

信用评级公告

联合〔2021〕9224号

联合资信评估股份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 2022 年度第一期中期票据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 2022 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年十二月二十四日

成都轨道交通集团有限公司

2022 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5.00 亿元

本期中期票据期限：5+N 年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：在第 5 个年度和其后每个票面利率重置日，公司有权按面值加应付利息赎回

募集资金用途：偿还公司本部存量融资

评级时间：2021 年 12 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	盈利能力	3
			现金流量	2
			资产质量	4
		资本结构		3
		偿债能力		2
		调整因素和理由		
--			--	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

成都轨道交通集团有限公司（以下简称“成都轨道”或“公司”）是成都市轨道交通建设、运营管理以及地铁沿线资源开发的实施主体。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司外部环境良好，其作为成都市轨道交通建设、运营管理及地铁沿线资源开发主体，业务区域专营优势突出，获得了大力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司经营现金流持续净流出、债务规模快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具，赎回权条款和利息递延支付条款的设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息的可能性较小。

本期中期票据的发行对公司整体债务结构影响小。公司经营活动现金流入量、EBITDA 对本期中期票据发行金额的覆盖程度高。

未来随着成都市经济的发展及公司业务的持续开展，公司有望保持稳健经营。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中期票据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，本期中期票据的偿还能力极强。

优势

1. 外部发展环境良好。成都市经济持续发展，固定资产投资保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 业务区域专营优势突出。公司作为成都市地铁投资建设、运营以及地铁沿线资源开发主体，业务区域专营优势突出。

分析师：倪昕 崔莹

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

3. **外部支持力度大。**成都市人民政府在专项资金支持、票款补贴等方面给予公司支持力度大。

关注

1. **经营现金流持续净流出。**受TOD项目处于集中投资期影响，2019年以来，公司经营现金活动呈现净流出状态。

2. **债务规模快速增长。**随着地铁项目及TOD项目建设持续投入，公司债务规模快速增长，整体债务负担较重，未来融资需求大。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产（亿元）	168.01	268.41	198.02	253.05
资产总额（亿元）	1887.62	2741.56	3355.26	3835.59
所有者权益（亿元）	671.10	848.24	1061.60	1233.19
短期债务（亿元）	45.34	28.40	76.67	49.56
长期债务（亿元）	926.81	1297.03	1564.80	1726.46
全部债务（亿元）	972.15	1325.43	1641.47	1776.02
营业收入（亿元）	31.49	40.59	99.61	44.99
利润总额（亿元）	0.70	0.79	20.99	13.46
EBITDA（亿元）	1.05	65.84	109.31	--
经营性净现金流（亿元）	0.86	-107.18	-119.88	-29.44
营业利润率（%）	4.52	-66.61	-53.38	2.47
净资产收益率（%）	0.07	0.03	1.39	--
资产负债率（%）	64.45	69.06	68.36	67.85
全部债务资本化比率（%）	59.16	60.98	60.73	59.02
流动比率（%）	165.30	154.23	151.48	139.28
经营现金流动负债比（%）	0.34	-21.32	-18.93	--
现金短期债务比（倍）	3.71	9.45	2.58	5.11
EBITDA 利息倍数（倍）	0.10	1.20	1.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	929.64	20.13	15.02	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	1883.60	2739.00	3221.94	3634.21
所有者权益（亿元）	669.64	844.01	1043.49	1186.11
全部债务（亿元）	908.72	1214.86	1463.43	1569.30
营业收入（亿元）	0.81	37.96	95.93	36.75
利润总额（亿元）	0.51	1.11	2.66	0.83
资产负债率（%）	64.45	69.19	67.61	67.36
全部债务资本化比率（%）	57.57	59.01	58.38	56.95
流动比率（%）	160.93	122.29	115.47	110.04
经营现金流动负债比（%）	0.31	-13.76	6.47	--

注：公司 2021 年三季度财务报表未经审计；长期应付款中有息债务纳入长期债务核算；其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算；本报告尾数差异系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告及财务报表

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/11/05	倪昕 崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2015/07/27	程晨 赵传第	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2014/01/22	黄滨 程晨	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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

2022 年度第一期中期票据信用评级报告

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，后经两次增资，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，公司注册资本增至 54.994 亿元。2013 年 3 月，由成都市人民政府（以下简称“成都市政府”）安排资金回购中融信托持有的公司股权，成都轨道成为成都市国资委全资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。2020 年 8 月，公司召开 2020 年第一次股东会，同意股东出资变更为成都市国资委出资 55.63 亿元、国开基金出资 11.37 亿元。根据 2021 年公司第三次股东会决议，同意股东出资变更为成都市国资委出资 58.44 亿元、国开基金出资 8.56 亿元。截至 2021 年 11 月 4 日，公司注册资本及实收资本均为 67.00 亿元，其中成都市国资委持股 87.22%、国开基金持股 12.78%，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。

口。

截至 2021 年 9 月末，公司本部设投资发展部、财务部、规划与技术部和质量安全部等职能部门；公司合并范围内二级子公司 13 家；合并口径员工 23720 人。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 3355.26 亿元，所有者权益 1061.60 亿元（少数股东权益 3.41 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 99.61 亿元，利润总额 20.99 亿元。

截至 2021 年 9 月末，公司合并资产总额 3835.59 亿元，所有者权益 1233.19 亿元（含少数股东权益 2.61 亿元）。2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 44.99 亿元，利润总额 13.46 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、本期中期票据概况

1. 本期中期票据概况

公司计划发行成都轨道交通集团有限公司 2022 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期发行金额为 5.00 亿元，按面值发行。本期中期票据在条款设置上具有以下特点：

存续期限与赎回权

本期中期票据为永续中票，在公司依据发行条款赎回前长期存续。本期中期票据期限为 5+N 年（N 为 5 的倍数），于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

票面利率

本期中期票据前 5 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定，在前 5 个计息年度内保持不变。前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年

的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如公司选择不赎回本期中期票据，则从第6个计息年度开始，每5年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300个基点，在之后的5个计息年度内保持不变。

赎回选择权

每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括递延支付的所有利息及其孳息）赎回本期中期票据。

利息递延支付权

除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为；每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件

在本期中期票据付息日前12个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起2个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：

- （1）向普通股股东分红；
- （2）减少注册资本。

公司承诺不存在隐性强制分红情况。

公司有利息递延支付的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得从事下列行为：

- （1）向普通股股东分红；
- （2）减少注册资本。

清偿顺序

本期中期票据在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

总体看，本期中期票据含赎回权、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，认为本期中期票据清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。

2. 本期中期票据募集资金用途

本期中期票据的募集资金拟全部用于偿还公司本部存量融资。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021年前三季度，我国国内生产总值82.31万亿元，累计同比增长9.80%，两年平均增长²5.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓2.90和0.16个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为4.82%和5.64%，均高于疫情前2019年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为4.85%，远未达到2019年同期7.30%的水平，主要是受局部

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析

判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

疫情反复影响较大所致。

表 1 2018—2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	9.80 (5.15)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	11.80 (6.37)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨

0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的

82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内

房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 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、房地产和广告业等行业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业概况

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，2020 年中国城镇常住人口 9.02 亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为 63.89%，同时大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。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。

经过多年的发展，截至 2020 年末，中国大陆地区累计有 45 个城市建成投运城市轨道交通线路，全国共计 244 条运营线路，建成投运城市轨道交通线路总长度达 7969.7 公里。2020 年

全年累计完成客运量175.9亿人次，2020年中国城市轨道交通完成投资6286亿元。

（2）行业发展

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期比较长的经济特性。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，一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，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，少数城市由省、市两级政府财力提供支持，并由政府实际控制行使投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）筹措其余部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场化定价，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票款补贴。

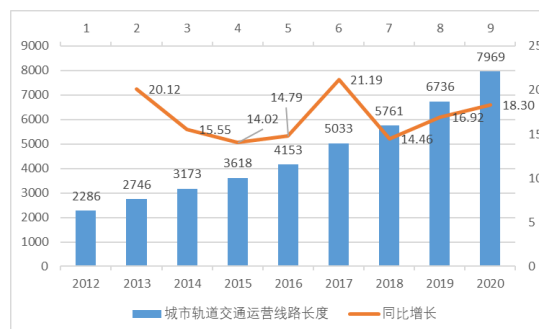
资金需求规模大已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一由政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通可持续发展。目前，引入社会资本的模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制以提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

“十三五”五年来，全国城市轨道交通运营线路规模稳步增长。长三角经济圈城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著。上海和北京两城运营规模在全国遥遥领先。

“十三五”五年来，全国运营线路规模稳步增长，共新增运营线路长度4351.7公里，年

均新增运营线路长度870.3公里。根据《城市轨道交通2020年度统计和分析报告》（以下简称“城轨分析报告”），截至2020年末，中国大陆地区累计有45个城市建成投运城市轨道交通线路，其中2019年新增天水、三亚、太原3个运营城市。全国共计244条运营线路，其中2019年新增运营线路36条，新增运营线路长度1233.5公里。2020年全国城市建成投运城市轨道交通线路总长度达7969.7公里，同比增长18.31%，其中地铁6280.8公里，占比78.8%，投运车站4681座。

