

长沙市轨道交通集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：胡 娟 jhu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 06 月 28 日

声 明

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

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

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

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

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

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

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1824号

长沙市轨道交通集团有限公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“13 长沙轨道债/PR 长轨交”、“15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01”、“15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02”、“15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03”、“21 长沙轨道债 01/21 长轨 01”和“22 长沙轨道债 01/22 长轨 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持长沙市轨道交通集团有限公司（以下简称“长沙轨道”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“13 长沙轨道债/PR 长轨交”、“15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01”、“15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02”、“15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03”、“21 长沙轨道债 01/21 长轨 01”和“22 长沙轨道债 01/22 长轨 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了长沙市经济实力持续增强，公司业务维持区域垄断性、主体地位重要，有力的外部支持等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司债务规模持续扩张且未来面临较大的资本支出压力，第三期建设规划调整仍在推进中、部分地铁线路建设进展不及预期，经营性业务盈利能力较差、利润对财政补贴依赖度高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

长沙轨道（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,408.05	1,612.07	1,704.28	1,731.99
所有者权益合计（亿元）	628.75	670.19	700.04	692.13
总负债（亿元）	779.30	941.87	1,004.24	1,039.87
总债务（亿元）	646.20	785.86	855.97	885.75
营业总收入（亿元）	18.04	37.56	54.29	2.31
经营性业务利润（亿元）	1.11	-1.64	0.83	-9.74
净利润（亿元）	3.35	0.69	2.55	-10.10
EBITDA（亿元）	17.06	21.18	28.13	--
经营活动净现金流（亿元）	8.59	0.44	39.34	12.26
收现比(X)	1.04	0.57	0.76	4.66
营业毛利率(%)	51.31	29.02	41.26	-94.83
应收类款项/总资产(%)	4.31	5.44	6.20	5.84
资产负债率(%)	55.35	58.43	58.92	60.04
总资本化比率(%)	50.68	53.97	55.01	56.14
总债务/EBITDA(X)	37.87	37.11	30.43	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.52	0.59	0.72	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理，分析时使用各期财务报表期末数据；2、中诚信国际分析时将公司各期末其他流动负债中带息部分调至短期债务、长期应付款中带息部分调至长期债务；3、公司 2022 年一季度财务报表未经审计，且公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料及利息支出数据，故相关指标失效。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

长沙市轨道交通集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	0.15	6
	收现比(X)*	0.76	7
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	1.22	10
	受限资产占总资产的比重(X)	0.06	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	700.04	10
	总资本化比率(X)	0.55	7
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	8	8
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正 面

■ **长沙市经济实力持续增强。**2021 年，长沙市实现地区生产总值（GDP）13,270.70 亿元，同比增长 7.50%，长沙市经济呈现稳中向好的发展态势，为长沙市轨道交通建设及公司发展奠定良好基础。

■ **业务具有区域垄断性，主体地位重要。**公司是长沙市唯一的城市轨道交通项目建设和运营主体，业务具有区域垄断性；公司所承担的业务属于省市重大城市基建及民生项目，主体地位重要。

■ **有力的外部支持。**公司自成立以来持续得到长沙市及各级政府在项目投融资、土地获取、财政补贴及资产注入等方面的大力支持，轨道交通项目建设资金来源较有保障。2021 年，公司收到长沙市财政局拨付的项目资本金 39.93 亿元；考虑计入营业收入的乘客票价补贴，获得政府补贴共计 36.06 亿元。

关 注

■ **债务规模持续扩张且未来面临较大的资本支出压力。**截至 2022 年 3 月末，公司总债务和资本化比率分别上升至 885.75 亿元和 60.04%，增长较为迅速。同时公司主要在建及拟建地铁项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。

■ **第三期建设规划调整仍在推进中，部分地铁线路建设进展不及预期。**公司正配合政府实施第三期建设规划调整，部分线路受此影响建设进展不及规划预期。

■ **经营性业务盈利能力较差，利润对财政补贴依赖度高。**公司地铁运营业务持续亏损，依赖长沙市政府拨付的乘客票价补贴弥补亏损，经营性业务盈利能力较弱，同时公司财务费用不断上升，对利润侵蚀较大，利润对政府补贴依赖度高。

评级展望

中诚信国际认为，长沙市轨道交通集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**长沙市经济财政实力下降；公司地位下降，致使股东支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

评级历史关键信息

长沙市轨道交通集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	22 长沙轨道债 01/22 长轨 01 (AAA)	2022/04/02	贺文俊、胡娟、张赛一	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	21 长沙轨道债 01/21 长轨 01 (AAA)	2021/07/22	贺文俊、胡娟	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	13 长沙轨道债/PR 长轨交 (AAA)	2021/06/29	贺文俊、胡娟	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
	15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01 (AAA)				
	15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02 (AAA)				
	15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03 (AAA)				
AAA/稳定	13 长沙轨道债/PR 长轨交 (AAA)	2016/06/28	马康达、王梦璇	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (地方投融资平台) CCXI 140200 2014_01	阅读全文
	15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01 (AAA)				
	15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02 (AAA)				
	15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03 (AAA)				
AA+/稳定	15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03 (AA+)	2015/11/19	荀正、王梦璇	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (地方投融资平台) CCXI 140200 2014_01	阅读全文
AA+/稳定	15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02 (AA+)	2015/07/03	关玥、王梦璇	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (地方投融资平台) CCXI 140200 2014_01	阅读全文
AA+/稳定	15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01 (AA+)	2014/05/21	关玥、吴栋	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (地方投融资平台) CCXI 140200 2014_01	阅读全文
AA+/稳定	13 长沙轨道债/PR 长轨交 (AA+)	2012/09/12	陈鹏、李敏	--	阅读全文

同行业比较

2021 年部分轨道交通企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
长沙轨道	1,704.28	700.04	58.92	54.29	2.55	39.34
武汉地铁	4,216.99	1,295.21	69.29	101.70	17.69	-11.75
天津地铁	2,643.65	1,139.24	56.91	8.84	4.80	33.76
南京地铁	2,511.37	828.95	66.99	26.08	3.46	-1.57

注：“武汉地铁”为“武汉地铁集团有限公司”简称；“天津地铁”为“天津市地下铁道集团有限公司”简称；“南京地铁”为“南京地铁集团有限公司”简称。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
13 长沙轨道债/PR 长轨交	AAA	AAA	2021/6/29	25.00	3.75	2013/04/23~2023/04/23	提前偿还条款
15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01	AAA	AAA	2021/6/29	30.00	13.50	2015/04/03~2025/04/03	流动性支持、提前偿还条款
15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02	AAA	AAA	2021/6/29	30.00	18.00	2015/07/14~2025/07/14	提前偿还条款
15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03	AAA	AAA	2021/6/29	20.00	12.00	2015/12/21~2025/12/21	提前偿还条款
21 长沙轨道债 01/21 长轨 01	AAA	AAA	2021/7/22	10.00	10.00	2021/09/22~2031/09/22	-
22 长沙轨道债 01/22 长轨 01	AAA	AAA	2022/4/2	20.00	20.00	2022/04/18~2032/04/18	--

