专项偿债账户,并行使债权代理人制度,有助于本期债券资金的归集与合规使用。

虽然大规模的投资支出增加了公司资金压力和债务压力,但成都市政府对公司支持明确,对地铁项目建设投入和还本付息形成了良好保障。另外成都市经济发展较快,综合财政实力较强,有助于支撑公司整体信用水平。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿债风险极低,本期债券的偿还能力极强,违约风险极低。

优势

1. 成都市经济保持较快增长、综合财政实力较强,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为成都市地铁投资建设、运营管理

和资源开发的主体，具有区域专营优势。
成都市政府持续给予公司在项目资本金和运营补贴等方面的支持。

3. 随着地铁票价调整以及运营里程的增加，公司营业收入持续增长。

关注

1. 本期债券具有可续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，区别于普通公司债券，具有一定特殊性。
2. 成都市地铁路网尚未形成规模，公司地铁运营尚未盈利，利润总额对财政补贴依赖较大，盈利能力弱。
3. 公司其他应收款规模较大且快速增长，对公司资金形成一定占用。
4. 随地铁建设持续投入，公司有息债务规模快速增长。未来在建地铁线路投资规模大，公司面临较大的融资需求。

声 明

一、本报告引用的资料主要由成都轨道交通集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

成都轨道交通集团有限公司

2019 年度第一期公司债券信用评级报告

一、主体概况

成都轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”或“成都轨道”）原名成都地铁有限责任公司，成立于 2004 年 10 月，是成都市国有资产监督管理委员会（以下简称“成都市国资委”）下属国有独资企业。公司初始注册资本为 5061 万元，经 2 次增资，公司注册资本变更为 20 亿元；2009 年 4 月，经过股权融资 4.994 亿元引入中融国际信托有限公司（以下简称“中融信托”），同时公司资本公积转增实收资本 30.00 亿元后，公司注册资本变成 54.994 亿元。2013 年 3 月，由成都市政府安排资金回购中融信托出资，成都轨道成为成都市国资委全额持股的国有独资公司。2016 年，公司名称变更为现名。2017 年 2 月，公司新增注册资本 12.006 亿元，其中成都市国资委增资 0.006 亿元，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）前期拨入款项转增实收资本 12.00 亿元。截至 2018 年底，公司注册资本和实收资本均为 67.00 亿元，成都市国资委持股 82.09%、国开基金持股 17.91%，成都市国资委为公司实际控制人。

公司经营范围：地铁、有轨电车、轻轨等城市（城际）轨道交通项目，城市基础设施，民用与工业建筑，以及其他建设项目的投资、筹划、建设、运营管理、设计、监理、招标及技术服务；机电系统及设备、材料的采购、监造、租赁、经销等；城市（城际）轨道交通系统沿线（站）及相关地区、地下空间资源的开发及管理；对利用城市（城际）轨道交通资源形成的经营项目进行策划、开发、经营管理；房地产综合开发与经营；广告设计、制作、发布；货物进出口，技术进出口。

截至 2018 年底，公司本部内设财务部、

法务与风控部、规划与技术部等 10 个职能部门；下设一级子公司 10 家。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 1887.62 亿元，所有者权益 671.10 亿元；2018 年，公司实现营业收入 31.49 亿元，利润总额 0.70 亿元。

公司注册地址：成都市金牛区蜀汉路 158 号；法定代表人：胡庆汉。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司计划发行成都轨道交通集团有限公司 2019 年度第一期公司债券（以下简称“本期债券”），发行金额 15.00 亿元，募集资金计划全部用于补充流动资金。

可续期选择权

本期债券期限为 3+N 年，以每 3 个计息年度为 1 个重定价周期。每个重定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个重定价周期或全额兑付本期债券。

票面利率

本期债券采用浮动利率形式，单利按年计息。在本期债券存续的第一个重定价周期内，票面利率由首期基准利率加上基本利差确定。首期基准利率为发行公告日前 750 个工作日的期限为一周的 shibor 算术平均值，基本利差将在发行时通过簿记建档、集中配售方式确定。如果公司选择延长本期债券期限，则从第 2 个重定价周期开始，每个重定价周期内适用的票面利率调整为：当期基准利率+基本利差+300 个基点，在该重定价周期内保持不变。此后每次重定价时，票面利率均以当期基准利率+基本利差+300 个基点。其中每个重定价周期的当期基准利率为该重定价周期起息日前 750 个工

作日的期限为一周的 shibor 算术平均值，基本利差与首次发行时保持不变。

清偿顺序

本期债券的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

递延利息支付

本期债券附设公司延期支付利息权。除非发生强制付息事件，公司在每个付息日，可以自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个工作日披露《递延支付利息公告》。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息，在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的累计计息金额将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。本期债券付息日前 12 个月内，公司若向普通股股东分红或减少注册资本则不得递延当期利息以及按照本条款约定已经递延的所有利息及其孳息。

总体看，本期债券含可续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具；本期债券重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的

货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构

性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类、粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；

旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较

上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增

速在6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，按照国家标准有7种制式，分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统（APM）。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，具有良好的社会效益。同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业发展概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口也相应增长，2018年中国城镇常住人口8.31亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为59.58%，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续发展的重大战略。

近年来，全国多城市地铁在建，国内轨道交通事业迅猛发展。近五年运营里程翻倍，完成投资约1.5万亿。根据《城市轨道交通2018年度统计和分析报告》，截至2018年底，中国内地累计有35个城市建成投运城市轨道交通线路，共计185条线路，运营线路总长度达5761.4公里，共有7种制式同时在运营。其中，地铁4354.3公里，占比75.6%；轻轨255.4公里，占比4.4%；单轨98.5公里，占比1.7%；市域快轨656.5公里，占比11.4%；现代有轨电车328.7公里，占比5.7%；磁浮交通57.9公里，占比1.0%；APM10.2公里，占比0.2%。

图1 2012~2018年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

进入“十三五”以来，全国城市轨道交通运营线路保持快速增长，累计新增运营线路长

度为2143.4公里，年均新增线路长度为714.5公里。2018年受城市轨道交通建设门槛提高和审批趋严影响，运营线路增幅有所放缓，仅新增乌鲁木齐1个运营城市，全国新增运营线路长度728.7公里、新增运营线路20条。2018年全年累计完成客运量210.7亿人次，同比增长14%。截至2018年底，在建成投运城市中，运营线路长度排名前五位的分别为上海（784.6公里）、北京（713.7公里）、广州（449.5公里）、南京（394.5公里）和武汉（351.1公里）。

图2 截至2018年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信整理

2018年，中国城市轨道交通完成投资5470.2亿元，同比增长14.9%。在建线路总规模6374公里，同比增长2.0%，其中北京、广州两市建设规模超过400公里，成都、武汉、杭州3市建设规模超过300公里。截至2018年底，中国共有63个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的19个城市），其中，城轨交通线网建设规划正在实施的城市共计61个，在实施的建设规划线路总长7611公里（不含已开通运营线路），其中，国家发改委审批共44个城市规划线路，总计6864.4公里，占比90.2%，总投资达38911.1亿元。上海、北京、广州、杭州、深圳、武汉6市投资计划均超过2000亿元，6市规划线路投资总额达15438.8亿元。

未来30年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。“十三五”期间，预计新增通车里程超过4000公里，同比增长100%，投资将超

过2万亿元，预计到2020年，中国轨道交通运营里程将达到7700公里。

（2）行业竞争概况

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密度客流的出行问题方面均有明显优势。

由于轨道交通只能服务于特定的区域，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况、人口规模及城镇化水平等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也

相对较早，目前的线路网初具规模，而内地二线城市目前还处于建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来轨道交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