图1 2012-2020年中国城市轨道交通运营里程（公里、%）



资料来源：联合资信整理

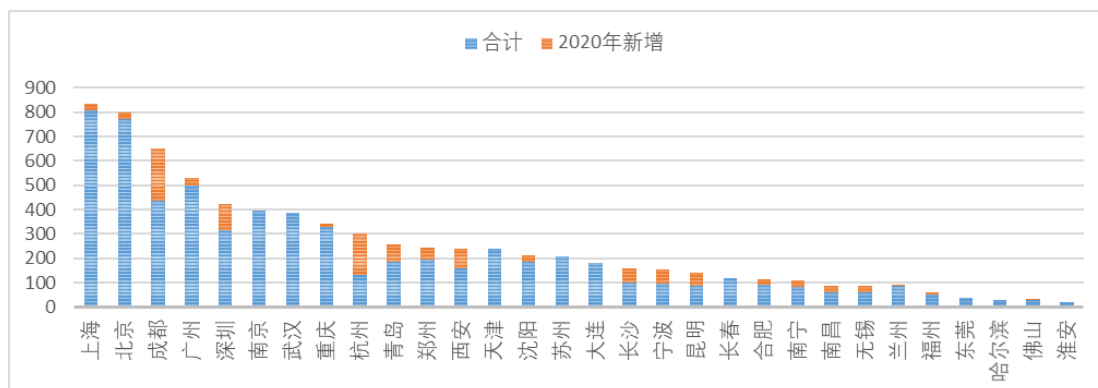
从城市群拥有城市交通运营线网规模在全国的占比看，长三角经济圈的11城开通运营线路66条，运营线路总长度2247公里，占比28.2%，经济发达且城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；京津冀3城开通运营线路35条，运营线路总长度1097公里，占比13.8%；珠三角5城开通运营线路31条，运营线路总长度1029公里，占比12.9%；成渝城市群2城开通运营线路23条，运营线路总长度995公里，占比12.5%。随着城市群、都市圈、同城化建设的大力推进，市区城轨、市域快轨、城际铁路“三网融合”的需求为城轨交通、市域快轨的发展打开了空间。

“十三五”五年来，全国城轨交通在建项目规模较大且稳步增长，2020年度完成建设投资额创历史新高。

“十三五”五年来，共有35个城市新一轮建设规划或规划调整获国家发改委批复，获批项目初步估算总投资额合计约29781.91亿元。2020年，共有8个城市新一轮城市轨道交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，线路长度共587.95公里，总投资4709.86亿元。“十三五”五年来，全国共完成城市轨道交通建设投资26278.7亿元，年均完成建设投资额接5255.7

亿元。2020年，中国城市轨道交通完成投资6286亿元，同比增长5.5%。据不完全统计（不含地方政府批复项目的资金情况），截至2020年末，在建城市轨道交通项目的可研批复投资额累计45289.3亿元，在建线路总里程6797.5公里，其中地铁5481.9公里，仍为主流。我国城轨在建线路规模稳步增长，年度完成建设投资额创历史新高。

图2 截至2020年末中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

（3）行业运营

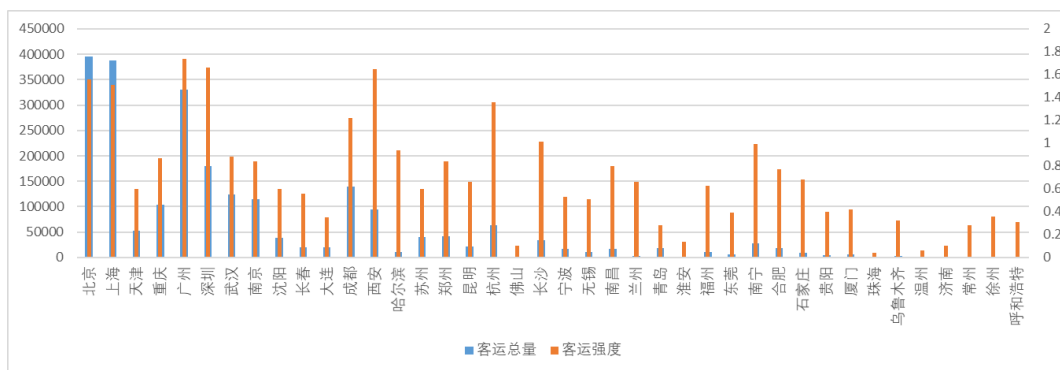
随着新建线路投入运营，全国各城市客运量不断增长，客运强度总体水平呈逐年下降趋势，但各城市之间客运强度变化有所差异。

随着新建线路投入运营，据不完全统计，2020年全国累计完成客运量175.9亿人次，同比下降25.8%；日均5131.7万人次，同比减少1505.4万人次；总进站量为109.5亿人次，同比下降26.8%；总客运周转量为1486.4亿人公里，

同比下降25.8%，北京、上海、广州、深圳、成都5市位居前列。

2020年，全国城轨交通平均客运强度为0.45万人次/公里日，同比所有下降。但各城市之间客运强度变化有所差异，北京、成都、沈阳等城市客运强度同比稳中有降，上海、天津、重庆等城市客运强度同比依然增长。2020年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、上海、西安、和北京。

图3 2020年中国各城市轨道交通客运量和客运强度（单位：万人次、万人次/公里日）



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

2020年，全国城轨交通平均运营成本和收入同比均有所增长，但入不敷出依然是行业普遍状况，行业运营对政府补贴依赖高。

据不完全统计（该部分计入35个城市数，不含部分市域快轨和有轨电车数据和数据填报不完整城市），2020年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本24.6元，同比增长1.2元。平均单位人公里运营成本0.74元，同比增长0.05元。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，车公里运营收入和人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、贵阳、徐州、温州、北京、厦门6市；平均单位票款收

入0.26元/人公里，同比减少0.02元。

2020年，全国平均运营收支比为65%。整体看，城轨交通运营入不敷出依然是普遍状况，对政府补贴依赖高。

（4）行业政策

因城市轨道交通行业特殊性，国家和地方政府已出台一系列政策，保障行业健康快速发展。

城市轨道交通行业特点是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大。国家和地方政府已出台一系列政策，保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表2 近期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	《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）	国务院	2018.07
2	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
3	《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09
4	《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03

资料来源：联合资信整理

据国务院办公厅2018年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》，申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在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。上述政策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小时3万人次以上、1万人次以上。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，上述规定有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2020年3月，中国城市轨道交通协会发布了《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》（以下简称“《纲要》”），从行业层面对智慧城轨建设的发展战略、建设目标、重点任务、实施路径、体制机制和保障措施等进行了统筹规划、顶层设计。旨在以此作为城轨交通行业今后一个时期（2020—2035年）制订智慧城轨发展的技术政策、技术规范、发展规划和实施计划的指导性文件。

（5）未来发展

随着科技革命和产业变革，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，逐步发展智慧型地铁，同时政府对行业的资金安排也给新基建的城轨交通发展带来了新的机遇。

“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，但经济发达地区的城市轨道交通建设投资增速和规模仍较大。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动

下，我国城市轨道交通行业信息化建设步入快速发展阶段，《纲要》的发布，给未来城市轨道交通强国的建设提供了更加明确的目标和方向。“十四五”已经到来，部分经济发达城市地铁在加快新线建设的同时，也将率先全力打造智慧型地铁。

2. 区域经济环境

成都市经济持续发展，固定资产投资保持增长，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。

2018—2020 年，成都市地区生产总值持续增长。2020 年，成都市实现地区生产总值（GDP）17716.7 亿元，按可比价格计算，较上年增长 4.0%。其中，第一产业增加值 655.2 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 5418.5 亿元，增长 4.8%；第三产业增加值 11643.0 亿元，增长 3.6%。三次产业结构为 3.7：30.6：65.7。2020 年，成都市固定资产投资同口径比上年增长 9.9%。分产业看，第一产业投资增长 3.4%，第二产业投资增长 2.7%，第三产业投资增长 12.6%。重点区域投资活跃，东进区域、天府新区成都片区投资分别增长 15.0%、8.4%。

2018—2020 年，成都市一般公共预算收入分别为 1424.2 亿元、1483.0 亿元和 1520.4 亿元；一般公共预算支出分别为 1837.52 亿元、2006.8 亿元和 2158.0 亿元。同期，成都市政府性基金收入分别为 1399.78 亿元、1548.1 亿元和 1891.4 亿元。