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

“13 长沙轨道债/PR 长轨交”募集资金 25 亿元，用于长沙市轨道交通 1 号线一期工程项目；“15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01”、“15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02”和“15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03”共计募集资金 80 亿元，用于长沙市轨道交通 3 号线一期工程项目。截至 2022 年 5 月末，上述债券募集资金已全部使用完毕。

“21 长沙轨道债 01/21 长轨 01”募集资金 10 亿元，其中 5 亿元用于长沙市轨道交通 6 号线工程项目建设，截至 2022 年 5 月末，已使用 2.97 亿元，未使用 2.03 亿元；5 亿元用于补充营运资金，截至 2022 年 5 月末，已使用 5.00 亿元。

“22 长沙轨道债 01/22 长轨 01”募集资金 20 亿元，其中 10 亿元拟用于长沙市轨道交通 6 号线及 7 号线工程项目建设，截至 2022 年 5 月末，未使用 10 亿元；10 亿元拟用于补充营运资金，截至 2022 年 5 月末，截至 2022 年 5 月末，已使用 5.18 亿元，未使用 4.82 亿元。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保

持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽

松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

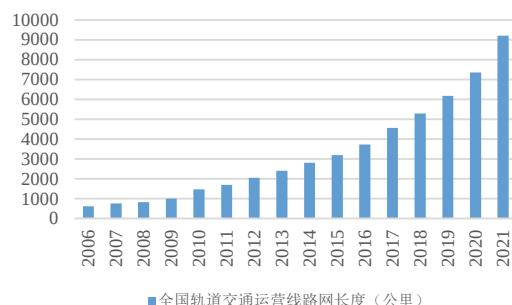
近期关注

跟踪期内轨道交通行业持续快速发展，运营规模持续增加，在建线路总规模持续位于高位，为支持轨道交通建设，各级政府在资本金方面给予较大支持。未来，随着轨道交通相关资源的开发成熟，预计能为轨道交通线路的运营提供一定的盈利补充

“十四五”城轨交通已由重建设转变为建设、运营并重阶段，城轨交通新开通运营线路里程“十三五”期间呈持续上涨势头，“十四五”各年预计呈现波动变化趋势，各年不均衡，新开通运营线路规模在近年达到峰值后有所回落。截至 2021 年底，共

有 50 个城市开通城轨交通运营线路 283 条，运营线路总长度达 9,206.8 公里。

图 1：2006~2021 年末我国轨道交通运营里程情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从新增运营线路长度看，2021 年新增运营线路长度 1,237.1 公里，新增运营线路 39 条，新开既有线路的延伸段、后通段 23 段，当年新增运营线路长度与上年基本持平，继续保持快速增长。其中，上海新增 102 公里，居全国首位，其次是武汉 96.9 公里，运营线路规模增量居前，北京、广州、嘉兴增量超过 50 公里。从增长幅度看，增长率超过 100% 的城市有哈尔滨、佛山、贵阳，分别增长 157.6%、149%、113.5%。

从运营线网规模看，截至 2021 年末，全国共计 24 个城市的线网规模达到 100 公里或以上。其中，上海 936.2 公里，北京 856.2 公里，两市运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。此外，成都、广州运营线路长度超过 500 公里，武汉、南京、深圳运营线路长度超过 400 公里，重庆、杭州运营线路长度均超过 300 公里，青岛、天津、苏州、西安、郑州、大连、沈阳 7 市均超过 200 公里。

从客运量情况来看，城轨交通 2021 年全年累计完成客运量 236.9 亿人次，同比增加 61 亿人次，增长 34.7%，接近疫情前 2019 年的 237.1 亿人次水平。2021 年全年上海累计完成客运量 35.8 亿人次，北京累计完成客运量 30.7 亿人次，广州累计完成客运量 28.4 亿人次，深圳累计完成客运量 21.9 亿人次，成都累计完成客运量 18 亿人次，上海、北京、广州、深圳、成都客运量占全国总客运量的 56.9%。

运营经济方面，据不完全统计（据可统计可对比的 37 市数据且同比数据做同口径调整），2021 年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本 23.6 元，同比下降 0.42 元；平均每人公里运营成本 1.17 元，同比增长 0.14 元；总成本中人工成本占比 51.2%，同比减少 2.7 个百分点，电费占比 9.6%，同比减少 0.9 个百分点。全国城轨交通平均单位车公里运营收入 13.27 元，同比增长 0.73 元；平均每人公里运营收入 0.66 元，同比增长 0.04 元。每车公里运营收入和每人公里运营收入均超过全国平均水平的有北京、深圳、杭州、宁波、青岛、东莞、南宁、合肥、贵阳、温州、济南 11 市，均为资源经营收入较高的城市。平均单位票款收入 0.24 元/人公里，同比减少 0.05 元。

在建项目方面，截至 2021 年底，中国大陆地区有 55 个城市（个别由地方政府批复项目未纳入统计）在建线路总规模 6,096.4 公里（含个别 2021 年当年仍有建设进展和投资额发生的已运营项目和 2021 年当年新投运项目）；其中，地铁 5,093.1 公里，占比 83.53%；轻轨 5.4 公里，占比 0.09%；跨座式单轨 46.8 公里，占比 0.77%；市域快轨 616.8 公里，占比 10.12%；有轨电车 333.2 公里，占比 5.47%；磁浮交通 1.2 公里，占比 0.02%。在建线路 253 条（段），共有 29 个城市的在建线路为 3 条及以上。

轨道交通项目投资方面，据不完全统计（不含部分地方政府批复项目和个别数据填报不完整的项目资金情况），截至 2021 年底，中国内地在建线路可研批复投资累计 45,553.3 亿元，初设批复投资累计 38,298.1 亿元。2021 年当年共完成建设投资 5,859.8 亿元，同比下降 6.78%，当年完成建设投资额占可研批复投资额的 12.86%。

规划方面，截至 2021 年底，全国共有 67 个城市的城轨交通线网规划获批（含地方政府批复的 23 个城市），在实施的建设规划线路总长达 6,988.3 公里（不含统计期末已开通运营线路）。我国城轨交通项目总投资额保持相对高位，部分城市启动新一轮建设规划。继一线城市后，绝大部分省会城市和部

分发展较快的新兴城市的城轨交相继成网，城轨交通网络化程度逐步提高。

轨道建设投融资方面，轨道交通属于资本密集型产业，同时又具有准公共产品属性和规模经济的特征，以上特性决定了在我国轨道交通建设以及运营初期仍需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以保障项目建设顺利推进，还需要持续的财政投入以保障线路系统的安全运行。国务院办公厅于 2018 年 7 月 13 日下发了《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》