（3）轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期长的经济特性。目前，中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企业共建的模式。

在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在30~40%左右，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地资源运作等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖政府的财政补贴。

中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资将对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通行业可持续发展。目前，引入社会资本的多种模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）行业关注

面对城市轨道交通行业发展形势，规模经济约束、价格水平较低、原材料价格波动、资金不足等矛盾突出，成为行业持续健康发展的重点关注因素。

① 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，中国轨道交通占城市公共交通运量不高，主要由于线网效应不明显，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较高，中国大部分城市地铁运营环节均处于亏损状态。

② 价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

③ 原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁、水泥、玻璃等建筑业原材料价格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

④ 资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇统筹筹资难度增大的双重压力。从投入需求看，建设规模和运营规模不断扩大，建设资金和运营费用大幅增加。从筹资能力看，贯彻《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》精神，要严防金融风险，严控过度举债；加之原先作为重要筹资手段的城市可转让土地受到国家政策控制，将对地方政府资金收入产生较大影响。因此，能否在防范金融风险的把控下进一步引入市场机制，扩充筹资渠道，成为城市轨道交通可持续发展的重要条件。

(5) 行业政策

城市轨道交通行业特点之一是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大，一旦决策失误，其损失将不可估量，所以城市轨

道交通建设门槛很高，国家和地方政府已出台一系列政策来保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表 1 城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发单位	发布日期
1	《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》（国办发〔2003〕81号）	国务院	2003.09
2	《住房城乡建设部关于加强城市轨道交通线网规划编制的通知》（建城〔2014〕169号）	住建部	2014.11
3	《关于做好城市轨道交通项目环境影响评价工作的通知》（环办〔2014〕117号）	环保部	2014.12
4	《国家发展改革委关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》（发改基础〔2015〕49号）	发改委	2015.01
5	国务院关于调整和完善固定资产投资项资本金制度的通知（国发〔2015〕51号）	国务院	2015.09
6	《国家发展改革委、住房城乡建设部关于优化完善城市轨道交通建设规划审批程序的通知》（发改基础〔2015〕2506号）	发改委、住建部	2015.12
7	《城市公共交通“十三五”发展纲要》	交通运输部	2016.07
8	《交通基础设施建设重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	2016.11
9	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016年本）的通知》（国发〔2016〕72号）	国务院	2016.12
10	《国家发展改革委关于进一步下放政府投资交通项目审批权的通知》（发改基础〔2017〕189号）	发改委	2017.01
11	国家发改委、教育部、人社部关于加强城市轨道交通人才建设的知道意见（发改基础〔2017〕74号）	发改委、教育部、人社部	2017.01
12	《十三五现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2017.02
13	关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见（发改基础〔2017〕1173号）	发改委、住建部、交通部、铁路局、铁总	2017.06
14	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52号）发布	国务院	2018.07
15	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08

资料来源：联合资信整理

(6) 行业发展

中国宏观经济稳定运行及城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。目前在国内外大都市中，其高峰时段城市轨道交通占公共交通出行的比重高达 60%以上，而在我国北京、上海等轨道交通最发达的城市，该项比例仅为 30%左右；国外的地铁承运率已经达到 70%~80%，而目前我国只有 40%，提升空间很大。

从行业投资体制和运营模式上来看，轨道交通行业未来将逐步由单一的政府投资转变到投资主体的多元化，有利于增强其资金保障。政府将可能建立更完善的国有资产增值保值机制，同属于一个城市的轨道交通可能被划分给不同的主体经营，实现其在管理效率、经营水平等方面的竞争，形成规模经营、适度竞争的格局。

“十三五”时期，我国已进入城市轨道交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，预计新建 3500 公里左右，相当于前 50 年的总和，2020 年底全国城市轨道交通运营线路预计 7000 公里左右，2025 年底将超过 1 万公里，2030 年底可能接近 1.5 万公里。

但在快速发展过程中，城市轨道交通线路新建申报要求将更加严格和全面，便于促进该行业的健康持续。《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，并指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。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，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3000 亿元以上，市区常住人口在 300

万人以上。引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。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，远期客流规模分别达到单向高峰每小时 3 万人次以上、1 万人次以上（以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整），除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于 40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2. 区域经济

公司主要从事成都市地铁投资建设和运营，成都市经济状况和地铁综合开发规划对公司发展有重要影响。

成都市作为西南地区的交通枢纽城市，近年来，区域经济较快发展，固定资产投资保持快速增长，为公司营造了良好的外部环境。

成都市地处四川省中部，是四川省省会和中国 15 个副省级城市之一，是国务院确定的西南地区科技、商贸、金融中心和交通、通信枢纽。

2016~2018 年，成都市地区生产总值持续增长，年均复合增长 12.28%。2018 年，成都市实现地区生产总值（GDP）15342.77 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%。分产业看，第一产业实现增加值 522.59 亿元，增长 3.6%；第二产业实现增加值 6516.19 亿元，增长 7.0%；第三产业实现增加值 8303.99 亿元，增长 9.0%。三次产业结构为 3.4:42.5:54.1。

2018 年，成都市完成固定资产投资 8341.10 亿元，同口径比上年增长 10.0%。分产业看，第一产业完成投资 197.9 亿元，增长 10.1%；第

二产业完成投资 2295.8 亿元，增长 7.2%；第三产业完成投资 5847.3 亿元，增长 11.1%。天府新区成都片区完成投资 1856.7 亿元，增长 12.4%；“东进”区域完成投资 1316.8 亿元，增长 14.9%。

近三年，成都市居民收入水平随经济发展稳步提高。据统计公报显示，2018 年成都市城镇居民人均可支配收入 42128 元，比上年增长 8.2%；农村居民人均可支配收入 22135 元，增长 9.0%。收入的增加有力地促进城市居民消费水平，2018 年成都市实现社会消费品零售总额 6801.8 亿元，比上年增长 10.0%。

成都市大力推进城市轨道交通建设，随着城市发展需求的变化，成都市轨道交通建设规划随之调整，轨道交通建设规模不断扩大，行业前景良好。

根据 2013 年 2 月国务院批准的《成都市城市轨道交通近期建设规划（2013-2020 年）》，到 2020 年，成都将在已开通和开工建设的 1~4 号线的基础上新建 9 个轨道交通项目，线路总长约 183.3 公里，项目总投资 1038.33 亿元。建设规划新增项目包括：1 号线三期，3 号线二期、三期，4 号线二期，5 号线一期、二期，6 号线一期，7 号线及 10 号线一期工程。

根据国家发改委 2015 年 5 月 6 号批复的《国家发展改革委关于成都市城市轨道交通近期建设规划（2013~2020 年）调整方案的批复》（发改基础〔2015〕958 号），同意在现有线路的基础上新增新机场线（18 号线）、6 号线二期工程、4 号线二期工程延伸工程线路，和同意 3 号线三期工程中的三河站至红星村站约 7 公里线路采用地下敷设方式，增设桂林路站等调整方案，调整后新增线路长度 79.1 公里，预计 2020 年成都市城市轨道交通运营里程将达到 383 公里；因规划建设方案调整共增加投资 467.2 亿元。

根据国家发改委 2016 年 7 月批复的《国家发展改革委关于成都市城市轨道交通第三期建设规划（2016~2020 年）的批复》（发改基础〔2016〕1493 号），预计 2020 年成都市城市轨道交通线网由 11 条线组成，总长度约 460

公里；远景年线网由 18 条线路组成，总长度 904 公里。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年底，公司注册资本和实收资本均为 67.00 亿元，成都市国资委持股 82.09%、国开基金持股 17.91%，成都市国资委为公司实际控制人。