2021 年前三季度，成都市全市实现地区生产总值 14438.75 亿元，同比增长 10.0%。分产

业看，第一产业增加值 497.97 亿元，同比增长 6.1%；第二产业增加值 4516.66 亿元，同比增长 10.4%；第三产业增加值 9424.12 亿元，同比增长 10.0%。2021 年前三季度，成都市全市规模以上工业增加值同比增长 12.3%；全市固定资产投资同比增长 11.4%。

2021 年前三季度，成都市完成一般公共预算收入 1278.9 亿元，同比增长 17.6%，其中完成税收收入 961.8 亿元，增长 19.1%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 11 月 4 日，公司注册资本及实收资本均为 67.00 亿元，其中成都市国资委持股 87.22%、国开基金持股 12.78%，成都市国资委为公司实际控制人。

2. 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区域专营优势突出。

公司是成都市轨道交通建设、运营管理以及地铁沿线资源开发的实施主体，区域专营优势突出。截至 2021 年 9 月末，公司设二级子公司 13 家，包括成都轨道资源经营管理有限公司（以下简称“资源公司”）、成都轨道城市投资集团有限公司（以下简称“城投公司”）和成都地铁传媒有限公司（以下简称“传媒公司”）等。2018—2020 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 33.32%，营业收入年均复合增长 77.86%。

表 3 2020 年全国主要轨道交通企业财务数据（单位：亿元）

平台名称	总资产	所有者权益	营业收入	全部债务	全部债务资本化比率（%）
天津轨道交通集团有限公司	3341.24	1524.72	18.58	1580.31	50.90
成都轨道交通集团有限公司	3355.26	1061.60	99.61	1641.47	60.73
青岛地铁集团有限公司	2008.48	730.36	23.16	1069.60	59.42
长沙市轨道交通集团有限公司	1612.07	670.19	37.56	785.86	53.97
苏州市轨道交通集团有限公司	1290.37	461.56	69.93	667.40	59.12

资料来源：Wind

3. 人员素质

公司高管人员从业和经营管理经验丰富，公司员工学历和年龄结构能够满足公司经营需要。

截至 2021 年 9 月 22 日，公司拥有高级管理人员 8 名。

胡庆汉先生，硕士研究生学历；历任四川省住房和城乡建设厅办公室副主任，成都市城乡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，成都市第十二届市委委员；自 2016 年 4 月 19 日起任公司董事长，自 2017 年 7 月 3 日起任公司党委书记。

刘毅先生，大学本科学历；历任成都市武侯区发展计划局副局长、党组成员，成都市武侯区发展和改革局副局长、党组成员，局长、党工委书记，成都市金牛区政府常委、副区长，常委、政法委书记，成都市成华区常委、副区长、党组副书记，成都市武侯区委副书记；自 2021 年 7 月 29 日起任公司总经理、公司党委副书记，自 2021 年 8 月 11 日起任公司副董事长。

截至 2021 年 9 月末，公司在职人员共有 23720 人，其中高中及以下学历员工 118 人、中专学历员工 1356 人、大专学历员工 12795 人、本科及以上学历员工 9451 人；年龄在 30 岁及以下的员工 18630 人，31~50 岁之间的员工 4940 人，50 岁以上的员工 150 人。

4. 外部支持

成都市政府在专项资金支持、票款补贴等方面给予公司支持力度大。

为保障成都市轨道交通建设及运营，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，专项用于城市轨道交通项目以及国铁干线和国铁公文化改造项目建设、运营

及维护等。截至 2021 年 6 月末，公司地铁线路建设共收到资本金 864.49 亿元。

2010—2018 年主要通过运营收入弥补日常运营成本。针对不足部分，成都市给予地铁运营补贴。2018 年公司收到的地铁运营补贴为 1.36 亿元。自 2019 年起，成都市政府对乘坐成都市城市轨道交通工具的乘客进行综合票款补贴，补贴额度为通过成本规制核定的运营成本与乘客实际支付票价之间的差额。2019 年未收到补贴资金；2020 年及 2021 年前三季度，公司收到的地铁运营补贴分别为 10.00 亿元和 31.00 亿元。

5. 企业信用记录

根据《企业信用记录》（统一社会信用代码：91510100765393408U），截至 2021 年 12 月 16 日公司本部无未结清和已结清的不良/关注类信贷信息记录。

截至 2021 年 12 月 22 日，联合资信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

公司建立了较为健全的法人治理结构。

公司设股东会，由全体股东组成，是公司的最高权力机构。公司设董事会，董事会由 7~9 名董事组成（截至 2021 年 9 月末实际董事会人数 7 人），其中董事长 1 名，职工董事 1 名。董事会成员中的非职工董事由成都市国资委任命、更换，专职外部董事由履行出资人职责的机构派选、聘任并由专门机构进行管理。董事会成员中的职工董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生；但选举前应征得成都市国资委同意。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（截至 2021 年 9 月末监事会实际到位监事 4 名，其中非职工代表出任的监事 3 名，职工代表出任的监事 1 名）。监事会成员中非职工代表出任的监事由成都市国资委任命和更换，监事会成员中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会设监事会主席 1 名，由成都市国资委任命。监事会主席和监事的任期每届为三年，可以连任。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司设总经理 1 名，由董事长根据相关规定提名，经董事会讨论通过，由董事会聘任或者解聘。公司设副总经理和三总师（总工程师、总经济师、总会计师），职数按成都市国资委相关管理规定执行，以上人员均由董事会依据相关规定聘任或者解聘。总经理每届任期 3 年，可以连聘连任。总经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司部门设置合理、职责明确，内部管理制度健全，能够保障公司的日常运行。

公司董事会设董事会办公室和审计部（监事会管理办公室），党委设党群宣传部、组织人事部，纪委设纪检监察部，经理层设财务部、投资发展部和质量安全部等职能部门。公司根据经营管理特点，建立了一整套健全的管理制度。

（1）财务管理

公司财务管理主要涉及资金管理、预算管理、财务分析管理、会计核算与财务决算和资产管理。公司制定了《财务管理制度》《会计工作管理办法》《成本费用管理办法（试行）》《固定资产折旧及无形资产摊销办法（试行）》《建设项目竣工财务决算报告编制管理办法》《轨道交通运营线路更新改造、大中修管理办

法（试行）》等财务制度。

财务部作为财务管理的综合职能部门，按照公司财务管理的总体要求开展各项财务管理工作，统一协调、部署和管理涉及公司全局性的财务工作，并对下属子公司的财务管理活动进行指导和监督。

（2）预算管理

为了加强预算管理，公司制定了《财务预算管理办法》等。预算管理主要包括预算管理原则、预算组织分工、预算管理体制和预算体系、预算编制、执行、控制与差异分析、预算执行评价等方面，提高了公司整体管理水平和经济效益，促进了国有资产的有效运营。

（3）投融资管理

公司针对对外投融资制定了《“三重一大”事项决策制度》《资金管理办法》《投资管理制度（试行）》等制度，公司重大决策、重大项目安排、大额资金运作事项的相关规定均在《“三重一大”事项决策制度》中有详细规定，该制度共分七章五十八条、一个附件，主要明确了公司“三重一大”事项决策范围、决策原则和方法，对决策机构的权责、决策程序、监督追责等作出了详细规定。

（4）对外担保

公司对外担保必须经过公司董事会批准后报请市国资委和政府其他有关部门批准后实施。公司对外担保事宜遵循《成都市市属国有企业投融资及借款和担保监督管理办法》（成府发〔2016〕28号），该办法适用于由成都市国资委履行出资人职责的国有独资企业、国有独资公司和国有控股企业。

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。伴随地铁通车里程、地铁票价上调以及新增 PPP 相关项目收入的增加，公司营业收入持续快速增长，但由于地铁运营单位成本高，2019 - 2020 年公司综合毛利率持续

为负。2021年1-9月，由于未实现PPP项目委托管理收入，公司收入较上年同期有所下降。

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、商铺租赁、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。公司营业收入主要来自地铁运营收入。

2018—2020年，公司营业收入持续快速增长，年均复合增长77.86%，2020年，公司营业收入较上年大幅增长145.40%，主要系当期新增PPP委托项目车辆、信号、AFC系统合同收入和新增PPP项目新线筹备管理服务业务收入所致。2020年，公司PPP委托项目车辆、信号、AFC系统合同收入54.61亿元，计入“其他收入”，但公司已根据相关合同完成大部分收入确认，后续年度该项业务收入结清后将不再持续发生。此外，地铁运营收入保持波动增长，2020年受新冠疫情影响收入较上年有所下降；资源开发收入波动增加。

2018—2020年，公司综合毛利率不高，分别为5.80%，-65.63%，-52.92%。2019年公司毛利率大幅下降，主要系公司按照成本规制办法，对于已开通运营地铁线路资产于2019年计提折旧所致。