（以下简称“52 号文”）。针对地铁审批，52 号文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 3,000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上；申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1,500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。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。以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整。在强化项目风险管控方面，52 号文提出，严控地方政府债务风险。进一步加大财政约束力度，按照严控债务增量、有序化解债务存量的要求，严格防范城市政府因城市轨道交通建设新增地方政府债务风险，严禁通过融资平台公司或以 PPP 等名义违规变相举债。对举债融资不符合法律法规或未落实偿债资金来源的城市轨道交通项目，发展改革部门不得审批（核准）；对列入地方政府债务风险预警范围的城市，应暂缓审批（核准）其新项目。

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，并与各区的经济发展结合起来。同时，各地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。

此外，轨道交通还具有项目建设周期长，一次性投资大，后期运营维护成本高昂的特点。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%。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%”。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。

从目前的经营概况来看，轨道交通作为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。加之轨道交通具备较强的网络效应，单一线路通常缺乏吸引，而我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，部分城市建成的线路相对较少，网络化效应不明显，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。因此，轨道交通项目投入运营后，其沿线的商贸、广告等经营性业务通常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，实现规模化和专业化经营，通过运营相关资源的收益部分弥补地铁运营的亏损。

中诚信国际关注到，近年来轨道交通行业虽然持续快速发展，但轨道交通的建设需求依旧很大，规划、在建线路数量和里程均较大，未来面临一定的投资压力。同时，地铁相关的广告、商贸、地下空间、房地产开发等相关资源开发业务到成熟运营

尚需较长一段时间，需关注其为轨道交通线路盈利补充的释放节奏。

长沙市经济持续增长，产业发展向好；财政实力较强，政府债务压力总体可控

长沙市是湖南省省会，其经济生产总值约占全省的 30%，远高于湖南省其他 13 个市（州），是湖南省的政治、经济、文化中心和我国长江以南地区最重要的中心城市之一。长沙市下辖 6 区（芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、望城区、雨花区）、3 县（县级市）（长沙县、宁乡市和浏阳市），辖区总面积 1.18 万平方公里。2021 年末长沙市常住人口 1,023.93 万人，比 2020 年末增长 1.8%。

2021 年，长沙市经济保持增长，实现地区生产总值（GDP）13,270.70 亿元，同比增长 7.50%，其中第一产业实现增加值 425.56 亿元，增长 9.1%；第二产业实现增加值 5,251.30 亿元，增长 5.2%；第三产业实现增加值 7,593.85 亿元，增长 8.9%，三次产业由 2020 年的 3.5:39.0:57.5 调整为 3.2:39.6:57.2。长沙市形成了智能装备制造、电子信息、新材料、生物制药、食品等主要产业，现代产业发展向好，2021 年规模以上工业增加值增长 7.2%。长沙建有长沙南站、长沙站、长沙西站（在建）、黄花机场等，拥有便利的区域交通条件。国家及湖南省出台多项政策推动长株潭一体化，持续利好长沙市经济社会发展。

2021 年长沙市完成一般公共预算收入 1,188.31 亿元，同比增长 8.0%，财政平衡率为 77.08%，财政自给情况较 2020 年有所改善。同期，长沙市政府性基金收入为 1,120 亿元，随着地价的持续攀升及土地出让规模的增加呈快速上升趋势。截至 2021 年末，长沙市政府债务余额为 2,554.82 亿元，市本级政府债务余额为 1,297.70 亿元，政府债务压力总体可控。

表 1：2021 年中部地区主要省会城市经济及财政概况

地区	GDP (亿元)	GDP 增速 (%)	一般公共预算收入 (亿元)
武汉市	17,716.76	12.20	1,578.65

长沙市	13,270.70	7.50	1,188.31
郑州市	12,691.02	4.70	1,223.63
合肥市	11,412.80	9.20	844.20
南昌市	6,650.53	8.70	484.80

资料来源：各省会城市人民政府官网，中诚信国际整理

长沙市作为湖南省省会城市，目前仍处于重大战略机遇期。在湖南省省委、省政府高度重视和支持省会城市高质量发展的背景下，长沙市将继续发挥示范引领、辐射带动作用，22条产业链持续壮大，重大项目作用逐步显现，智能制造和现代服务业“双轮驱动”基础不断强化，经济社会平稳运行的支撑更加有力。

公司跟踪期内产权结构与公司治理结构无变动

跟踪期内，公司产权结构未发生变动，截至2022年3月末，长沙市人民政府国有资产监督管理委员会

会持有公司100%股权，系公司唯一股东和实际控制人。跟踪期内，公司治理结构未发生变化，公司组织结构完善，内部管理制度健全，日常经营正常运转。

2021年公司地铁运营收入增幅较大，但仍处于亏损状态，主要依靠乘客票价补贴弥补亏损；公司地铁票价稳定

公司地铁运营业务由子公司长沙市轨道交通运营有限公司（以下简称“运营公司”）负责。截至2022年3月末，公司已实现通车的地铁线路包括2号线一期、2号线西延一期、1号线一期、4号线一期、3号线一期和5号线一期，营运里程达143公里，站点数合计111个，运营里程较2020年末无变化。

表2：截至2022年3月末公司已通车轨道线路情况

线路名称	子线路名称	首末站名称	运营里程（公里）	站点数量（个）	开通时间	已投资（亿元）
1号线	1号线一期	开福区政府站~尚双塘站	23.61	20	2016年06月	138.91
2号线	2号线一期	光达站~望城坡站	22.08	19	2014年04月	148.27
	2号线西延一期	望城坡站~梅溪湖西站	4.45	4	2015年12月	
3号线	3号线一期	山塘站—广生站	36.47	25	2020年06月	206.53
4号线	4号线一期	罐子岭站~杜家坪站	33.51	25	2019年05月	163.04
5号线	5号线一期	毛竹塘站—水渡河站	22.50	18	2020年06月	121.52
合计	--	--	143	111	--	778.27

注：上述已开通运营的线路，后续仍可能会有部分投资。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021年，随着新冠肺炎疫情的良好控制，1、2、4号线客运量有所回升，各线路日均客运量均已恢复至2019年同期水平；与此同时，3、5号线（2020年6月开通试运营）运营时间增加，地铁运营收入大幅提升。2019~2021年及2022年1~3月，地铁运营收入分别为6.43亿元、6.53亿元、8.77亿元和1.92亿元，2021年地铁运营收入同比增长34.43%。

表3：各线路运营数据（万人次/日、亿元、万列公里）

1号线	2019	2020	2021	2022.1~3
日均客运量	31.17	27.07	36.47	30.44
票务收入	2.12	1.65	1.91	0.42
运营里程	267.71	272.09	310.41	76.57
2号线（含一期及西延线）	2019	2020	2021	2022.1~3
日均客运量	47.17	39.84	52.45	42.16
票务收入	3.83	2.71	3.10	0.63

运营里程	404.66	404.5	456.27	113.07
3号线一期	2020.6~12	2021	2022.1~3	
日均客运量		19.59	22.98	19.76
票务收入		0.71	1.47	0.33
运营里程		181.26	387.14	95.58
4号线一期	2019	2020	2021	2022.1~3
日均客运量	21.82	20.21	31.05	26.57
票务收入	0.84	1.1	1.51	0.35
运营里程	205	358.56	405.28	100.56
5号线一期	2020.6~12	2021	2022.1~3	
日均客运量		14.44	17.27	15.38
票务收入		0.35	0.77	0.18
运营里程		114.33	239.19	59.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