2. 公司规模与竞争力

公司在成都市地铁投资建设、运营管理和资源开发方面专营优势显著，具备很强的竞争力。

公司是成都市轨道交通建设、运营以及地铁沿线资源开发的唯一实施主体，区域业务专营优势显著。目前公司下设一级子公司 10 家，包括成都轨道资源经营管理有限公司、成都轨道城市发展集团有限公司、成都地铁传媒有限公司等。近三年，随着成都市地铁投资建设进度加快以及地铁运营里程的增加，公司资产总额年均复合增长 31.75%、营业收入年均复合增长 45.92%。目前公司在建地铁线路 10 段，总投资规模 1945.87 亿元，已完成投资 1396.75 亿元，未来公司将保持快速发展势头。整体看，公司具备很强的竞争力。

3. 人员素质

公司领导层人员从业经验丰富，具备较强的经营管理能力；公司员工学历和年龄结构合理、文化素质较高，能够满足公司目前经营需要。

截至 2018 年底，公司领导层共 11 人，包括董事长 1 名、副董事长 1 名、总经理 1 名、党委专职副书记 1 名、纪委书记 1 名、副总经理 5 名和总会计师 1 名。

公司董事长胡庆汉先生，硕士研究生学历；历任中国四川国际经济技术合作公司办公室副主任、中国四川国际经济技术合作公司驻

以色列代表处主任、四川省建设厅办公室副主任、成都市建设委员会党组成员、副主任，成都市兴南投资有限公司董事长、成都市交通运输委员会（成都市公共交通运输管理局）主任（局长）、党组书记、成都市交通运输委员会主任、党组书记。2012 年 4 月，胡庆汉先生当选为成都市第十二届市委委员。

公司副董事长朱俊平先生，大学本科学历；历任中铁二局路桥公司秦沈客专指挥部现场主管、中铁二局重庆分公司重庆轻轨项目工程部部长、成都地铁有限责任公司计划合约部部长、成都轨道公司计划财务部和建设与开发部副部长、成都现代有轨电车公司执行董事以及公司副总经理。

公司总经理沈卫平先生，大学本科学历；历任中铁隧道集团三处有限公司副总经理、董事、公司质量安全部部长、成都地铁运营有限公司总经理、党委书记、成都轨道交通公司建设分公司总经理、成都地铁有限责任公司副总经理等职务。

截至 2018 年底，公司在职人员共有 15563 人。其中高中及以下学历的员工共 236 人、中专学历员工 1443 人、大专学历的员工 8204 人、本科以上学历员工 5680 人；年龄在 30 岁以下员工 12400 人、31~50 岁之间的员工 3030 人、50 岁以上的员工 133 人。

4. 外部支持

近年来成都市一般公共预算收入持续增长，成都市政府在地铁投资建设、运营方面持续给予公司大力支持。

2016~2018 年，成都市一般公共预算收入分别为 1175.0 亿元、1275.50 亿元和 1424.16 亿元；一般公共预算支出分别为 1549.0 亿元、1759.6 亿元和 1837.52 亿元。财政自给率均在 75% 左右，财政自给能力尚可。根据成都市 2018 年财政预算执行情况，2018 年成都市综合财力约为 3135.15 亿元。其中全市政府性基金收入 1399.78 亿元、上级补助收入 311.21 亿元。截至

2018年底，成都市政府债务（一般债务、专项债务）余额2449.60亿元，成都市政府债务率约为78.13%，债务负担较重。

为保障成都市轨道交通建设运营及偿债资金需求，确保建设项目顺利推进，成都市政府按照“政府引导、市区共担、企业筹资”原则，设立了轨道交通专项资金，专项资金主要来源于市级及区县财政一般公共预算收入、城市基础设施配套费、经营性用地出让收入、地方政府债、国有资本经营预算以及轨道交通沿线控制土地开发收益等；专项资金专项用于2025年建成投运的成都市964公里城市轨道交通项目以及国铁干线556公里和国铁公文化改造项目建设及运营补贴等。

截至2019年3月底，公司地铁线路共收到资本金722.39¹亿元，其中已开通线路到位资本金400.08亿元、在建线路到位资本金322.31亿元（含PPP项目社会资金方的资本金）。

2016~2018年，公司收到成都市财政局地铁运营补贴4.13亿元、1.29亿元和0.82亿元。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1051010600314070M），截至2019年6月3日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；已还清债务信息中有3笔欠息记录，最近结清日期为2016年6月22日。根据中国农业银行成都金牛支行、中国光大银行成都天府支行以及成都银行股份有限公司营业部出具的情况说明，上述欠息主要是因银行系统原因造成。整体看，公司过往债务履约情况良好。

截至2019年6月3日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了较完善的法人治理结构，监督决策机制执行情况良好。

公司设董事会，董事会由6名董事组成。其中董事长、副董事长及总经理各1名，董事中有3位专职外部董事由国资委任命，原职工代表董事1人已离职，目前尚未改派。董事长为公司的法定代表人。董事每届任期三年，任期届满，按有关规定经履行程序可以连任。董事长、董事和公司高级管理人员未经成都市国资委同意，不得在其他有限责任公司、股份有限公司或者其他经济组织兼职。董事会在授权经营范围内经营管理国有资产，决定公司的经营计划和投资方案，决定公司的年度财务预算决算方案以及利润分配方案等。

公司设监事会，监事会由5名监事组成。成都市国资委委派成都市政府国有企业监事3人，其中1人任监事会主席；职工监事2人，由职工代表大会选举产生。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司设总经理一名，由成都市国资委提名，董事会聘任或者解聘。经成都市国资委批准，董事可以兼任总经理。总经理每届任期三年，可以连聘连任。

2. 管理水平

公司部门设置合理、职责明确，内部管理制度较为健全，能够保障公司的日常运行。

公司董事会下设董事会办公室、审计部，党委下设党群宣传部、组织人事部、纪检监察部，经理层下设财务部、法务与风控部、质量安全部等职能部门。公司根据经营管理特点，建立了一整套较详细的管理制度。

（1）资金管理

公司的资金管理执行《资金管理办法》，本着合理使用的原则来进行。从职责划分来看，财务部组织编制资金计划，完成汇总、分析及汇报等工作；成都地铁建设公司、成都地铁运营有限公司将工程建设及设备设施采购

¹ 与公司资本公积存在差异，主要系部分前期计入在专项应付款中。

的资金计划（包括对计划的执行情况的分析报告）报送财务部；成都轨道城市发展公司及时、准确的将物业开发、商业运营的资金计划报送财务部，并对资金计划的执行情况进行分析。公司资金管理办法分工明确，可执行性较强。

投资性资金支出由成都地铁建设公司会同各需求部门编制实施。月度资金拨款计划由各支出部门进行编制，经计划汇总、逐级审批后，定期报送财务部办理支付手续。

（2）工程管理

公司颁布执行了《建设工程招标投标管理办法》《建设工程合同管理办法》《驻地监理管理考核办法（试行）》《成都地铁1号线工程施工组织设计施工方案编制与审批程序管理办法》和《保证金管理办法》等17项工程管理规定细则，来保证项目规范建设。

针对地铁建设过程的各步骤，如工程计划统计、工程设计、施工组织、施工测量、建设管理、资金管理、工程验收等，都有明确的细则规定。对作业地铁工程的各个项目单位，分别制定考核目标和评定方法。