2021年1-9月，公司实现营业收入44.99亿元，较上年同期下降27.11%，主要系本期未实现PPP项目委托管理收入所致，PPP项目包括成都轨道交通9号线一期工程PPP项目、成都轨道交通17号线一期工程PPP项目和成都轨道交通18号线一二期工程PPP项目，上述三条线路已于2020年末投入运营，并在2020年度确认项目委托管理收入，故本期未实现该项收入；当期，公司综合毛利率为9.95%，其中地铁运营毛利率由上年的-237.17%提升为-11.83%，主要系当期公司营业成本已抵减由票款补贴弥补的部分日常运营成本及折旧成本，导致运营毛利率提高。

表4 公司各业务板块收入构成及毛利率构成情况（单位：亿元）

项 目		2018 年			2019 年			2020 年		
		收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
地铁运营收入		25.53	81.07	-10.72	31.52	77.65	-102.51	25.73	25.82	-237.17
资源开发收入	资源许可权	0.45	1.44	100.00	0.83	2.04	89.46	0.99	1.00	96.92
	广告刊播	0.29	0.91	63.84	0.43	1.07	66.96	0.44	0.44	22.62
	广告资源	3.13	9.95	98.17	2.41	5.93	93.48	2.68	2.69	69.21
	租赁	0.23	0.72	87.21	0.12	0.29	92.82	0.11	0.11	50.08
	物业管理	0.12	0.39	-230.62	0.11	0.28	-97.15	0.12	0.12	1.09
其他主营收入	经营管理服务	0.07	0.21	100.00	1.54	3.79	28.03	5.94	5.96	23.42
	特种门销售	0.72	2.28	31.65	0.71	1.74	18.02	0.79	0.79	17.20
	材料销售	--	--	--	0.42	1.03	11.02	4.65	4.67	9.25
	其他	0.10	0.30	26.97	0.18	0.45	70.81	0.27	0.27	56.81
其他业务收入		0.86	2.73	72.06	2.33	5.73	71.39	57.91	58.14	5.56
总计		31.49	100.00	5.80	40.59	100.00	-65.63	99.61	100.00	-52.92

注：“其他业务”主要系建设管理业务、PPP工程、资源接口、PIS系统资源、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

公司作为成都市地铁投资建设、运营以及地铁沿线资源开发主体，业务专营优势突出。近年来，公司运营线路有所增加，但受新

冠疫情影响，公司2020年度客运量及地铁运营收入均有所下滑。2021年1-9月，随着新冠疫情逐步得到控制，且557.84公里地铁线网全部投入运营，地铁运营收入较上年同期大幅增长。

① 地铁运营

截至 2021 年 9 月末，公司投入运营的地铁工程项目 23 个，已形成“米+环+放射”状网络，网络运营里程已达到 557.84 公里（含公司参股的三个 PPP 项目，表中里程合计数

为保留两位小数四舍五入产生尾差所致），较上年期末里程增长 63.33%，主要系地铁 18 号线一期、二期，6 号线一、二期，9 号线一期，10 号线二期、17 号线一期等开通所致。

表 5 截至 2021 年 9 月末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	运营里程	起终点	车站数	开通时间
地铁 1 号线一期工程	73.58	18.52	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	5.41	世纪城站—广都站	5	2015 年 7 月
地铁 2 号线一期工程	92.62	22.38	茶店子客运站—成都行政学院站	20	2012 年 9 月
地铁 2 号线西延线工程	31.25	8.77	犀浦站—茶店子客运站	6	2013 年 6 月
地铁 2 号线东延线工程	28.79	11.12	成都行政学院站—龙泉驿站	6	2014 年 10 月
地铁 4 号线一期工程	125.30	22.00	非遗博览园站—万年场站	16	2016 年 1 月
地铁 3 号线一期工程	114.83	20.36	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	21.48	东延线：万年场—西河 西延线：万盛—非遗博览园	14	2017 年 6 月
地铁 10 号线一期工程	55.24	10.94	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	38.63	7 号线地下环线（崔家店—崔家店）	31	2017 年 12 月
地铁 1 号线三期首期工程	70.68	10.95	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	6.12	武汉路站—科学城站	5	2018 年 3 月
地铁 3 号线二三期	169.01	29.54	南端：双流西站—太平园、北端：军区总医院—成都医学院	20	2018 年 12 月
地铁 5 号线一、二期	384.73	49.01	华桂路站—回龙站	41	2019 年 12 月
地铁 10 号线二期	145.38	27.04	双流机场 2 航站楼站—新平站	10	2019 年 12 月
有轨电车蓉 2 号线	57.45	39.30	主线：成都西站—郫县西站 支线：新业路站—仁和站	35	首开段：2018 年 12 月 非首开段 2019 年 12 月
地铁 18 号线一期	210.79	41.20	火车南站—天府新站（天府新站暂未开放，含 18 号线三站一区间的孵化园站）	8	首开段 2020 年 9 月，非首开段 2020 年 12 月
地铁 18 号线二期	51.84	28.79	三岔站—天府机场北（含 18 号线三站一区间的福田站、天府机场北站及一区间（天府机场 1 号 2 号航站楼至天府机场北））	5	首开段 2020 年 9 月，非首开段 2020 年 12 月
6 号线一、二期	385.49	46.80	望丛祠站—观东站	38	2020 年 12 月
8 号线一期	233.35	29.10	莲花站—十里店站	25	2020 年 12 月
9 号线一期	191.63	22.18	金融城东站—黄田坝站	13	2020 年 12 月
6 号线三期（原为 11 号线一期）	175.79	22.08	新通大道站—兰家沟站	18	2020 年 12 月
17 号线一期	166.03	26.15	机投桥站—金星站	9	2020 年 12 月
合计	3190.68	557.84	--	373	--

注：上述项目中 1 号线一期、2 号线一期、2 号线东延线、2 号线西延线总投资均采用竣工决算金额，其余项目总投资按可研批复总投资整理；9 号线一期、17 号线一期、18 号线一二期为 PPP 合作项目；合计数差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供

随着通车线路的增加及新冠疫情共同影响，2018—2020 年，公司地铁运营客运量波动

增长。随着通车线路的增加，公司地铁运营里程逐年增加，列车正点率均超 99.90%，运行图

兑现率均为 100%。

表 6 公司地铁线路运营情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-9 月
运营里程（万列公里）	2865.15	3398.85	4513.89	4352.06
车站数（座）	183	257	341	341
年度客运量（亿人次）	11.58	14.00	12.08	12.63
日均客运量（万人次）	317.14	383.59	330.05	462.71
票务收入（亿元）	28.14	34.44	28.03	28.62
正点率（%）	99.99	99.99	100.00	100.00
运行图兑现率（%）	100.00	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；上表数据含有轨电车蓉 2 号线，不含 PPP 项目数据
资料来源：公司提供

截至 2021 年 9 月末，公司自营线路地铁车型分为 A、B 两种车型，其中 B 型车车宽

2.8m、8 门/辆，A 型车车宽 3.0m、10 门/辆，最大运营速度 80km/h（10 号线为 100km/h），1、2、3、4、7、8、10 号线采用 6 辆车编组，5、6 号线采用 8 辆车编组。

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。成都市交通运输委员会于 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 7 公司地铁线路运营成本构成（单位：亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1-9 月	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
人工成本	15.53	54.96	19.23	30.13	23.70	27.33	15.43	52.55
电费成本	4.41	15.61	4.87	7.63	6.18	7.12	4.34	14.78
维修成本	2.51	8.87	3.76	5.89	6.40	7.38	2.35	8.00
其他	5.81	20.56	35.97	56.35	50.45	58.16	7.24	24.66
合计	28.26	100.00	63.83	100.00	86.74	100.00	29.36	100

注：不含 PPP 运营板块；根据会计准则，2021 年 1-9 月的运营成本已抵减由票款补贴弥补的部分日常运营成本及折旧成本
资料来源：公司提供

公司地铁运营成本主要由人工成本和其他成本（主要为折旧成本和疫情防控成本）构成，2020 年占比分别为 27.33%和 58.16%。随着开通线路的增加，公司各项地铁运营成本逐年增加。2020 年，公司按照对已开通运营地铁线路的日常运营成本、折旧摊销、财务费用等其他运营成本与乘客实际支付票价之间的差额向成都市交通运输委员会申请票款补贴资金，当期收到票款补贴 10.00 亿元，2021 年前三季度收到票款补贴 31.00 亿元。

2021 年前三季度，公司地铁运营收入 26.25 亿元，较上年同期增长 46.28%，主要系上年同期受到新冠疫情冲击较大，同时通车里程较上年同期有所增加所致。

② 地铁建设

地铁项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点。截至 2021 年 9 月末，公司在建轨道交通项目 9 个，总投资 1693.97 亿元，已完成投资 435.07 亿元，已到位资本金 181.29 亿元，尚需投资 1258.90 亿元，存在较大的资金支出压力。