票价方面，长沙市地铁收费仍执行《长沙市物价局关于核定长沙地铁票价的通知》（长价商[2014]92号）要求，按里程分段计价，起步价为2元，超过6公里采用“递远递减”的计价原则。

表 4：现行长沙市地铁票制票价（公里、元）

里程	0~6	6~11	11~16	16~23	23~30	30~39
收费	2	3	4	5	6	7

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司地铁运营受政府定价公益性影响，运营收入难以覆盖运营成本，亏损部分主要由长沙市政府拨付的运营专项补贴予以弥补，自 2019 年起，长沙市政府财政补贴主要分为两部分，一部分为根据长沙市轨道交通乘客票价补贴政策，长沙市政府按照线路的建设成本及利息支出、乘客票价补贴等基础数据进行全成本测算，长沙市财政按约定客流量予以补贴，并计入营业收入，2019~2021 年，以此确认的乘客票价补贴收入分别为 8.58 亿元、10.89 亿元和 26.85 亿元；另一部分为其他与运营相关的成本费用补贴，作为营运补贴计入其他收益，2019~2021 年分别为 8.96 亿元、11.84 亿元和 8.98

亿元。乘客票价补贴政策的出台有效的弥补了地铁运营亏损，大幅提升了公司的营业毛利率。

2017 年，国家发改委批复了长沙市城市轨道交通第三期建设规划（2017~2022 年），目前公司正配合政府实施第三期建设规划调整工作，部分地铁线路建设进展不及预期；公司轨道交通项目投资规模较大，未来面临较大资本支出压力

国家发改委已分别于 2009 年、2012 年和 2017 年批复了《长沙市城市快速轨道交通近期建设规划（2008~2015 年）》（以下简称“第一期建设规划”）、《长沙市城市快速轨道交通近期建设规划（2012~2018 年）》（以下简称“第二期建设规划”）和《长沙市城市轨道交通第三期建设规划（2017~2022 年）》（以下简称“第三期建设规划”）。

表 5：长沙市轨道交通建设规划批复情况

批次/批复时间	线路	起点~终点	规划长度（公里）	计划总投资（亿元）	规划建设期
2009 年/第一期	1 号线一期	开福区政府~尚双塘	23.55	130.35	2010~2016
	2 号线一期	望城坡~光达	21.92	119.00	2009~2013
2012 年/第二期	2 号线西延一期	梅溪湖西~望城坡	4.50	24.66	2012~2015
	3 号线一期	莲坪大道~龙角路	35.60	236.28	2012~2016
	4 号线一期	普瑞大道~桂花大道	33.50	219.38	2013~2017
	5 号线一期	蟠龙路~时代大道	22.70	156.63	2014~2018
	1 号线北延一期	彩霞路~开福区政府	9.93	53.37	2017~2021
2017 年/第三期	2 号线西延二期	金桥~梅溪湖西	14.72	95.13	2017~2021
	4 号线北延	连江路~普瑞大道	14.26	68.31	2018~2022
	5 号线南延	大托东~时代阳光大道	8.43	67.27	2018~2022
	5 号线北延	纬三路~蟠龙路	3.65	14.09	2019~2022
	6 号线西段	梧桐路~麓谷西	10.05	75.65	2018~2022
	6 号线中段	麓谷西~东四线	26.50	223.60	2017~2021
	6 号线东段	东四线~西航站区	12.15	61.40	2018~2022
	7 号线一期	圃园路~云塘	21.60	181.32	2017~2021
	合计		263.06	1,726.44	--

注：各线路实际投资可能与原始批复可能有差异。

资料来源：国家发改委网站，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，第一、二期建设规划获批的项目均已建设完成并开通运营，公司正配合政

府实施第三期建设规划调整，受此影响 4 号线北延、7 号线一期、1 号线北延二期等线路进度有所滞后。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司在建轨道交通项目情况（公里、亿元）

在建线路	开工时间	起止点	长度	总投资	已投资
6 号线	2016	谢家桥站~黄花机场	48.11	369.43	266.90
长株潭城际轨道交通西环线一期	2019	湘潭北站~山塘站（不含）	17.29	95.88	44.01
1 号线北延一期	2020	彩霞路站~开福区政府站（不含）	9.84	61.11	12.63
2 号线西延二期	2020	长沙西站~梅溪湖西站	13.82	120.00	5.60
磁浮东延线	2020	--	4.45	27.21	5.86

合计	--	--	93.51	673.63	335.00
----	----	----	-------	--------	--------

注：1、长株潭城际轨道交通西环线一期项目依据为《国家发展改革委关于长株潭城市群城际轨道交通规划（2019~2020 年）的批复》（发改基础[2019]2583 号）及《湖南发展和改革委员会关于长株潭城际轨道交通西环线一期工程可行性研究报告的批复》（湘发改基础[2019]388 号）等文件；

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司在建线路包括 6 号线、长株潭城际轨道交通西环线一期、1 号线北延一期、2 号线西延二期和磁浮东延线，在建线路全长 93.51 公里，预计总投资 673.63 亿元，已完成投资 335.00 亿元；资本方面，资本金 266.00 亿元，截至 2022 年 3 月末，已累计到位资本金 135.94 亿元，未来公司资本支出压力仍然较大。同期末，公司拟建项目主要有轨道交通 6 号线东延段和轨道交通 7 号线一期工程，拟建线路总长 25.82 公里，计划投资合计 210.58 亿元。公司在建及拟建轨道交通项目投资规模较大，未来面临较大资本支出压力

表 7：截至 2022 年 3 月末轨道项目资本金到位情况（亿元）

状态	项目	总投资	资本金	已到位资本金
完工	1 号线一期	141.95	49.68	49.68
完工	2 号线一期	119.00	51.17	51.17
完工	2 号线西延线	29.27	10.24	10.24
完工	4 号线一期	239.76	83.92	58.68
完工	3 号线一期	260.28	91.28	64.71
完工	5 号线一期	165.71	66.28	33.51
完工项目合计		955.97	352.57	267.99
在建	6 号线	369.43	147.77	81.56
在建	长株潭城际轨道交通西环线一期	95.88	38.00	36.11
在建	1 号线北延一期	61.11	23.23	4.53
在建	2 号线西延二期	120.00	46.00	2.74
在建	磁浮东延线	27.21	11.00	11.00
在建项目合计		673.63	266.00	135.94
合计		1,629.60	618.57	403.93

注：表中已到位资本金为公司已获得的总资本金数值，包含尚未进行投资的资本金。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

长沙市政府从土地出让收入中统筹的轨道交通发展专项资金、区县分摊资金、政府债券资金等为公司轨道交通项目建设提供了有力支撑；需关注公司河西先导区、高塘岭片区和苏托垸片区等地块的开发进度