另外，公司针对人员、工会、档案等多方面均制定了相应的管理制度。

七、经营分析

1. 经营概况

公司实行地铁建设、运营和沿线资源开发的一体化运作。近年伴随地铁通车里程增加，公司营业收入持续快速增长，但由于地铁运营单位成本高，公司综合毛利率处于低水平。

公司主要从事成都市轨道交通的建设、运营，同时还对地铁沿线相关的广告、房产租赁、物业管理等资源进行开发，实行地铁建设、运营、资源开发一体化经营管理。目前公司营业收入主要来自地铁运营收入。

2016~2018年，公司营业收入持续快速增长，年均复合增长45.92%，分别为14.79亿元、22.47亿元和31.49亿元。从收入构成来看，地铁运营收入保持快速增长，近三年收入占比均在70%以上，主要系运营里程增加以及地铁票价上调所致；随着地铁运营线路增加，地铁沿线资源开发收入持续增长。

2016~2018年，公司综合毛利率处于偏低水平，主要系地铁运营网络规模效应尚不明显，地铁运营单位成本高，持续处于运营收入无法覆盖运营成本的状态。2017年下半年地铁票价上调后，当期亏损情况较上年有所改善。预计后期随着地铁线路不断建成、网络效应增强以及毛利率较高的地铁资源开发收入增加，公司综合毛利率有望上升。

表2 公司各业务板块收入及毛利率构成情况（单位：万元、%）

项 目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1. 主营业务小计	140506.75	95.01	-20.93	217280.84	96.70	1.34	306295.91	97.27	3.94
地铁运营收入	106885.25	72.28	-52.46	166308.33	74.01	-21.37	255274.43	81.07	-10.72
资源开发收入	27842.56	18.83	85.49	41071.76	18.28	85.28	42227.28	13.41	85.82
其中：资源许可权业务	4829.17	3.27	100.00	4005.32	1.78	100.00	4521.55	1.44	100.00
广告刊播	3783.56	2.56	53.39	3964.00	1.76	59.32	2867.55	0.91	63.84
广告资源	16159.57	10.93	97.53	27635.17	12.30	98.52	31347.88	9.95	98.17
租赁	1935.10	1.31	93.87	2067.94	0.92	93.06	2253.37	0.72	87.21
物业管理	1135.16	0.77	-54.88	3399.33	1.51	-14.20	1236.93	0.39	-230.62
其他	5778.93	3.91	49.55	9900.75	4.41	34.55	8794.20	2.79	36.32
2. 其他业务小计	7376.90	4.99	63.50	7422.53	3.30	64.27	8600.90	2.73	72.06
总计	147883.65	100.00	-16.72	224703.37	100.00	3.42	314896.81	100.00	5.80

注：主营业务收入中“其他”指服务、材料采购管理、特种门厂收入等收入。“其他业务”指写字楼及天府广场物业出租、停车费收入、

站厅商业租金等

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 地铁运营与建设

近年公司地铁运载能力、运营效率显著提升。公司规划建设线路有序推进，未来两年投资集中，面临较大的资金需求。

① 地铁运营

截至2018年底，公司投入运营的线路13段，其中2018年开通线路有地铁1号线三期首期工程、地铁1号线三期南段工程和地铁3号线二三期。目前已初步形成南北和东西十字状网络，网络运营里程已达到221.58公里。

表3 截至2018年底公司正式运营地铁线路情况（单位：亿元、公里、座）

项目名称	总投资（概算）	已投资（暂估）	已到位资本金	运营里程	起终点	车站数	开通时间
地铁1号线一期工程	80.00	73.58	37.00	17.55	升仙湖站-世纪城站	17	2010年9月
地铁1号线南延线工程	40.07	41.39	13.00	5.37	新会展中心-广都北站	5	2015年7月
地铁2号线一期工程	115.00	92.61	47.50	21.86	茶店子站-成都行政学院站	20	2012年9月
地铁2号线西延线工程	42.88	31.26	18.45	8.82	犀浦站-迎宾大道站	6	2013年6月
地铁2号线东延线工程	35.48	28.79	14.40	10.99	大面铺站-龙泉驿站	6	2014年10月
地铁4号线一期工程	125.30	95.13	32.00	21.24	非遗博览园站-万年场站	16	2015年12月
地铁3号线一期工程	120.01	123.56	33.00	19.52	军区总医院站-太平园站	17	2016年7月
地铁4号线二期工程	92.07	76.80	31.00	21.11	东延线：万年场-西河 西延线：万盛-非遗	14	2017年6月
地铁10号线一期工程	55.24	41.70	21.00	9.98	太平园-双流机场2航站楼站	6	2017年9月
地铁7号线工程	270.11	220.70	80.00	38.60	7号线地下环线	31	2017年12月
地铁1号线三期首期工程	70.68	35.29	21.50	11.12	北端：升仙湖站-韦家碾站 南端：四河站-武汉路站 支线：广都站-五根松站	8	2018年3月
地铁1号线三期南段工程	24.65	15.19	11.00	5.87	武汉路站-科学城站	5	2018年3月
地铁3号线二三期	157.01	141.41	40.23	29.55	双流西站-太平园、军区总医院-成都医学院	20	2018年12月
合计	1228.50	1017.41	400.08	221.58	--	171	--

注：因部分工程款总承包单位尚未办理支付申请而未予支付，运营线路的已投资额按投资形象进度暂估，与最终竣工决算的投资额会有出入

资料来源：公司提供

随着通车线路的增加，公司地铁运营客运量、运营里程等均较快增长。2016~2018年，公司地铁运营客运量分别为5.62亿乘次、7.82亿乘次和11.58亿乘次，运营里程分别为1552.74万列公里、1939.46万列公里和2864.43万列公里，列车正点率均超99.90%，运行图兑现率均为100%。

表4 公司地铁线路运营情况

	2016年	2017年	2018年
--	-------	-------	-------

运营里程（万列公里）	1552.74	1939.46	2864.43
车站数量（座）	87	138	171
年度客运量（亿乘次）	5.62	7.82	11.58
日均客运量（万人次）	153.6	214.28	317.13
票务收入（亿元）	11.85	18.44	28.14
正点率（%）	99.98	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	100.00	100.00	100.00

注：上述票务收入为含税价格统计，营业收入中地铁运营收入为不含税收入

资料来源：公司提供

公司目前在运营车型为 A、B 两种车型，其中 B 型车车宽 2.8m、8 门/辆，A 型车车宽 3 米、10 门/辆，最大运营速度 80km/h（10 号线为 100km/h），均采用 6 辆车编组。

目前国内地铁运营企业均施行非市场化的票价收入，基本无法平衡后续运营成本的资金需求。成都市交委于 2017 年 5 月 27 日发布公告，自 2017 年 6 月 2 日起地铁票价制由之前区间计价制改为里程计价制。具体为：2 元起价，可乘坐 4 公里，之后按照递远递减原则，4 至 12 公里范围内，每递增 4 公里增加 1 元；12 至 24 公里范围内，每递增 6 公里增加 1 元；24 至 40 公里范围内，每递增 8 公里增加 1 元；40 至 50 公里范围内，每递增 10 公里增加 1 元。超过 50 公里之后，每递增 20 公里增加 1 元。

表 5 公司地铁线路运营成本构成
(单位：亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
人工成本	8.15	50.00	9.78	48.45	15.53	54.96
电费成本	2.47	15.15	2.92	14.44	4.41	15.61
维修成本	1.98	12.15	2.98	14.72	2.51	8.87
其他	3.70	22.70	4.52	22.38	5.81	20.56
合计	16.30	100.00	20.20	100.00	28.26	100.00