表 8 截至 2021 年 9 月末公司在建轨道交通投资情况（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
1	10 号线三期	5.87	62.35	资本金 40%，贷款 60%	5.5	13.50
2	13 号线一期	29.07	282.40	资本金 40%，贷款 60%	30.02	75.04
3	17 号线二期	24.76	227.84	资本金 40%，贷款 60%	21.50	51.40
4	18 号线三期	13.55	168.43	资本金 40%，贷款 60%	16.48	40.96
5	19 号线二期	42.87	355.18	资本金 40%，贷款 60%	64.10	157.27
6	8 号线二期	7.81	85.31	资本金 40%，贷款 60%	9.58	19.24
7	27 号线一期	24.86	167.62	资本金 40%，贷款 60%	13.63	29.37
8	30 号线一期	26.28	211.00	资本金 40%，贷款 60%	12.98	30.29
9	资阳线	38.70	133.84	资本金 40%，贷款 60%	7.50	17.99
合计		213.77	1693.97	--	181.29	435.07

注：合计数差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供

（2）地铁沿线资源开发

公司资源开发收入波动增长。

公司资源开发收入主要包括资源许可收入、租赁收入、广告刊播、广告资源、物业管理业务收入。2018—2020 年，公司资源开发业务分别实现收入 4.22 亿元、3.90 亿元和 4.33 亿元。

公司资源许可权业务主要由全资子公司资源公司负责。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和自助设备资源，公司向其收取空间使用费，形成资源许可权业务收入。2018 年，公司资源许可权业务收入规模较小，2019—2020 年，公司资源许可权收入为 0.83 亿元和 0.99 亿元，主要系新开通地铁线路所致。

公司广告刊播业务经营主体为传媒公司，主要负责媒体广告经营，具体广告媒体形式包括《新城快报》和地铁 PIS 广告系统（地铁电视频道）。2018—2020 年，公司广告刊播业务收入较为稳定，分别实现 0.29 亿元、0.43 亿元和 0.44 亿元。

公司广告资源业务主要由资源公司负责，是指规划在地铁站厅、通道、站台区域的车站灯箱类广告资源业务。2018—2020 年，公司分别实现广告资源收入 3.13 亿元、2.41 亿元和 2.68 亿元。2021 年 1—9 月，公司实现广告

资源通信业务收入（公司将资源使用权、广告刊播收入合并统计）3.13 亿元。

公司租赁业务主要由资源公司负责，主要是站厅商铺租赁业务。2018—2020 年，公司分别实现租赁收入 0.23 亿元、0.12 亿元和 0.11 亿元。2021 年 1—9 月，公司实现租赁业务收入 0.09 亿元。

公司物业管理业务主要由资源公司负责，主要负责对成都轨道 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。2018—2020 年，公司分别实现物业管理收入 0.12 亿元、0.11 亿元和 0.12 亿元。2021 年 1—9 月，公司实现物业管理收入 0.20 亿元。

（3）其他

公司其他业务收入主要依托地铁线路资源展开，部分收入不具可持续性，但对公司收入形成补充。

公司针对 9 号线一期工程 PPP 项目、17 号线一期工程 PPP 项目、18 号线一二期工程 PPP 项目，分别与成都中铁惠川城市轨道交通有限公司、中交成都轨道交通投资建设有限公司和成都中电建瑞川轨道交通有限公司签订了《委托项目管理合同》（以下简称“《合同》”）。其中约定由公司负责以上轨道线路的部分项目管理工作，范围不限于立项、可研

等工作、永久用地拆除、综合监控及通信系统集成、设备采购及相关服务招标，车辆、信号、AFC 等重要设备系统的招标管理和建设管理工作等。以上协议约定了合同价款中包含建设单位管理费、车辆购置费及信号、AFC 系统工程费，信号、AFC 系统施工监理费，招标代理服务费，造价咨询费。2020 年，公司新增 PPP 委托项目车辆、信号、AFC 系统合同收入 54.61 亿元，毛利率 3.77%。截至 2021 年 9 月末，公司无其他已签订且尚未执行的《合同》，公司 PPP 项目委托管理收入不具有可持续性。此外，公司 PPP 项目新线筹备管理服务业务收入 4.93 亿元（计入“其他主营业务

板块中的经营管理服务收入”中），毛利率 34.48%，该部分业务亦不具有可持续性。

3. 未来发展

公司未来经营工作主要围绕壮大主业规模，推进成都市轨道交通建设，继续推进 TOD 综合开发，推动产业化发展以及提升现代化治理能力等方面展开。TOD 项目方面，截至 2021 年 9 月末，公司在建 TOD 项目总投资 601.54 亿元，已投资 327.04 亿元，涉及物业类型主要为住宅、商业及公建配套，尚需投资 274.50 亿元，存在较大的资本支出压力。

表 9 截至 2021 年 9 月末在建 TOD 项目情况（单位：亩、万平方米、亿元）

项目	用地面积	建筑面积	总投资	已完成投资	建设期	主要用途	预售时间	尚需投资
崔家店停车场上盖综合开发利用项目	122.00	27.00	18.60	7.91	2019.12—2025.12	住宅及商业	2021 年 12 月	10.69
陆肖站 TOD 综合开发项目	523.00	114.00	119.20	71.73	2019.03—2026.12	住宅、商业和公建配套	2020 年 12 月	47.47
梓潼宫 TOD 项目	142.00	20.00	42.14	28.05	2019.08—2026.12	住宅和公建配套	2020 年 12 月	14.09
双凤桥站 TOD 综合开发项目	206.00	42.00	57.00	42.77	2019.12—2026.12	住宅及商业	2021 年 1 月	14.23
幸福桥站 TOD 综合开发项目	178.00	24.00	73.00	33.68	2019.12—2026.12	住宅和公建配套	2021 年 7 月	39.32
龙潭寺东站 TOD 综合开发项目	169.00	33.00	58.00	44.13	2019.12—2026.12	住宅、商业和公建配套	2021 年 7 月	13.87
二江寺站 TOD 综合开发项目	42.00	8.80	9.70	5.76	2020.12—2024.12	住宅及商业	2021 年 7 月	3.94
马厂坝站 TOD 综合开发项目	234.00	40.00	49.00	39.56	2019.12—2026.12	住宅及商业	2021 年 11 月	9.44
三岔站 TOD 综合开发项目	240.00	49.00	35.00	15.24	2019.12—2026.12	住宅及商业	2021 年 11 月	19.76
四川师大站 TOD 综合开发项目	205.00	33.00	59.00	13.79	2021.08—2026.12	住宅及商业	2022 年 12 月	45.21
钟家湾站 TOD 综合开发项目	92.00	13.50	18.90	13.22	2021.08—2025.12	住宅	2022 年 6 月	5.68
双流西站 TOD 综合开发项目	95.00	17.90	62.00	11.20	2019.12—2026.12	住宅及商业	2021 年 11 月	50.80
合计	2248.00	422.20	601.54	327.04	--	--	--	274.50

注：合计数差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年合并财务报告，均经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。公司 2021 年三季度财务报表未经审计。

2018 年，公司新设 4 家子公司；2019 年，公司合并范围划出 1 家子公司，新增投资设立子公司 19 家；2020 年，公司合并范围股权转让 2 家子公司，分别为成都天府新区广都

轨道城市发展有限公司（以下简称“天府新区轨发”）和成都龙泉驿区行政南轨道城市发展有限公司（以下简称“龙泉驿轨发”），新增投资设立子公司 18 家。2021 年 1—9 月，公司合并范围内子公司减少 5 家。截至 2021 年 9 月末，纳入公司合并报表范围的二级子公司共 13 家。整体看，合并范围内变动的子公司规模不大，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司其他应收款规模大且快速增长，对公司资金形成一定占用；非流动资产以轨道交通建设形成的固定资产和在建工程为主，整体资产质量一般。

2018—2020 年末，公司资产总额快速增长，年均复合增长 33.32%。截至 2020 年末，公司资产总额较上年末增长 22.39%。公司资产以非流动资产为主。

表 10 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
货币资金	168.01	8.90	268.41	9.79	197.97	5.90	250.79	6.54
其他应收款	167.52	8.87	285.41	10.41	360.63	10.75	416.20	10.85
预付款项	31.47	1.67	22.31	0.81	78.78	2.35	60.90	1.59
存货	2.10	0.11	117.99	4.30	238.43	7.11	317.85	8.29
流动资产	420.11	22.26	775.33	28.28	959.09	28.58	1121.76	29.25
固定资产	986.97	52.29	1472.19	53.70	2082.65	62.07	2242.23	58.46
在建工程	438.02	23.20	424.31	15.48	196.39	5.85	309.19	8.06
非流动资产	1467.51	77.74	1966.23	71.72	2396.17	71.42	2713.83	70.75
资产总额	1887.62	100.00	2741.56	100.00	3355.26	100.00	3835.59	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2018—2020 年末，公司流动资产快速增长，年均复合增长 51.09%，主要来自于其他应收款及存货的增加。

2018—2020 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 8.55%。截至 2020 年末，公司货币资金较上年末下降 26.24%，主要为银行存款，占比 99.40%，受限货币资金 0.54 亿元，为保函保证金。