长沙市轨道交通项目建设资金主要来源于轨

道交通发展专项资金（以下简称“轨道专项资金”）、区县分摊资金、政府债券资金等来源于政府的资金和公司向银团贷款及其他方式的自筹资金。

其中轨道专项资金主要包括长沙市政府划拨土地及轨道交通用地的土地开发收益和长沙市财政从全市土地出让收入中统筹的专项资金。根据《长沙市人民政府关于设立长沙市轨道交通发展专项资金的通知》（长政函[2009]8 号文）及《长沙市人民政府关于印发<长沙市轨道交通发展专项资金管理办法>》（长政发[2010]8 号文）的相关说明，公司所属二级子公司通过对政府划拨土地及轨道交通用地进行一级开发，相关土地收益及市本级部分全部支付公司用于长沙市轨道交通建设。公司逐年按土地开发成本确认土地出让收入，同时长沙市政府将其余部分作为轨道项目资本金给予公司。

2011 年长沙市政府将武广片区 31 宗土地划拨给长沙市武广新城开发建设有限责任公司（以下简称“武广公司”），评估入账价值为 344.56 亿元，评估单价平均为 4,712.35 元/平方米，截至 2021 年末，公司划拨地账面价值为 253.39 元。2012 年以来长沙市政府将河西先导区、高塘岭片区和苏托垸片区等土地的开发主体确定为公司。目前，上述地块中只有武广地块已处于开发建设过程中，其他地块未进入实质性开发阶段。截至 2022 年 3 月末，武广公司已累计完成投资 273.50 亿元。

2021 年，公司出让土地 740.72 亩，出让总金额 56.70 亿元，确认收入 15.07 亿元，实际回款（不含超过成本的部分）为 21.07 亿元¹。截至 2021 年末，公司累计出让土地 2,001.39 亩，公司在整理土地面积为 1,774 亩，2022~2023 年，公司计划分别开发并出让土地 401.41 亩和 530.67 亩，2022 年一季度公司无土地实现出让。

¹ 含 2020 年收入回款 6.00 亿元。

表 8：截至 2022 年 3 月末公司控制的主要土地资源情况（亿元、元/平方米）

地块名称	位置	土地面积（亩）	计划总投资	累计完成投资	是否获得土地证	评估单价	评估价值	2021 年一级土地开发收入
武广片区	雨花区黎托乡京珠高速以东，浏阳河以西，劳动路以南，湘府东路以北	原总面积 16,700 亩（其中 2014 年底已出让净地 383.89 亩）	291.16	273.50	已获得土地证	4,712.35	344.56	15.07
河西先导区	雷锋镇境内 1,150 亩，含浦镇境内 2,500 亩，坪塘镇境内 1,000 亩	4,650	--	--	仅市政府批复文件	未评估	--	--
苏托垌片区	开福区，东、南至捞刀河，西至捞刀河—京广铁路，北至绕城高速公路	34,095	560.84	2.00	仅市政府批复文件	未评估	--	--
高塘岭片区	望城区境内北横线以北，宝粮路、喻家坡路以南、环城西线、袁家岭安置小区以西，黄桥大道两厢	4,000	--	--	仅市政府批复文件	未评估	--	--

注：1、武广片区评估价值中不含 4 宗绿地，武广片区的投资总额中包含武广配套项目的投资，武广片区原批复土地面积，扣除部分安置土地等，公司实际获得土地面积约为 1.3 万亩；2、目前高塘岭片区、河西先导区土地地区目前正在进行概念性规划方案编制、产业策划定位的招标前期工作。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，为进一步统筹轨道交通发展专项资金、推进轨道交通项目建设，2019 年 4 月长沙市同意从相关土地出让收入²中统筹 3%用于轨道交通事业发展，作为轨道专项资金，同时要求市、区县（市）两级财政按要求、按时间节点及时安排应分摊的资本金到位，并将资本金到位情况纳入市对区县（市）年度绩效考核范围。市区政府的大力支持有望进一步拓宽公司资金来源、强化轨道项目资本金落实力度。公司轨道交通建设资金其他来源包括政府债券资金、银团贷款和债券融资等。

表 9：近年来主要来源于政府的资金情况（亿元）

分类	2019	2020	2021
项目资本金			
区县分摊	27.72	32.71	37.89
政府债券资金	0.00	28.20	5.30
城区骨干路网资金	0.00	0.00	0.00
政府补贴	--	9.02	11.88
	9.02	11.88	9.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

长沙市政府赋予公司轨道线网周边土地开发权及城市地下空间资源统一经营控制权，拓宽了公司收入来源和支持了轨道建设；资金占用费及其他地铁

相关收入亦对营业收入形成一定补充

根据长沙市政府《关于市轨道交通集团公司第二轮建设规划项目融资工作有关问题的会议纪要》（长府阅[2011]75 号文），公司将对轨道交通线网周边可开发土地及各站点周边可开发土地进行统一控制、统一经营和综合开发；同时长沙市政府将城市地下空间（除公共人防工程外）全部归集到长沙轨道名下，由公司统筹建设、管理、运营，所有收入全部用于轨道建设。轨道交通线网周边开发主要包括棚户区改造及相关土地开发。

2009 年 10 月，长沙市政府将“溁湾镇窑坡山棚户区改造项目”移交给长沙轨道，要求公司在建设轨道 2 号线溁湾镇站时，结合站点建设配套设施。溁湾镇窑坡山棚户区改造项目主要由长沙轨道下属的全资子公司长沙市轨道交通置业发展有限公司（以下简称“置业公司”）运作。2019 年以来，地铁沿线土地开发尚未实现土地开发收入。

溁湾镇窑坡山棚户区改造项目（含一期和二

² 省直管国有土地、市级统筹棚改项目用地、工业用地处置所得的土地

出让收入，不列入轨道交通发展专项资金统筹基数。

期)总占地面积 255.45 亩,公司一级开发投资为 28.72 亿元,于 2014 年 2 月进行公开挂牌并于 2014 年 3 月由绿地地产集团长沙置业有限公司摘牌,以 28.17 亿元的成交价格成功出让,最终收益作为轨道专项资金。

截至 2022 年 3 月末,未完工棚改项目为华狮棚改项目和南门口棚改项目。华狮棚改项目总占地面积为 86.47 亩,其中 36.23 亩被规划为道路和绿地,该项目计划总投资 12.39 亿元;截至 2022 年 3

月末,公司累计完成投资 10.75 亿元,暂未实现土地出让。

南门口棚改项目总占地面积 24 亩左右,计划总投资 9.90 亿元,截至 2022 年 3 月末,已累计完成投资 6.67 亿元,暂未实现土地出让。南门口项目合作方存在资金不足问题,为不影响地铁建设进度公司已自行投入资金推进项目建设,公司计划报告政府协调解决相关问题,该棚改项目进度可能无法按计划进度执行。

表 10: 截至 2022 年 3 月末棚户区改造项目情况(亩、亿元)