资料来源：公司提供

公司地铁运营成本主要由人工成本、电费成本以及维修成本构成，2018 年占比分别为 54.96%、15.61%和 8.87%。其中人工成本快速增长，主要是公司考虑到未来即将开通的线路，进行了较多的人员储备。随着开通线路的增加，公司各项地铁运营成本逐年增加，地铁运营毛利率持续为负。2016~2018 年，公司地铁运营毛利率分别为 -52.46%、-21.37%和 -10.72%。2016~2018 年，公司获的成都市财政地铁运营补亏金额分别为 4.13 亿元、1.29 亿元和 0.82 亿元，成都市财政给予公司运营资金缺口全额补贴政策。

② 地铁建设

地铁项目具有投资规模大、周期长和公益性强等特点，目前成都市地铁建设投资的主要运营模式为依托“成都市轨道交通建设发展专项资金”实现地铁建设资金的平衡，专款专用和充足的资本金有利于保障工程项目的顺利推进，并缓解公司的融资压力。截至 2019 年 3 月底，公司在建地铁线路 10 段，总投资 1945.87 亿元，已完成投资 1396.75 亿元，已到位资本金 322.31 亿元（含 PPP 项目社会资金方的资本金，占已完成投资额的 23.08%），2019 年、2020 年计划分别投资 457.75 亿元、129.85 亿元。公司未来两年投资规模较大，面临较大的资金需求。

表 6 截至 2019 年 3 月底公司在建地铁、有轨电车线路投资情况（单位：公里、亿元）

序号	项目名称	建设长度	总投资	资金筹措方案	资本金到位情况	累计投资情况	2019 年投资计划	2020 年投资计划
1	5 号线一、二期	49.00	359.89	资本金 30%，贷款 70%	89.20	297.32	73.78	-
2	6 号线一、二期	47.40	368.07	资本金 20%，贷款 80%	45.30	226.48	100.00	47.03
3	8 号线一期	28.80	233.35	资本金 20%，贷款 80%	29.55	147.73	48.00	18.71
4	10 号线二期	27.07	145.38	资本金 20%，贷款 80%	21.54	107.69	20.47	-
5	有轨电车蓉 2 号线	39.00	57.45	资本金 50%，贷款 50%	22.01	44.02	20.00	-
6	9 号线一期	22.70	187.98	资本金 20%（其中成都轨道集团占比 30%，社会资本方占比 70%），	26.25	131.27	46.00	18.56

				贷款 80%				
7	6 号线三期(原为 11 号线一期)	22.00	165.09	资本金 20%，贷款 80%	23.41	117.04	40.00	5.24
8	17 号线一期	25.80	166.03	资本金 20% (其中成都轨道集团占比 30%，社会资本方占比 70%)，贷款 80%	22.68	113.38	45.00	17.5
9	18 号线一期	41.40	210.79	资本金 20% (其中成都轨道集团占比 30%，社会资本方占比 70%)，贷款 80%	29.76	148.78	47.5	9.42
10	18 号线二期	25.66	51.84	资本金 20% (其中成都轨道集团占比 30%，社会资本方占比 70%)，贷款 80%	12.61	63.04	17.00	13.39
合计		328.83	1945.87	--	322.31	1396.75	457.75	129.85

注：在建线路的累计投资情况按照工程形象进度计量得出（包含施工方垫资款），同在建工程科目账目金额存在差异
资料来源：公司提供

（2）地铁沿线资源开发

随着运行线路增加，公司资源开发收入持续增长；沿线土地开发整理业务目前推进较为缓慢。

公司资源许可权业务主要由全资子公司成都地铁运营有限公司负责。公司通过招标方式委托其他商业主体经营地铁沿线多媒体资源、站厅商铺资源和自助设备资源等，公司向其收取空间使用费，形成资源许可权业务收入。2016~2018 年，公司资源许可权业务收入变动较小，2018 年为 4521.55 万元。

公司广告刊播业务经营主体为成都地铁传媒有限公司，主要负责包括灯箱、梯牌、列车看板、墙贴等广告资源的前期策划和刊登等。2016~2018 年，公司分别实现广告刊播业务收入 3783.56 万元、3964.00 万元和 2867.55 万元。

公司租赁业务主要由全资子公司成都地铁运营有限公司负责，主要经营站厅租赁、银行设备场地租赁等。2016~2018 年，公司分别实现租赁收入 1935.10 万元、2067.94 万元和 2253.37 万元。公司物业管理业务主要由子公司成都地铁安捷通物业管理有限公司负责，主要对成都轨道 OCC 办公大楼（不含地铁沿线站厅商业）的物业租赁，安全、保卫、消防、设备设施管理等。2016~2018 年，公司

分别实现物业管理收入 1135.16 万元、3399.33 万元和 1236.93 万元。

公司土地开发整理业务主要由全资子公司成都轨道城市发展集团有限公司负责。近三年公司开发地块为红花堰地块、互助村地块，合计 1661 亩。其中可用于出让、开发用地合计为 653 亩，预期出让收入 75.44 亿元，截至 2019 年 3 月底累计已投资 12.22 亿元。经了解，目前上述两地块整理工作推进缓慢，具体土地整理成本、收益的确定及返还方式等尚未明确。

表 7 截至 2019 年 3 月底公司土地开发整理情况

名称	总面积(亩)	可出让面积(亩)	用途	已投资额(亿元)
红花堰地块	825	315	住宅、商业	5.24
互助村地块	836	338	住宅、商业	6.98
合计	1661	653	--	12.22

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来经营工作重点主要围绕四个方面：一是持续壮大主业规模；二是全力推进 TOD 综合开发；三是着力推动产业化发展；四是不断提升现代化治理能力。壮大主业规模方面，公司提出要优化线网规划，高效推

动工程建设，夯实融资保障，提升运营服务水平。TOD综合开发方面，公司要求加快出台全市TOD综合开发战略，加快推进首批示范项目落地，强化国际合作，引入日建设计、凯达环球等国际顶尖的TOD咨询机构，不断强化TOD综合开发专业支撑。产业多元化发展方面，公司提出大力拓展轨道资源新经济，深挖超大线网下的轨道经济潜力，对已运营线路既有车站按照TOD理念开展升级改造和二次开发；构建轨道产业链，在工程建设、装备制造与集成、新技术应用等领域做好项目储备和投资；加强对外合作，探索合资新设、增资扩股、股改上市等方式，实现混合发展；加快推进轨道交通学院招生办学，建立具有轨道交通特色的教学体系和专业化师资队伍。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016~2018年合并财务报告，其中2016年财务报告由中准会计师事务所（特殊普通合伙）四川分所审计，2017年财

务报告由天健会计师事务所（特殊普通合伙）四川分所审计，2018年财务报告由中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，上述事务所均出具了标准无保留意见的审计结论。

2016~2017年公司合并范围无变化，2018年，公司新设4家子公司。新设子公司目前规模较小且为公司的全资子公司，对公司财务数据可比性无影响，公司财务数据可比性强。截至2018年，纳入公司合并报表范围的一级子公司共10家。

2. 资产质量

公司流动资产中货币资金较充裕，非流动资产以地铁建设形成的固定资产和在建工程为主。公司资产结构合理，但受限比例较高，整体资产质量一般。

2016~2018年，公司资产规模快速增长，年均复合增长31.75%。截至2018年底，公司资产总额1887.62亿元，较上年底增长27.61%，主要系其他应收款、固定资产和在建工程增加所致。近三年，公司资产结构均以非流动资产为主，占比均在75%以上。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	107.10	9.85	156.19	10.56	168.01	8.90
其他应收款	95.94	8.82	124.15	8.39	167.52	8.87
流动资产	229.55	21.11	320.78	21.69	420.11	22.26
固定资产	478.46	44.00	826.91	55.90	986.97	52.29
在建工程	351.30	32.30	300.34	20.30	438.02	23.20
非流动资产	857.92	78.89	1158.46	78.31	1467.51	77.74
资产总额	1087.46	100.00	1479.24	100.00	1887.62	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2016~2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长35.28%。截至2018年底，公司流动资产420.11亿元，较上年末增长30.97%，主要是由货币资金、预付款项、其他应收款和其他流动资产的增长所致。