2018—2020 年末，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 46.72%。截至 2020 年末，公司其他应收款较上年末增长 26.35%，主要为应收轨道交通专项资金 324.47 亿元（占其他应收款余额的比例为 89.99%）。

2018—2020 年末，公司存货快速增长，年均复合增长 966.50%。截至 2020 年末，公司存货较上年末大幅增长 102.08%，主要系随着

TOD 项目开发建设，开发成本增长所致。

2018—2020 年末，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 27.78%。截至 2020 年末，公司非流动资产较上年末增长 21.87%，主要来自固定资产的增长。

2018—2020 年末，公司可供出售金融资产逐年增加，年均复合增长 3.87%。截至 2020 年末为 25.10 亿元，主要为按成本计量的对成都市域铁路有限责任公司（以下简称“市域铁路”）的股权投资（暂无收益）。

2018—2020 年末，公司固定资产快速增长，年均复合增长 45.26%。截至 2020 年末，公司固定资产较上年末增长 41.47%，系完工项目转入固定资产所致。

2018—2020 年末，公司在建工程逐年下降，年均复合下降 33.04%。截至 2020 年末，较上

年末下降 53.72%，主要系地铁建设项目完工转固所致。

截至 2021 年 9 月末，公司资产总额较上年末增长 14.32%，主要表现为存货和在建工程的增加。其中存货较上年末增长 33.31%，主要系公司对 TOD 项目投入增加所致；在建工程较上年末大幅增长 57.43%，主要系对地铁线路建设投入增加所致。

截至 2021 年 9 月末，公司用于借款抵押的存货 60.85 亿元、受限保函保证金 0.14 亿元。此外，公司通过地铁线路资产及未来收益权、

应收账款进行质押的贷款余额 1369.84 亿元。

3. 资本结构

公司所有者权益规模增长较快，资本公积和实收资本占比较高，稳定性较强。

2018—2020 年末，公司所有者权益快速增长，其中以实收资本、资本公积和其他权益工具为主，年均复合增长 25.77%。截至 2020 年末，公司所有者权益较上年末增长 25.15%，主要来自于资本公积及其他权益工具的增加。

表 11 公司负债和所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
应付账款	171.35	14.09	396.32	20.93	491.87	21.44	640.86	24.63
其他应付款	35.89	2.95	53.99	2.85	49.82	2.17	41.65	1.60
流动负债	254.15	20.89	502.72	26.55	633.16	27.60	805.41	30.95
长期借款	833.07	68.48	1130.67	59.72	1358.44	59.23	1485.28	57.07
应付债券	30.31	2.49	56.25	2.97	71.58	3.12	80.20	3.08
长期应付款	63.43	5.21	110.10	5.82	134.78	5.88	190.04	7.30
专项应付款	35.51	2.92	59.83	3.16	38.56	1.68	29.07	1.12
非流动负债	962.37	79.11	1390.60	73.45	1660.51	72.40	1796.98	69.05
负债总额	1216.52	100.00	1893.32	100.00	2293.66	100.00	2602.39	100.00
实收资本	67.00	9.98	67.00	7.90	67.00	6.31	67.00	5.43
资本公积	527.03	78.53	661.70	78.01	823.64	77.58	910.47	73.83
其他权益工具	74.66	11.13	114.51	13.50	149.42	14.07	224.37	18.19
所有者权益合计	671.10	100.00	848.24	100.00	1061.60	100.00	1233.19	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2018—2020 年末，公司实收资本均为 67.00 亿元。

2018—2020 年末，公司资本公积快速增长，年均复合增长 25.01%。截至 2020 年末，资本公积较上年末增长 24.47%，主要系收到轨道交通专项资金所致。

2018—2020 年末，公司其他权益工具逐年增长，年均复合增长 41.47%。截至 2020 年末，公司其他权益工具较上年末增长 30.49%，主要系公司新发行永续期企业债和含权中票所致。

截至 2021 年 9 月末，公司所有者权益较上年末增长 16.16%，主要表现为其他权益工具及资本公积的增加。其中资本公积较上年末增长 10.54%，主要系收到轨道交通专项资金所致；其他权益工具较上年末增长 50.16%，主要为公司新发行永续期企业债和含权中票所致。

公司债务规模快速增长，债务负担较重，但债务结构良好，集中偿债压力不大。

2018—2020 年末，公司负债逐年增长，年均复合增长 37.31%。截至 2020 年末，公司负债总额较上年末增长 21.14%。公司负债结构以

非流动负债为主。

2018—2020 年末，公司流动负债快速增长，年均复合增长 57.84%。截至 2020 年末，公司流动负债较上年末增长 25.95%，主要系应付账款增长所致，其中以应付账款和其他应付款为主。

随着地铁项目建设的大力推进，2018—2020 年末，公司应付账款快速增长，年均复合增长 69.43%。截至 2020 年末，公司应付账款较上年末增长 24.11%，主要系应付工程款增加所致。

2018—2020 年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 17.81%。截至 2020 年末，公司其他应付款较上年末下降 7.72%，主要系将项目专项债券资金从其他应付款调入长期应付款所致。从款项性质看，公司其他应付款主要由往来款、轨道专项资金及各类保证金构成。

2018—2020 年末，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 31.36%。截至 2020 年末，公司非流动负债较上年末增长 19.41%，主要系长期借款大幅增加所致。

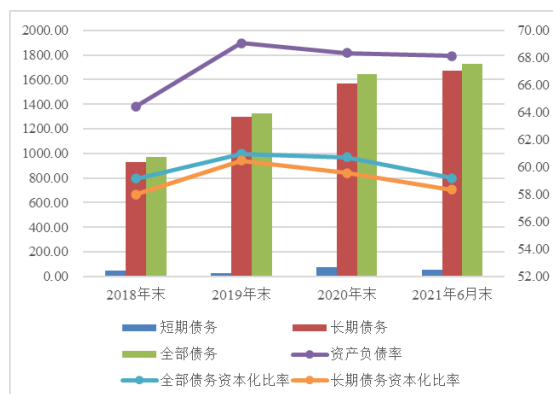
2018—2020 年末，公司长期借款快速增长，年均复合增长 27.70%。截至 2020 年末，公司长期借款较上年末增长 20.14%，主要由质押借款和信用借款构成。公司以地铁票款收费权及其项下收益权进行质押。

2018—2020 年末，公司应付债券快速增长，年均复合增长 53.68%。截至 2020 年末，公司应付债券较上年末增长 27.25%，主要系公司新发行两笔绿色中票所致。

2018—2020 年末，公司长期应付款逐年增长，年均复合增长 45.76%。截至 2020 年末，长期应付款较上年末增长 22.41%，系融资租赁款增长，同时收到政府专项债券资金增加所致。公司长期应付款中付息项已纳入有息债务核算。

图 4 公司债务及债务指标情况

(单位：亿元、%)



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

有息债务方面，2018—2020 年末，公司全部债务快速增长，年均复合增长 29.94%。截至 2020 年末，公司全部债务较上年末增长 23.84%，主要系长期债务增长所致，公司债务以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 年末，随着权益规模增加，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较上年末均有所下降。

截至 2021 年 9 月末，公司负债较上年末增长 13.46%，主要系应付账款、长期借款和长期应付款增长所致；公司全部债务 1776.02 亿元，较上年末增长 8.20%，仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年 9 月末，随着权益规模进一步扩大，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较上年末均有所下降。若将永续债调入长期债务，截至 2021 年 9 月末，公司全部债务增至 2000.39 亿元。债务结构方面，短期债务 49.56 亿元（占 2.48%），长期债务 1950.83 亿元（占 97.52%），公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.48% 和 65.91%，较调整前分别上升 7.46 个百分点和 7.58 个百分点。公司债务负担较重。

从期限结构看，截至 2021 年 9 月末，公司 2021 年 10—12 月、2022 年、2023 年到期债务分别为 17.57 亿元、69.46 亿元、110.78 亿元，其余为 2024 年及以后到期，公司集中偿

债压力不大。

4. 盈利能力

伴随地铁通车里程、地铁票价上调以及新增 PPP 相关项目收入的增加，公司营业收入持续快速增长；2020 年，由于出售子公司股权，投资收益大幅增加。由于地铁运营的公益性特点，公司利润总额对票款补贴依赖很大，盈利能力尚可。

2018—2020 年，伴随地铁通车里程、地铁票价上调以及新增 PPP 相关项目收入的增加，公司营业收入快速增长，年均复合增长 77.86%。同期，公司营业成本快速增长，年均复合增长 126.61%。2018—2020 年，公司营业利润率波动幅度较大，分别为 4.52%、-66.61% 和 -53.38%。