项目名称	位置	土地总面积	计划总投资	累计完成投资	一级土地开发收入
溁湾镇窑坡山棚户区改造项目(含一期和二期)	岳麓区溁湾镇望月湖办事处	255.45	38.62	28.72	实际到位 27.84 亿元(扣除部分政策性资金)
华狮棚改项目	韶山路与黄土岭路交界处	86.47	12.39	10.75	未出让土地
南门口棚改项目	南门口东南角	24.00	9.90	6.67	未出让土地
合计	--	365.92	60.91	46.14	--

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

地下空间资源方面,目前公司主要地下空间项目为五一广场、芙蓉广场和杜花路地下空间等。其中,五一广场地下空间、芙蓉广场地下空间、国金中心地下空间等项目采取“投资换经营权”的方式合作开发,由投资商投资换一定期限的经营权,后续由长沙轨道依照设计施工建设流程进行整理开发,建成后产权确定为长沙轨道,物业交付给投资商,并由投资方组织装修,在其获得一定期限的自主经营管理期限内每年向长沙轨道缴纳一定额度的经

营权转让费;武广东广场项目采取自建方式;桂花坪站地下空间项目及火车站东、西广场一体化建设项目暂未确定是否开发。地下空间项目产生的收益主要为地铁相关设施的租赁,2021 年公司实现地铁租赁收入 1.20 亿元,同比减少 13.06%,主要系受新冠疫情冲击所致。此外,资金占用费、资源使用费(站口开口费)和其他地铁相关收入亦对营业收入形成一定补充,2021 年合计为 2.38 亿元,规模较小。

表 11: 截至 2022 年 3 月末公司获得的地下空间项目(平方米、亿元)

地下空间名称	面积	经营性质	计划总投资	累计已投资	项目进展	建设模式
五一广场地下空间	79,000	车库/商铺	5.40	7.44	完工、投入运营	投资换经营权
芙蓉广场地下空间	20,320.58	车库/商铺	3.40	2.60	在建	投资换经营权
杜花路地下空间	33,557	车库/商铺	1.71	1.77	暂处于停工状态	--
国金中心地下空间	27,792	车库/商铺	3.46	4.18	完工、投入运营	投资换经营权
五一里地下空间	9,777.97	车库/商铺	1.80	1.80	完工、投入运营	投资换经营权
侯家塘站地下空间	4,145	车库/商铺	1.12	0.11	在建	--
运达广场地下空间	2,400	车库/商铺	0.40	0.41	完工、投入运营	投资换经营权
朝阳村站地下空间	4,488.86	车库/商铺	0.40	0.40	完工	投资换经营权
武广东广场	116,696	车库/商铺	16.00	14.80	完工、投入运营	自建
桂花坪站地下空间	6,000	车库/商铺	--	--	--	暂未确定是否开发
火车站东、西广场一体化建设项目	144,128	车库/商铺	--	--	--	暂未确定是否开发

注:部分项目已投资额大于计划总投资额主要是完工后办证及相关手续费支出。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告、经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年审计报告和未经审计的 2022 年一季度财务报表。分析时均使用财务报表期末数。公司各期财务报表均按新会计准则编制。截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围的一级子公司共 13 家，较 2020 年末减少 3 家，系长沙市轨道交通资产管理有限公司、长沙市轨道交通广告有限公司及长沙市轨道交通保安服务有限公司注销所致。

2021 年，乘客票价补贴增长使得公司营业总收入及毛利率大幅上升；期间费用持续上涨，对公司利润形成侵蚀；利润仍较为依赖政府补贴

2021 年公司营业收入大幅上升，主要系长沙市政府对乘客票价补贴金额调整，公司乘客票价补贴收入大幅提升所致，同时随着地铁客流量呈回升及 3、5 号线全年运营，2021 年地铁运营收入亦有所增加。地铁运营及乘客票价补贴收入仍是公司最主要和最稳定的收入来源。此外，地铁租赁、资源使用费和其他地铁相关收入对公司营业收入形成一定补充，但受新冠肺炎疫情影响，收入规模进一步下滑。

2021 年，公司营业毛利率大幅提升，主要系毛利率 100% 的乘客票价补贴收入占比提高所致；受业务属性影响，公司地铁运营业务仍处于亏损状态，同时当期人工成本及大修修成本上升使得业务毛利率进一步下滑；公司土地出让因按成本确认收入，故毛利率仍为零；地铁租赁业务毛利率仍保持较高水平，但由于规模较小，对营业毛利率影响不大。

2022 年 1~3 月，公司营业总收入和毛利率分别为 2.31 亿元和-94.83%，主要系毛利率较低的地铁运营收入。

表 12：近年来公司主要板块收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
土地出让	0.16	14.93	15.07	0.00
地铁运营	6.43	6.53	8.77	1.92
乘客票价补贴	8.58	10.89	26.85	0.00
地铁租赁	1.82	1.39	1.20	0.25
其他业务	1.05	3.83	2.38	0.14
合计	18.04	37.56	54.29	2.31
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
土地出让	0.00	0.00	0.00	--
地铁运营	-24.00	-59.09	-87.88	-133.07
乘客票价补贴	100.00	100.00	100.00	--
地铁租赁	87.49	85.13	87.11	97.99
其他收入	59.74	70.12	92.49	79.94
营业毛利率	51.31	29.02	41.26	-94.83

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用以财务费用为主，有息债务的累积以及已通车运营线路相关利息支出费用化使得公司财务费用规模较大且增长较快，职工薪酬等管理费用亦小幅增长。2021 年，受益于营业总收入增长，公司期间费用率有所下滑，但仍处于较高水平，公司期间费用对利润造成一定侵蚀，费用管控能力有待提升。

公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益，2021 年呈回升态势。地铁运营的公益性叠加期间费用对经营利润的侵蚀，公司经营性业务利润规模不大，2021 年由负转正主要系地铁客流量和补贴收入增长所致，公司经营性业务利润对政府补助依赖性强。持有长沙市国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“长沙国投”）确认的投资收益仍是公司利润总额的重要补充。

2021 年，公司收现比指标仍小于 1，主要系乘客票价补贴到账相对滞后所致。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	18.04	37.56	54.29	2.31
期间费用合计	15.80	22.99	28.32	6.66
其中：财务费用	12.89	20.09	24.89	6.02
期间费用率(%)	87.60	61.20	52.17	288.38
经营性业务利润	1.11	-1.64	0.83	-9.74
其他收益	9.02	11.88	9.14	0.002
投资收益	2.20	3.19	1.62	0.00
利润总额	3.40	0.78	2.55	-10.10

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总资产规模保持增长，资产仍以地铁线路及划拨土地为主，整体流动性较弱；项目建设资金需求量大，债务规模和财务杠杆率持续攀升