2016~2018年，公司货币资金持续增长，年均复合增长25.25%。截至2018年底，公司货币资金168.01亿元，较上年末增长7.56%，主要为银行存款167.38亿元（占99.63%）。公司受限货币资金为保函保证金0.62亿元。

2016~2018 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 30.68%。截至 2018 年底，公司预付款项 31.47 亿元，较上年末增长 92.77%，主要为预付工程款。

2016~2018 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 32.14%。截至 2018 年底，公司其他应收款 167.52 亿元（其中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款 166.67 亿元），较上年末增长 34.93%，主要为应收轨道交通专项资金 163.64 亿元（占其他应收款余额的比例为 97.68%），即已开通运营线路停止资本化的贷款利息及本金中需要财政资金解决的部分。

2016~2018 年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 178.99%。截至 2018 年底，公司其他流动资产 48.76 亿元，全部为待抵扣进项税额。

2016~2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 30.79%。截至 2018 年底，公司非流动资产 1467.51 亿元，较上年末增长 26.68%，主要系固定资产和在建工程增加所致。

2016~2018 年，公司可供出售金融资产较稳定，三年分别为 22.65 亿元、22.65 亿元和

23.27 亿元，主要为按成本计量的对成都市域铁路有限责任公司的股权投资（暂无收益）。

2016~2018 年，公司固定资产大幅增长，年均复合增长 43.62%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值合计 986.97 亿元，较上年末增长 19.36%，系完工项目转入固定资产所致。

2016~2018 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 11.66%。截至 2018 年底，公司在建工程 438.02 亿元，同比增长 45.84%，主要系地铁项目建设投入增加。

截至 2018 年底，公司受限资产账面价值合计 849.60 亿元，占总资产的 45.01%。其中包括用于贷款担保的固定资产 687.07 亿元和在建工程 161.90 亿元。公司资产受限比例高。

3. 资本结构

近年公司所有者权益规模增长较快，资本公积和实收资本占比高，稳定性好。

2016~2018 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 23.47%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 671.10 亿元，较上年末增长 18.07%，主要系资本公积增加所致。公司所有者权益构成以实收资本、其他权益工具和资本公积为主。

表9 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	54.99	12.49	67.00	11.79	67.00	9.98
资本公积	368.55	83.73	424.63	74.71	527.03	78.53
其他权益工具	14.97	3.40	74.78	13.16	74.66	11.13
所有者权益合计	440.19	100.00	568.40	100.00	671.10	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2016~2018 年，公司实收资本分别为 54.99 亿元、67.00 亿元和 67.00 亿元。截至 2017 年底，公司实收资本较上年末增长 21.83%，主要系国开基金前期拨入款项转增公司实收资本 12.00 亿元所致。

2016~2018 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 19.58%。截至 2018 年底，公司

资本公积 527.03 亿元，较上年末增长 24.11%，主要系成都市财政局拨入地铁建设项目资本金 102.11 亿元所致。

2016~2018 年，公司其他权益工具分别为 14.97 亿元、74.78 亿元和 74.66 亿元。截至 2018 年底，公司其他权益工具中可续期公司债 29.95 亿元、含权中期票据 44.71 亿元。

公司负债以非流动负债为主，符合公司经营业务特征；近年来，公司债务规模快速增长，债务负担较重。

2016~2018年，公司负债总额快速增长，年均复合增长37.09%。截至2018年底，公司

负债合计1216.52亿元，较上年末增长33.56%，主要系应付账款、长期借款和长期应付款增加所致。公司负债结构以非流动负债为主，符合公司经营业务特点。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	72.29	11.17	132.71	14.57	171.35	14.09
其他应付款	44.39	6.86	55.99	6.15	35.89	2.95
流动负债	117.74	18.19	192.19	21.10	254.15	20.89
长期借款	471.81	72.89	664.35	72.94	833.07	68.48
应付债券	33.13	5.12	20.54	2.26	30.31	2.49
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	63.43	5.21
专项应付款	24.58	3.80	33.75	3.71	35.51	2.92
非流动负债	529.53	81.81	718.65	78.90	962.37	79.11
负债总额	647.28	100.00	910.84	100.00	1216.52	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2016~2018年，公司流动负债大幅增长，年均复合增长46.92%。截至2018年底，公司流动负债合计254.15亿元，较上年末增长32.24%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。

随着地铁项目建设的大力推进，2016~2018年，公司应付账款大幅增长，年均复合增长53.96%。截至2018年底，公司应付账款为171.35亿元，较上年末增长29.12%，主要系应付工程款和征地拆迁款大幅增加所致。

2016~2018年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降10.08%。截至2018年底，公司其他应付款35.89亿元，较上年末下降35.90%，主要系与成都市财政局往来款大幅减少所致；公司其他应付款主要由垫付工程款、质量保证金和履约保证金等构成。

2016年底，公司无一年内到期的非流动负债，2017年底和2018年底，公司一年内到期的非流动负债分别为2.09亿元和45.34亿元。其中，2018年底公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款26.17亿元、

一年内到期的应付债券10.29亿元（2014年7月发行的“14蓉城地铁MTN001”，债券期限5年）和一年内到期的长期应付款8.87亿元构成。

2016~2018年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长34.81%。截至2018年底，公司非流动负债合计962.37亿元，较上年末增长33.91%，主要系长期借款和专项应付款增加所致。

2016~2018年，公司长期借款快速增长，年均复合增长32.88%。截至2018年底，公司长期借款833.07亿元，较上年末增长25.40%；由质押借款288.06亿元、抵押和质押混合借款525.11亿元和信用借款19.90亿元构成，分别占长期借款总额的34.58%、63.03%和2.39%。公司以地铁票款收费权、地铁建设发展专项资金形成的企业收益权（含市政府配置给本项目的土地出让收益）进行质押，以地铁在建工程、设备及建成后所形成资产等进行抵押。

2016~2018年，公司应付债券波动下降，年均复合下降4.36%。截至2018年底，公司应付债券30.31亿元，较上年末增长47.54%。公

司应付债券由于其于2015年6月发行的中期票据“15蓉城地铁MTN001”余额5.14亿元、2016年5月发行的中期票据“16蓉城地铁MTN002”余额5.11亿元和2018年12月发行的中期票据“18蓉城轨交GN001”余额20.06亿元构成。

2016~2017年，公司无长期应付款。截至2018年底，公司长期应付款为63.43亿元，为新增的融资租赁款，属于有息债务。

2016~2018年，公司专项应付款快速增长，年均复合增长20.19%。截至2018年底，公司专项应付款35.51亿元，较上年末增长5.21%，主要为成都地铁建设专项资金。

有息债务方面，2016~2018年，公司全部债务快速增长，年均复合增长34.15%。截至2018年底，公司全部债务为908.72亿元，较上年末增长32.28%，其中长期债务占比95.01%。以2018年底财务数据为基准，2019~2021年公司到期债务（含利息）分别为90.87亿元、94.58亿元和88.74亿元。2016~2018年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率变动均不大，2018年底分别为64.45%、57.52%和56.27%。若将长期应付款中的应付融资租赁款纳入有息债务核算，公司调整后长期债务为926.81亿元，调整后全部债务972.15亿元，调整后全部债务资本化比率、调整后长期债务资本化比率分别为59.16%、58.00%。考虑到公司其他权益工具中永续中票和可续期公司债规模较大，公司债务负担较重。