表 12 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
营业收入	31.49	40.59	99.61	44.99
费用总额	1.64	36.00	45.95	48.00
其中：财务费用	-0.12	33.22	43.27	46.19
投资收益	0.08	0.16	28.61	15.39
其他收益	1.00	63.68	91.44	44.86
利润总额	0.70	0.79	20.99	13.46
营业利润率（%）	4.52	-66.61	-53.38	2.47
总资本收益率（%）	0.03	1.63	2.22	--
净资产收益率（%）	0.07	0.03	1.39	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2018—2020 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 428.73%。2020 年，公司期间费用较上年增长 27.65%，主要系随着债务规模扩张，财务费用增长所致。2018—2020 年，公司期间费用占营业收入的比重波动提高，分别为 5.22%、88.68% 和 46.13%，公司费用控制能力较弱。

2018 年，公司收到运营补贴 1.36 亿元；2019 年开始，公司按照成本规制办法，对已开通运营地铁线路的日常运营成本、折旧摊

销、财务费用等其他运营成本与乘客实际支付票价之间的差额纳入票款补贴范围并通过计提其他收益科目核算。2019—2020 年，公司其他收益分别为 63.68 亿元和 91.44 亿元（其中运营票款补贴 91.09 亿元、稳岗补贴 0.14 亿元）。公司利润总额对补贴资金依赖很大。

2020 年，公司实现投资收益规模较大，为 28.61 亿元，较上年增加 28.45 亿元，为出让龙泉驿轨发 66.00% 股权以及出让天府新区轨发 66.00% 股权所得收益。2018—2020 年，公司利润总额分别为 0.70 亿元、0.79 亿元和 20.99 亿元。投资收益对利润总额影响较大。

从盈利指标看，2018—2020 年，公司总资本收益率逐年增长、净资产收益率波动增长，公司盈利能力尚可。

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 44.99 亿元，较上年同期下降 27.11%，系本期未实现 PPP 项目委托管理收入所致，PPP 项目包括成都轨道交通 9 号线一期工程 PPP 项目、成都轨道交通 17 号线一期工程 PPP 项目和成都轨道交通 18 号线一二期工程 PPP 项目，上述三条线路已于 2020 年末投入运营，并在 2020 年度确认项目委托管理收入，故本期未实现该项收入；公司投资收益 15.39 亿元，实现利润总额 13.46 亿元。

5. 现金流分析

伴随着地铁建设工作的推进和 TOD 项目的投入，公司经营活动和投资活动现金呈现大额净流出状态，公司对外融资需求大。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元）

科目名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入	52.83	100.20	133.62	157.40
经营活动现金流出	51.96	207.38	253.50	186.84
经营活动产生的现金流量净额	0.86	-107.18	-119.88	-29.44
投资活动现金流入	2.02	0.94	64.97	51.78
投资活动现金流出	295.40	330.70	439.89	193.15

投资活动产生的现金流量净额	-293.39	-329.77	-374.91	-141.37
筹资活动现金流入	387.70	789.49	1577.76	404.98
筹资活动现金流出	83.33	252.18	1153.29	180.94
筹资活动产生的现金流量净额	304.37	537.31	424.48	224.03
现金收入比(%)	101.50	101.72	70.97	252.15

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从经营活动看，2018—2020 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 31.96 亿元、41.29 亿元和 70.70 亿元，2020 年较上年增长 71.23%，主要系收到成都中铁惠川城市轨道交通有限公司、中交成都轨道交通投资建设有限公司和成都中电建瑞川轨道交通有限公司关于 9 号线一期、17 号线一期、18 号线一二期 PPP 项目委托管理合同款所致。现金收入比波动下降。2018—2020 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 15.14 亿元、93.92 亿元和 168.98 亿元，增长较快主要是对 TOD 项目的投入增加；支付其他与经营活动有关的现金分别为 118.18 亿元、88.40 亿元和 45.01 亿元，主要为 TOD 项目储备土地的竞买保证金等。2018—2020 年，公司经营活动现金流净额由净流入转为净流出状态，主要系由于 TOD 项目处于集中投资期导致。

从投资活动看，2018—2019 年，公司投资活动现金流入规模较小；2020 年，公司投资活动现金流入主要为当期出让子公司股权获现，同时收到其他与投资活动有关现金 42.92 亿元，主要为收到表外 TOD 项目公司归还的借款。2018—2020 年，公司投资活动现金流出主要为地铁建设项目资金投资支出产生的购建资产支付的现金。2018—2020 年，公司投资活动现金持续净流出。

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。2018—2020 年，公司筹资活动现金流入快速增长；随着公司债务到期，筹资活动现金流出亦快速增加。2018—2020 年，公司筹资活动现金始终表现为净流入。

入。

2021 年 1—9 月，公司经营活动现金净流量-29.44 亿元；公司投资活动现金净流量为-141.37 亿元，主要为地铁线路建设支出；公司筹资活动现金净流入 224.03 亿元，主要为取得借款收到的现金。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力强，长期偿债能力一般，并考虑到公司能获得大力的外部支持，公司整体偿债能力极强。

表 14 公司偿债能力指标情况（单位：倍、亿元）

项目	2018 年 (末)	2019 年 (末)	2020 年 (末)	2021 年 9 月 (末)
短期偿债能力指标				
流动比率(%)	165.30	154.23	151.48	139.28
速动比率(%)	164.48	130.76	113.82	99.81
现金短期债务比	3.71	9.45	2.58	5.11
长期偿债能力指标				
EBITDA	1.05	65.84	109.31	--
EBITDA 利息倍数	0.10	1.20	1.53	--
全部债务/EBITDA	929.64	20.13	15.02	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从短期偿债指标看，2018—2020 年末，公司流动比率和速动比率逐年下降，现金短期债务比波动下降。截至 2021 年 9 月末，公司流动比率、速动比率，较上年末有所下降；现金短期债务比较上年末有所提升。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 逐年增长。2018—2020 年，公司 EBITDA 对利息覆盖倍数持续提升，全部债务/EBITDA 逐年下降。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2021 年 9 月末，公司获得各银行的授信额度合计为 2802.82 亿元，尚未使用额度 1382.29 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 9 月末，公司对外担保余额 24.50 亿元，担保比率 1.99%。其中为成都城建投资管理集团有限责任公司质押担保 21.30 亿元，参股子公司市域铁路担保 3.20 亿元。公司担保比率低，被担保方为国有企业，或有负债风险相对可控。

截至 2021 年 9 月末，公司无标的额在 1000 万以上的重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司资产、营业收入主要来自于母公司，母公司对子公司的管控力度强。

公司资产、营业收入主要来自于母公司，母公司对子公司的管控力度强。

截至 2020 年末，母公司资产总额 3221.94 亿元（占合并口径的 96.03%）。

截至 2020 年末，母公司所有者权益为 1043.49 亿元（占合并口径的 98.29%）。

截至 2020 年末，母公司负债总额 2178.44 亿元（占合并口径的 94.98%）。母公司全部债务 1463.43 亿元（占合并口径的 89.15%）。其中母公司短期债务为 43.41 亿元，全部债务资本化比率 58.38%。

2020 年，母公司营业收入为 95.93 亿元（占合并口径的 96.30%）。

截至 2021 年 9 月末，母公司资产总额 3634.21 亿元，所有者权益为 1186.11 亿元，负债总额 2448.10 亿元；母公司资产负债率 67.36%；全部债务 1569.30 亿元，全部债务资本化比率 56.95%。2021 年 1—9 月，母公司营业收入 36.75 亿元，利润总额 0.83 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行对公司现有债务规模影响小，公司经营活动产生的现金流入量、EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

1. 本期中期票据对公司债务的影响

本期中期票据拟发行金额 5.00 亿元，分

别相当于 2021 年 9 月末公司全部债务的 0.28%、长期债务的 0.29%。本期中期票据的发行对公司整体债务影响小。

以 2021 年 9 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 67.85%、59.02% 和 58.33% 上升至 67.89%、59.09% 和 58.40%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。若将永续债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.73%、66.53% 和 65.97%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2018—2020 年，公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额的覆盖倍数分别为 10.57 倍、20.04 倍和 26.72 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额的覆盖程度高。2018—2020 年，经营活动现金净流量对本期中期票据发行金额的覆盖倍数分别为 0.17 倍、-21.44 倍和 -23.98 倍；EBITDA 对本期中期票据发行金额的覆盖倍数分别为 0.21 倍、13.17 倍和 21.86 倍，公司经营活动现金净流量对本期中期票据发行金额保障能力较弱，EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。同时，公司经营活动产生的现金流多为地铁运营产生的现金，公司收到的轨道交通专项资金进入“收到其他与筹资活动有关现金”核算，轨道交通专项资金专项用于轨道项目，为地铁建设运营提供了保障。

十、结论

公司是成都市轨道交通建设、运营管理以及地铁沿线资源开发的实施主体，外部环境良好，业务区域专营优势突出，获得了大力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司经营现金流持续净流出、债务规模快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