公司资产规模保持增长，资产以各地铁线路及其配套项目、政府划拨土地以及土地一级开发成本为主，非流动资产占比过重 70%。截至 2021 年末，公司资产总规模为 1,704.28 亿元，同比增长 92.21 亿元，在建工程、长期股权投资、其他权益工具投资和其他应收款均有所增加。其中在建工程随着轨道交通项目的持续推进而增加；长期股权投资大幅增长主要系长沙国投资本公积增加以及对长沙穗城轨道交通有限公司的追加投资所致；其他权益工具投资增加主要系可供出售金融资产重分类及新增对长沙银行股份有限公司的投资所致；其他应收款增加主要系应收乘客票价补贴增加所致。此外，公司存货中还有较大规模的政府以资本投入方式划拨的武广片区土地使用权，均未缴纳土地出让金，截至 2021 年末，存货中划拨地账面价值为 253.39 亿元，同比减少主要系政府收回公司部分土地使用权所致。

截至 2021 年末，公司所有者权益同比继续增长，一方面系长沙市财政局拨付项目资本金 39.93 亿元，另一方面系长沙国投资本公积变动增加公司资本公积 16.70 亿元。同时，2021 年长沙市政府收回部分公司土地使用权使得公司资本公积减少 27.25 亿元。

轨道交通建设资金需求量大，公司总负债呈持续扩张态势，公司总负债以长期借款和应付债券等有息债务以及应付工程款为主，总债务占负债总额的比重超过 80%。截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 60.04% 和 56.14%，均较 2020 年末小幅上升。债务结构方面，轨道交通项目投资回收期较长，公司债务以长期债务为主，但 2021 年随着“21 长沙轨交 SCP002”发行，公司短期债务规模有所增长，短期债务占总资产比重略有上升，但仍处于相对合理水平。

截至 2021 年末，公司应收类款项余额 105.69 亿元，占同期末总资产的比重为 6.20%，主要是其他应收款 103.29 亿元。其他应收款主要系应收乘客票价补贴、其他长沙市政府所属相关国有企业及雨芙蓉区政府的拆借资金，主要包括应收长沙市环线建设开发有限公司（以下简称“环线公司”）往来款 41.74 亿元、乘客票价补贴 28.47 亿、长沙轨道万科置业有限公司 12.54 亿元、长沙长房地铁置业有限公司 3.30 亿元、长沙市芙蓉区人民政府 2.50 亿元，公司其他应收款规模较大，且账龄多在 2 年及以上，存在一定的回收风险。

表 14：近年来公司资本结构及资产质量相关指标（亿元、%、X）

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
总资产	1,408.05	1,612.07	1,704.28	1,731.99
非流动资产/总资产	71.12	71.30	74.64	74.62
货币资金	48.79	92.60	71.19	82.92
其他应收款	60.06	85.03	103.29	98.45
存货	296.44	281.95	254.77	254.73
长期股权投资	40.22	44.85	66.05	70.03
固定资产	439.87	735.82	736.90	736.22
在建工程	495.41	340.74	425.32	449.20
所有者权益合计	628.75	670.19	700.04	692.13
实收资本	50.00	50.00	50.00	50.00
资本公积	474.22	502.81	530.85	532.98
未分配利润	73.00	72.82	74.92	64.82
少数股东权益	30.78	43.31	43.61	43.61
总债务	646.20	785.86	855.97	885.75
短期债务/总债务	0.08	0.05	0.07	0.07
资产负债率	55.35	58.43	58.92	60.04
总资本化比率	50.68	53.97	55.01	56.14

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营活动净现金流改善，项目投资支出规模较大，投资缺口主要依赖筹资活动弥补；偿债指标有所改善，债务结构相对合理，短期偿债压力可控

公司经营活动现金流入主要包括土地出让及各项业务收入回款、政府补贴收入等，经营活动现金流出主要是与地铁营运、租赁等业务相关的支出，而各项投资支出，包括地铁线路、武广片区开发的投入均体现在投资活动现金流，因此公司经营活动现金流表现较好，而投资活动现金流呈大规模净流出状态。2021 年，公司经营活动现金净流入规

模大幅增长主要系当期土地出让资金回款规模上升且往来款项支出规模减少所致。公司主要通过筹资活动来弥补投资活动现金缺口，筹资渠道主要为银行借款和发行债券。

2021 年，公司 EBITDA 有所上升，但仍无法覆盖公司债务本息；经营活动现金流净流入规模较大，对债务本息覆盖能力大幅提升，能有效覆盖当期利息支出。公司短期债务增长较快，但公司货币资金储备较为充足，货币资金仍能有效覆盖短期债务，公司短期偿债压力可控。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	8.59	0.44	39.34	12.26
收现比	1.04	0.57	0.76	4.66
投资活动净现金流	-118.79	-132.00	-128.97	-27.28
筹资活动净现金流	65.53	175.37	68.21	26.75
EBITDA	17.06	21.18	28.13	--
总债务/EBITDA	37.87	37.11	30.43	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.52	0.59	0.72	--
经营净现金流/总债务	0.01	0.00	0.05	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.26	0.01	1.01	--
货币资金/短期债务	0.99	2.18	1.22	1.40

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

备用流动性充足，公司或有负债风险可控且受限资产比例较低

截至 2022 年 3 月末，公司总债务主要由银行借款、债券融资以及保险债权等非标融资构成，债务压力主要集中在 2024 年及以后，短期偿债压力较小。

表 16：截至 2022 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2022.4~12	2023	2024	2025	2026 及以后
到期金额	48.00	50.82	88.95	38.63	666.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司与多家银行建立了良好的合作关系，截至 2022 年 3 月末，公司获得银行授信总额 1,346.22 亿元，已使用额度为 915.71 亿元，未使用额度为 430.51 亿元，备用流动性充足。

截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额 36.29

亿元，占同期末净资产的比重为 5.24%。被担保方包括长沙市城市建设投资开发集团有限公司、湖南磁浮交通发展股份有限公司和长沙长房地铁置业有限公司，均为长沙市的国有企业，或有风险相对可控。

截至 2021 年末，公司受限资产合计为 95.95 亿元，占同期末总资产的比重为 5.63%，其中受限的固定资产账面价值为 74.48 亿元，在建工程的账面价值为 21.37 亿元，货币资金 0.10 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 05 月 05 日，公司银行信用记录良好，不存在未结清不良信贷记录和已结清不良信贷记录；未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为长沙市唯一的城市轨道交通项目投资、建设、经营和管理主体，地位重要，持续获得长沙市的有力支持

公司是长沙市唯一的城市轨道交通项目投资、建设、经营和管理主体，公司业务具有区域垄断性，区域地位重要。2021 年，公司继续得到长沙市及各级政府的大力支持，收到长沙市财政局拨付的项目资本金 39.93 亿元，计入了资本公积；同期，考虑计入营业收入的乘客票价补贴，公司共获得政府补贴 36.06 亿元。

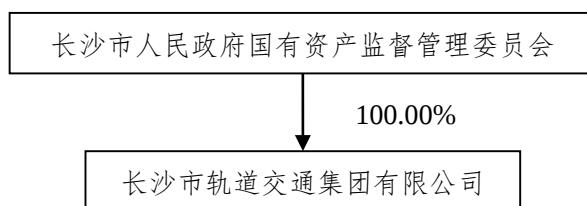
中诚信国际认为，鉴于长沙市极强的经济实力、公司在长沙市重要的主体地位以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将继续获得股东的大力支持。