4. 盈利能力

受益于地铁路网效应的增强，公司营业收入逐年快速增长；但由于地铁运营的公益性特点，公司利润总额对补贴收入依赖较大。

2016~2018年，公司营业收入快速增长，分别为14.79亿元、22.47亿元和31.49亿元，年均复合增长45.92%，主要系多条地铁线路开通，公司地铁运营里程不断增长，客流量逐渐培育，带动地铁运营收入及地铁资源开发收入不断增长。2018年公司实现地铁运营

收入25.53亿元，同比增长53.49%。2016~2018年，公司营业成本快速增长，年均复合增长31.09%，2018年为29.66亿元。2016~2018年，公司营业利润率持续提升，三年分别为-18.04%、2.23%和4.52%。

2016~2018年，公司期间费用不断增长，年均复合增长27.27%。2018年公司期间费用合计1.64亿元，主要由管理费用（占99.34%）构成。2016~2018年，公司期间费用占营业收入的比重波动下降，分别为6.86%、4.98%和5.22%。

2016~2018年，公司分别收到政府补助款项（运营补贴等）4.23亿元、1.36亿元和0.84亿元，计入营业外收入或其他收益科目。同期，公司利润总额分别为0.55亿元、0.68亿元和0.70亿元。公司对政府补贴收入依赖较大。

从盈利指标看，2016~2018年，公司总资产收益率、净资产收益率逐年下降，总资产收益率分别为0.05%、0.04%和0.03%；净资产收益率分别为0.10%、0.09%和0.07%。公司盈利能力弱。

5. 现金流分析

伴随着地铁建设工作的推进，公司投资活动现金净流出规模大。虽然项目资本金的拨付缓解了公司部分投资压力，但公司对外部融资仍具有较强依赖性。

从经营活动看，2016~2018年，公司经营活动现金流入大幅增长，年均复合增长35.51%，由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成。2016~2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为15.79亿元、21.86亿元和31.96亿元；现金收入比分别为106.80%、97.29%和101.50%，公司收入实现质量波动中有所下降，整体收入实现质量较好。2016~2018年，公司经营活动现金流出分别为27.76亿元、36.55亿元和51.96亿元，以购买商品接受劳

务支付的现金、支付给职工以及为职工支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。2016~2018年，公司购买商品接受劳务支付的现金分别为9.94亿元、13.39亿元和15.14亿元，主要是地铁运营成本支出。2016~2018年，公司经营活动现金净额分别为1.01亿元、0.92亿元和0.86亿元。

从投资活动看，2016~2018年，公司投资活动现金流入规模较小，三年分别为1.06亿元、0.70亿元和2.02亿元，主要由收到其他与投资活动有关的现金构成。2016~2018年，公司投资活动现金流出分别为200.33亿元、259.11亿元和295.40亿元，主要为地铁建设项目资金投资支出产生的购建固定资产、无形资产等支付的现金。2016~2018年，公司投资活动现金净流量分别为-199.27亿元、-258.41亿元和-293.39亿元。

随着公司地铁沿线投资支出增加，公司融资需求进一步增加。2016~2018年，公司筹资活动现金流入呈增长趋势，三年分别为251.54亿元、362.54亿元和387.70亿元，构成以取得借款收到的现金和吸收投资收到的现金为主。2018年，公司收到其他与筹资活动有关的现金63.29亿元，主要为收到的融资租赁借款以及发行中期票据融入资金。2016~2018年，公司筹资活动现金流出分别为65.43亿元、55.59亿元和83.33亿元，主要以偿还债务支付的现金和支付的其他与筹资活动有关的现金为主。2016~2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动增长，分别为186.10亿元、306.96亿元和304.37亿元。

6. 偿债能力

公司短期债务规模偏小，且间接融资渠道畅通，公司短期偿债能力强；有息债务规模快速增长，长期偿债能力弱；但考虑到公司所获外部支持力度大，公司整体偿债风险小。

从短期偿债指标看，由于公司货币资金

较为充裕且负债以长期债务为主，公司流动比率和速动比率较好。2016~2018年，公司流动比率分别为194.96%、166.91%和165.30%，速动比率分别为194.41%、166.25%和164.48%。2016~2018年，公司经营现金流动负债比分别为0.85%、0.48%和0.34%，经营活动净现金流对公司流动负债的保障能力弱。考虑到公司短期债务规模偏小、货币资金充裕，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2016~2018年，公司EBITDA分别为0.81亿元、1.06亿元和1.05亿元，EBITDA规模小，对公司债务保障程度低。考虑到成都市政府对公司的支持力度大，公司整体偿债风险小。

截至2018年底，公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为1870.56亿元，已经使用925.64亿元，尚未使用额度944.92亿元，公司间接融资渠道畅通，外部资金支持充裕。

截至2019年3月底，公司对外担保余额40.00亿元，担保比率5.70%。其中为成都城建投资管理集团有限责任公司质押担保35.50亿元，质押物为地铁1号线一期工程 and 地铁2号线一期工程应收账款；为参股子公司成都市域铁路有限责任公司担保4.50亿元，担保期限较长。公司担保比率低，被担保方为市属国有企业，目前经营正常，代偿风险相对可控。

7. 母公司财务概况

公司资产及债务集中在母公司，母公司债务负担较重；公司具体业务经营由专业子公司承接，母公司自身盈利能力弱。

截至2018年底，母公司资产总额1883.60亿元，占合并报表资产总额的99.79%，公司资产集中在母公司。母公司资产结构同公司合并口径相近，主要由货币资金、其他应收款、固定资产和在建工程构成。

截至2018年底，母公司所有者权益合计669.64亿元，占合并报表所有者权益的99.78%。母公司所有者权益主要由实收资本、

资本公积和其他权益工具构成。

截至2018年底，母公司负债合计1213.95亿元，占合并报表负债总额的99.79%，公司债务集中在母公司。母公司债务结构同公司合并口径相近，主要由应付账款、长期借款和长期应付款构成。截至2018年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为64.45%、57.57%，债务负担较重。

2018年，母公司实现营业收入0.81亿元，占合并报表营业收入的2.57%；利润总额为0.51亿元，占合并报表利润总额的72.86%。公司实施“小总部+专业子公司”管控模式，母公司以统筹管控为主，较少涉及具体业务的经营，母公司自身盈利能力弱。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行金额15.00亿元，分别相当于2018年底公司全部债务的1.65%，长期债务的1.74%。本期债券的发行对公司整体债务影响较小。

2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.45%、57.52%和56.27%。以此财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至64.73%、57.92%和56.69%，公司债务负担略有加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2016~2018年，公司经营活动现金流入量分别为28.77亿元、37.47亿元和52.83亿元，对本期债券发行金额的覆盖倍数分别为1.92倍、2.50倍和3.52倍。公司经营活动现金流入量对本期债券发行金额的覆盖程度较高。2016~2018年，经营活动现金净流量分别1.01亿元、0.92亿元和0.86亿元；EBITDA分别为0.81亿元、1.06亿元和1.05亿元。公司经

营活动现金净流量以及EBITDA对本期债券发行金额保障能力弱。考虑到公司经营活动产生的现金流多为地铁运营产生的现金，公司收到的财政专项资金进入“收到其他与筹资活动有关现金”核算，而公司地铁项目借款本息偿还由地铁建设发展专项资金账户保障。总体看，公司对本期债券保障能力很强。