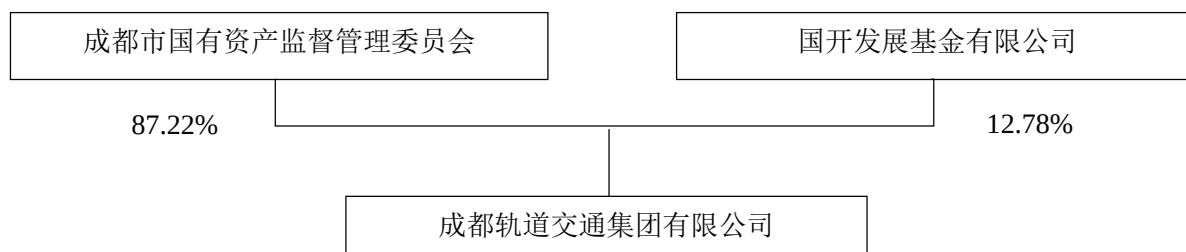
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具，赎回权条款和利息递延支付条款的设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息的可能性较小。

本期中期票据的发行对公司整体债务结构影响小。公司经营活动现金流入量、EBITDA对本期中期票据发行金额的覆盖程度高。

未来随着成都市经济的发展及公司业务的持续开展，公司有望保持稳健经营。联合资信对公司的评级展望为稳定。

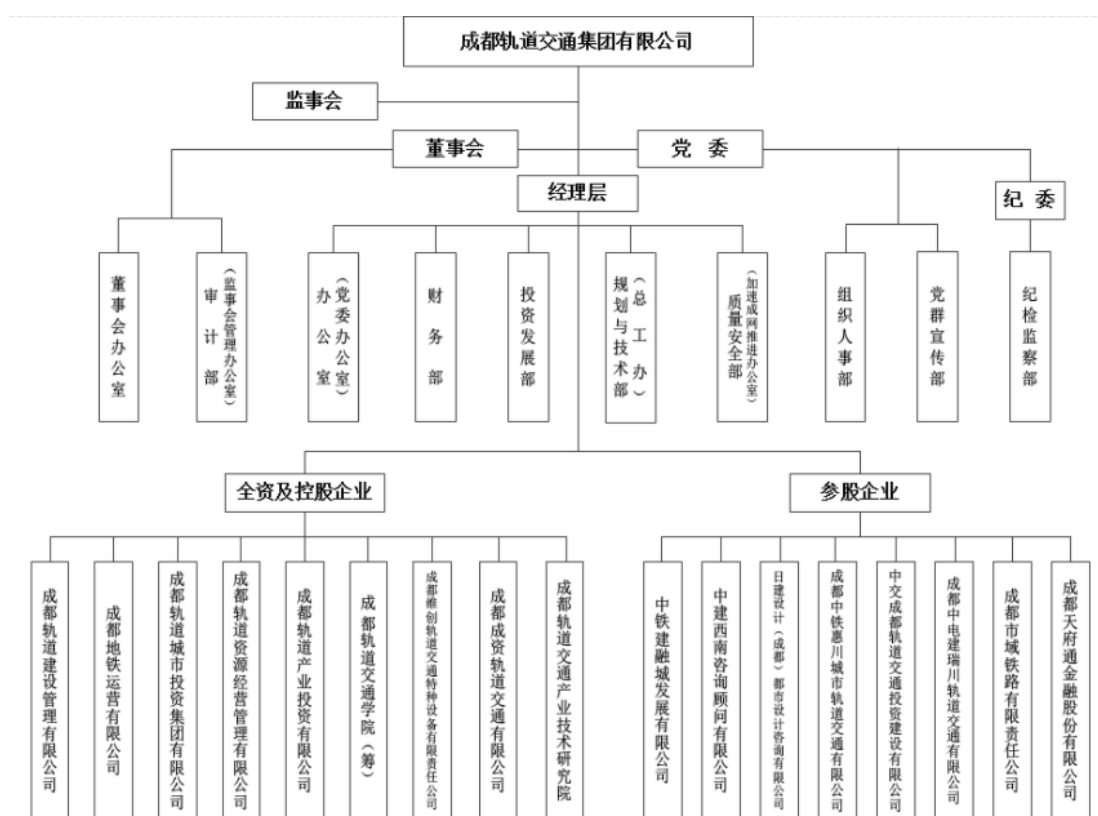
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据的偿还能力极强。

附件 1-1 截至 2021 年 11 月 4 日公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 9 月末公司合并范围二级子公司情况

子公司名称	注册资本金（万元）	持股比例（%）	取得方式
成都地铁运营有限公司	1000.00	100.00	投资设立
成都地铁实业有限公司	10000.00	100.00	投资设立
成都轨道资源经营管理有限公司	5000.00	100.00	投资设立
成都维创轨道交通特种设备有限责任公司	6000.00	100.00	投资设立
成都轨道建设管理有限公司	20000.00	100.00	投资设立
成都轨道城市投资集团有限公司	500000.00	100.00	投资设立
成都轨道产业投资有限公司	50000.00	100.00	投资设立
成都交通高级技工学校	1700.00	100.00	投资设立
成都地铁传媒有限公司	1000.00	51.00	投资设立
成都成资轨道交通有限公司	30000.00	100.00	投资设立
成都睿春城市建设开发有限公司	2000.00	100.00	投资设立
成都睿隼城市建设开发有限公司	2000.00	100.00	投资设立
成都睿懿城市建设开发有限公司	2000.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	168.01	268.41	198.02	253.05
资产总额（亿元）	1887.62	2741.56	3355.26	3835.59
所有者权益（亿元）	671.10	848.24	1061.60	1233.19
短期债务（亿元）	45.34	28.40	76.67	49.56
长期债务（亿元）	926.81	1297.03	1564.80	1726.46
全部债务（亿元）	972.15	1325.43	1641.47	1776.02
营业收入（亿元）	31.49	40.59	99.61	44.99
利润总额（亿元）	0.70	0.79	20.99	13.46
EBITDA（亿元）	1.05	65.84	109.31	--
经营性净现金流（亿元）	0.86	-107.18	-119.88	-29.44
财务指标				
销售债权周转次数（次）	16.54	9.35	9.81	--
存货周转次数（次）	17.66	1.12	0.85	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.03	--
现金收入比（%）	101.50	101.72	70.97	252.15
营业利润率（%）	4.52	-66.61	-53.38	2.47
总资本收益率（%）	0.03	1.63	2.22	--
净资产收益率（%）	0.07	0.03	1.39	--
长期债务资本化比率（%）	58.00	60.46	59.58	58.33
全部债务资本化比率（%）	59.16	60.98	60.73	59.02
资产负债率（%）	64.45	69.06	68.36	67.85
流动比率（%）	165.30	154.23	151.48	139.28
速动比率（%）	164.48	130.76	113.82	99.81
经营现金流动负债比（%）	0.34	-21.32	-18.93	--
现金短期债务比（倍）	3.71	9.45	2.58	5.11
EBITDA 利息倍数（倍）	0.10	1.20	1.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	929.64	20.13	15.02	--

注：公司 2021 年三季度财务报表未经审计；长期应付款已纳入全部债务核算；其他流动负债中有息债务已纳入短期债务核算
 资料来源：公司审计报告及财务报表

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	154.54	247.01	161.36	201.30
资产总额（亿元）	1883.60	2739.00	3221.94	3634.21
所有者权益（亿元）	669.64	844.01	1043.49	1186.11
短期债务（亿元）	45.34	28.40	43.41	15.57
长期债务（亿元）	863.38	1186.46	1420.02	1553.72
全部债务（亿元）	908.72	1214.86	1463.43	1569.30
营业收入（亿元）	0.81	37.96	95.93	36.75
利润总额（亿元）	0.51	1.11	2.66	0.83
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.77	-74.20	37.87	28.18
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.32	11.51	12.70	--
存货周转次数（次）	0.42	7.65	13.46	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.02	0.03	--
现金收入比（%）	101.75	90.56	58.66	77.86
营业利润率（%）	60.60	-72.70	-49.77	8.14
总资本收益率（%）	0.03	0.04	0.11	--
净资产收益率（%）	0.06	0.10	0.25	--
长期债务资本化比率（%）	56.32	58.43	57.64	56.71
全部债务资本化比率（%）	57.57	59.01	58.38	56.95
资产负债率（%）	64.45	69.19	67.61	67.36
流动比率（%）	160.93	122.29	115.47	110.04
速动比率（%）	160.52	119.30	114.58	108.80
经营现金流动负债比（%）	0.31	-13.76	6.47	--
现金短期债务比（倍）	3.41	8.70	3.72	12.92
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：母公司 2021 年三季度财务报表未经审计；未能获取母公司折旧、摊销等数据，故相关指标未获取到，以“/”列示
 资料来源：公司审计报告及财务报表

附件 4 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	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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 - 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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 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

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 成都轨道交通集团有限公司 2022 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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 3 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，联合资信将就該事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。