评级结论

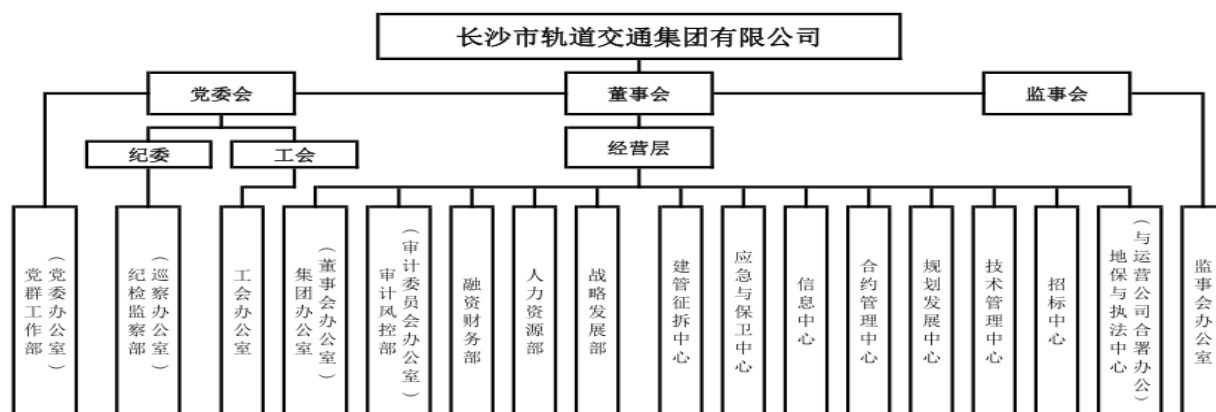
综上所述，中诚信国际维持长沙市轨道交通集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，维持“13 长沙轨道债/PR 长轨交”、“15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01”、“15 长沙轨道债 02/PR 长轨

02”、“15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03”、“21 长沙轨道债 01/21 长轨 01”和“22 长沙轨道债 01/22 长轨 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：长沙市轨道交通集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例	
			直接持股	间接持股
1	长沙市轨道交通一号线建设发展有限公司	10,000	100.00%	--
2	长沙市轨道交通五号线建设发展有限公司	8,674	57.64%	--
3	长沙市轨道交通三号线建设发展有限公司	7,700	64.93%	--
4	长沙市轨道交通四号线建设发展有限公司	7,700	64.93%	--
5	长沙市轨道交通基础设施建设有限公司	1,000	100.00%	--
6	长沙市武广新城开发建设有限责任公司	50,000	100.00%	--
7	长沙市轨道交通置业发展有限公司	10,000	90.00%	10.00%
8	长沙市轨道房地产开发有限公司	10,000	90.00%	10.00%
9	长沙市轨道交通物业管理有限公司	220	100.00%	--
10	长沙市轨道交通运营有限公司	1,000	100.00%	--
11	长沙市轨道交通六号线建设发展有限公司	10,000	100.00%	--
12	湖南长株潭轨道交通西环线建设有限责任公司	380,000	59.14%	--
13	长沙市轨道交通磁浮线建设发展有限公司	5,000	100.00%	--



资料来源：公司提供

附二：长沙市轨道交通集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	487,929.35	926,041.04	711,855.88	829,160.60
应收账款	5,695.96	26,071.06	23,912.69	26,613.95
其他应收款	600,561.26	850,330.34	1,032,948.15	984,488.81
存货	2,964,403.85	2,819,461.33	2,547,666.73	2,547,271.67
长期投资	468,969.40	515,271.04	825,197.43	865,047.98
在建工程	4,954,096.42	3,407,434.15	4,253,168.39	4,491,996.06
无形资产	1,570.04	1,353.65	3,466.73	3,543.93
总资产	14,080,461.63	16,120,669.70	17,042,796.88	17,319,940.29
其他应付款	204,234.65	294,525.63	300,577.13	338,401.05
短期债务	491,901.84	424,710.25	583,989.39	590,706.95
长期债务	5,970,144.97	7,433,902.30	7,975,661.98	8,266,809.55
总债务	6,462,046.80	7,858,612.55	8,559,651.37	8,857,516.51
总负债	7,793,008.89	9,418,730.83	10,042,427.84	10,398,673.93
费用化利息支出	135,650.26	203,003.03	254,667.15	--
资本化利息支出	190,053.47	154,699.36	135,450.46	--
实收资本	500,000.00	500,000.00	500,000.00	500,000.00
少数股东权益	307,763.40	433,100.00	436,102.64	436,102.61
所有者权益合计	6,287,452.75	6,701,938.87	7,000,369.04	6,921,266.36
营业总收入	180,385.67	375,577.80	542,884.93	23,089.23
经营性业务利润	11,121.34	-16,399.43	8,299.51	-97,415.84
投资收益	21,960.22	31,863.86	16,232.09	0.00
净利润	33,452.95	6,899.24	25,507.67	-101,031.75
EBIT	169,605.06	210,763.48	280,181.20	--
EBITDA	170,621.43	211,763.86	281,254.79	--
销售商品、提供劳务收到的现金	188,441.58	213,599.72	415,118.47	107,588.72
收到其他与经营活动有关的现金	92,571.17	128,297.60	240,625.84	107,156.65
购买商品、接受劳务支付的现金	63,439.66	51,714.27	71,073.43	14,510.66
支付其他与经营活动有关的现金	53,944.50	179,965.03	33,811.72	15,230.97
吸收投资收到的现金	7,763.40	125,336.60	3,000.00	0.00
资本支出	1,162,755.95	1,378,000.05	1,054,999.09	233,360.60
经营活动产生现金净流量	85,858.29	4,359.60	393,372.37	122,640.18
投资活动产生现金净流量	-1,187,920.66	-1,319,982.69	-1,289,653.67	-272,803.89
筹资活动产生现金净流量	655,314.55	1,753,734.78	682,096.14	267,468.43
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	51.31	29.02	41.26	-94.83
期间费用率(%)	87.60	61.20	52.17	288.38
应收类款项/总资产(%)	4.31	5.44	6.20	5.84
收现比(X)	1.04	0.57	0.76	4.66
总资产收益率(%)	1.28	1.40	1.69	--
资产负债率(%)	55.35	58.43	58.92	60.04
总资本化比率(%)	50.68	53.97	55.01	56.14
短期债务/总债务(X)	0.08	0.05	0.07	0.07
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.03	--
FFO 利息倍数(X)	0.44	0.50	0.68	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.26	0.01	1.01	--
总债务/EBITDA(X)	37.87	37.11	30.43	--
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.50	0.48	--
货币资金/短期债务(X)	0.99	2.18	1.22	1.40
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.52	0.59	0.72	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理，分析时使用各期财务报表期末数据；2、中诚信国际分析时将公司各期末其他流动负债中带息部分调至短期债务、长期应付款中带息部分调至长期债务；3、公司 2022 年一季度财务报表未经审计，且公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料及利息支出数据，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

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

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

附四：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。