3. 债权保护条款分析

公司为成都市铁路投融资、建设及运营主体，地铁项目借款本息的偿还由地铁建设发展专项资金账户负责（目前存有缺口计入其他应收款中），公司每年从财政获得大额地铁专项资金（包括项目建设资本金和还本付息资金）用于地铁项目建设和还本付息。此外，公司日常经营获得的收入、政府补贴收入均可用于保障本期债券本息偿还；同时，为确保本期债券本息按期兑付，保障投资者利益，公司还专门设立专项偿债账户。

为了保证募集资金合理使用，以及按时足额还本付息，公司与国家开发银行四川省分行（以下简称“国开行四川分行”）签署了《债券账户和资金监管协议》，与国开证券股份有限公司（以下简称“国开证券”）签署了《债权代理协议》²。国开证券和国开行四川分行将监督公司经营状况和募集资金使用情况。如公司未按募集说明书的规定履行其在本次债券项下的还本付息义务，国开证券作为本次债券的债权代理人，将协助或代理投资者向公司追偿。

总体来看，专项偿债账户的设立及《协议》的签订有助于本期债券资金的归集与合规使用。

十、结论

公司是成都市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，具有区域专营地位，并

² 《债券账户和资金监管协议》和《债权代理协议》以下统称“《协议》”。

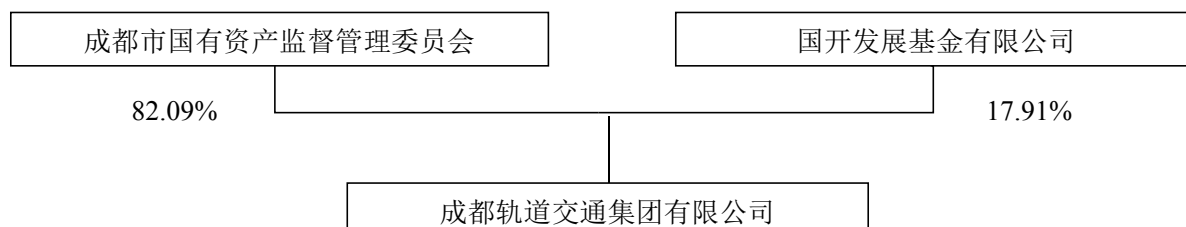
持续获得成都市政府在地铁项目建设、运营方面的资金支持。近年随着成都市地铁项目建设推进，公司资产、权益规模大幅增长。受益于地铁通车里程增加以及票价上调，公司营业收入持续快速增长。同时，联合资信也关注到由于地铁项目建设周期长、投资额大，具有较强公益性的特点，公司目前盈利能力弱、债务负担较重，未来资金需求规模大等不利因素对公司信用基本面带来的不利影响。

本期债券含可续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具；本期债券重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

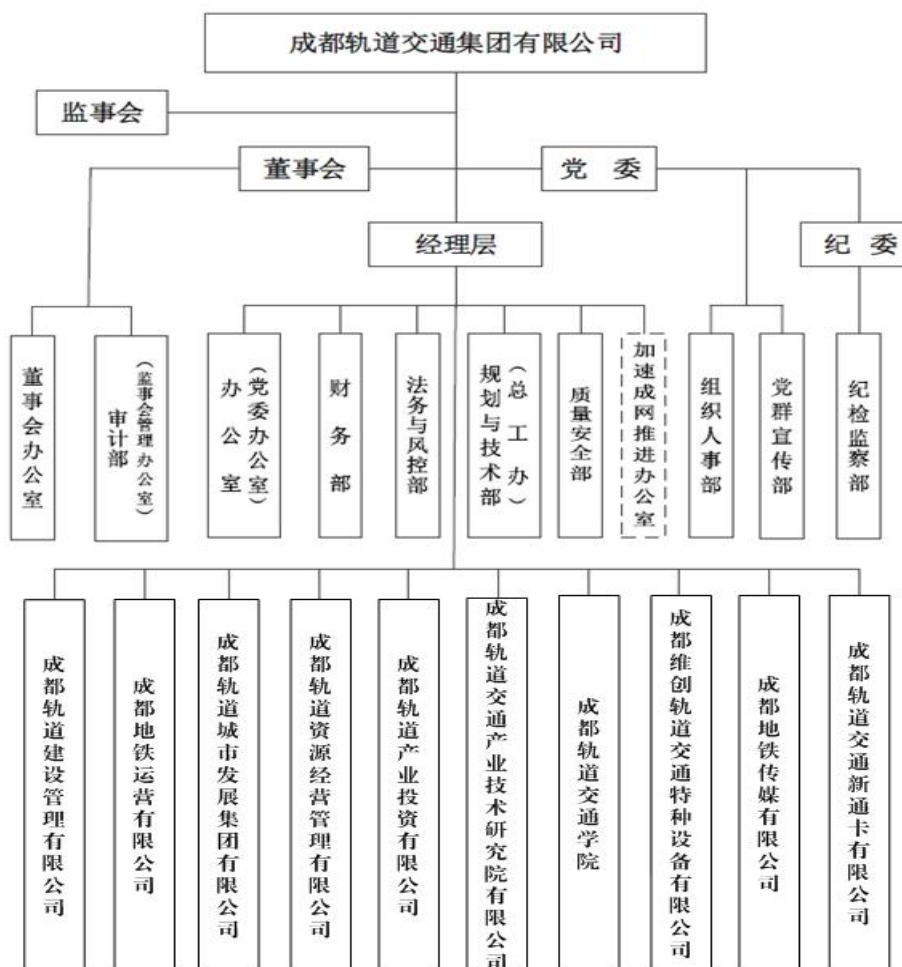
近年成都市经济保持较快增长、综合财政实力较强，成都市政府对地铁项目建设支持明确，设立了成都市地铁建设发展专项资金，对地铁项目的建设投入和还本付息形成了良好保障，有助于支撑公司整体信用水平。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	107.10	156.21	168.01
资产总额(亿元)	1087.46	1479.24	1887.62
所有者权益(亿元)	440.19	568.40	671.10
短期债务(亿元)	0.00	2.09	45.34
长期债务(亿元)	504.94	684.90	863.38
调整后长期债务(亿元)	504.94	684.90	926.81
全部债务(亿元)	504.94	686.98	908.72
调整后全部债务(亿元)	504.94	686.98	972.15
营业收入(亿元)	14.79	22.47	31.49
利润总额(亿元)	0.55	0.68	0.70
EBITDA(亿元)	0.81	1.06	1.05
经营性净现金流(亿元)	1.01	0.92	0.86
财务指标			
销售债权周转次数(次)	13.89	16.56	16.54
存货周转次数(次)	32.41	22.68	17.66
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02
现金收入比(%)	106.80	97.29	101.50
营业利润率(%)	-18.04	2.23	4.52
总资本收益率(%)	0.05	0.04	0.03
净资产收益率(%)	0.10	0.09	0.07
长期债务资本化比率(%)	53.43	54.65	56.27
调整后长期债务资本化比率(%)	53.43	54.65	58.00
全部债务资本化比率(%)	53.43	54.72	57.52
调整后全部债务资本化比率(%)	53.43	54.72	59.16
资产负债率(%)	59.52	61.57	64.45
流动比率(%)	194.96	166.91	165.30
速动比率(%)	194.41	166.25	164.48
经营现金流动负债比(%)	0.85	0.48	0.34
全部债务/EBITDA(倍)	626.21	650.66	868.98
调整后全部债务/EBITDA(倍)	626.21	650.66	929.64

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 成都轨道交通集团有限公司 2019 年度第一期公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

成都轨道交通集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

成都轨道交通集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对成都轨道交通集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，成都轨道交通集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注成都轨道交通集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现成都轨道交通集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对成都轨道交通集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如成都轨道交通集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对成都轨道交通集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与成都轨道交通集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告。