



长沙市轨道交通集团有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1498 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了绿色债券评估服务，经审查，不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果

长沙市轨道交通集团有限公司

AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“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”、“22 长沙轨道债 01/22 长轨 01” AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，中诚信国际认为长沙市作为湖南省的省会城市，现代产业发展向好，经济财政实力持续增强，潜在的支持能力很强。长沙市轨道交通集团有限公司（以下简称“长沙轨道”或“公司”）在长沙市轨道交通领域中发挥重要作用，区域重要性强，能得到长沙市政府的大力支持；同时，公司主营业务具有垄断性，具有极强的业务竞争力。中诚信国际预计，后续轨道交通项目建设的推进将使得公司资产规模保持增长，公司仍将获得有力的外部支持；但需关注公司债务规模持续扩张且面临较大的资本支出压力，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其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

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。

正 面

- **长沙市经济实力持续增强。**长沙市作为湖南省省会城市，现代产业发展向好，经济财政实力持续增强，持续增长的区域经济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。**跟踪期内，公司仍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，具有极强的业务竞争力；同时在建项目较多，业务稳定性和可持续性极强。
- **有力的外部支持。**2022年，公司继续获得长沙市政府在项目资本金注入、运营补贴以及政府专项债等方面的有力支持，轨道交通项目建设、运营及还本付息资金来源较有保障。

关 注

- **债务规模持续扩张且未来面临较大的资本支出压力。**随着轨道交通项目建设推进，公司债务规模持续扩张，截至2023年3月末，公司总资本化比率上升至59.30%，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。
- **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。

项目负责人：胡 娟 jhu@ccxi.com.cn

项目组成员：贺慧敏 hmhe@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

长沙轨道（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	1,612.07	1,704.28	1,815.34	1,820.37
经调整的所有者权益合计（亿元）	640.19	669.13	679.24	672.65
负债合计（亿元）	941.87	1,005.15	1,106.10	1,117.72
总债务（亿元）	820.38	885.97	965.60	980.10
营业总收入（亿元）	37.56	54.29	43.05	2.86
经营性业务利润（亿元）	-1.64	0.83	3.55	-9.94
净利润（亿元）	0.69	2.55	3.06	-9.93
EBITDA（亿元）	21.97	28.02	32.71	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.44	39.34	60.85	0.71
总资本化比率（%）	56.17	56.97	58.70	59.30
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.61	0.72	0.79	--

注：1、中诚信国际根据长沙轨道提供的其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 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，各期财务报告均依照新会计准则编制，其中，2020 年和 2021 年财务数据使用 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年及 2023 年一季度财务数据使用 2022 年审计报告和 2023 年一季度财务报表期末数；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、权益科目中有息债务调入长期债务；3、公司 2023 年一季度财务报表未经审计，且公司未提供 2023 年一季度利息支出数据，故相关指标失效。

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	15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01（AAA）	2022/06/28	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 02/PR 长轨 02（AAA）				
	15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03（AAA）				
	21 长沙轨道债 01/21 长轨 01（AAA）				
	22 长沙轨道债 01/22 长轨 01（AAA）				
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	15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01（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 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

同行业比较（2022 年数据）

项目	长沙轨道	武汉地铁	郑州地铁	南京地铁
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	长沙市	武汉市	郑州市	南京市
GDP（亿元）	13,966.11	18,866.43	12,934.69	16,907.85
一般公共预算收入（亿元）	1,201.80	1,504.74	1,130.04	1,558.21
所有者权益合计（亿元）	679.24	1,066.35	649.01	886.05
资产负债率（%）	60.93	68.77	69.77	67.75
净利润（亿元）	3.06	15.63	1.03	3.36

注：1、武汉地铁系“武汉地铁集团有限公司”的简称，郑州地铁为“郑州地铁集团有限公司”简称，南京地铁系“南京地铁集团有限公司”的

简称：2、长沙轨道和武汉地铁所有者权益合计为经调整后数据。

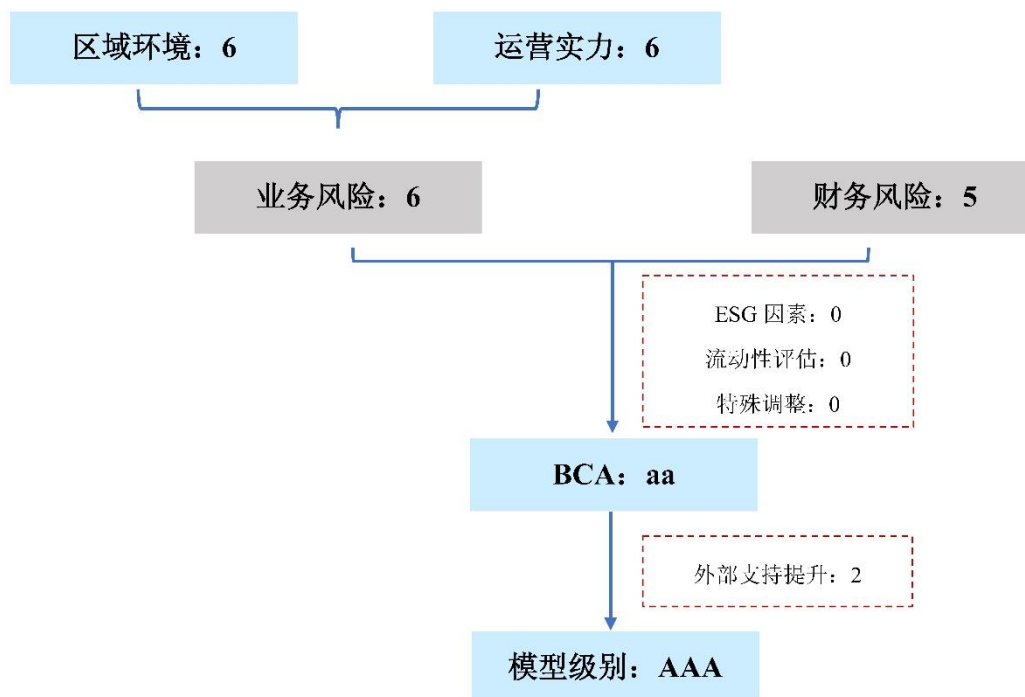
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

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
15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01	AAA	AAA	2022/6/28	30.00	9.00	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	2022/6/28	30.00	13.50	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	2022/6/28	20.00	9.00	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	2022/6/28	10.00	10.00	2021/09/22~2031/09/22	--
22 长沙轨道债 01/22 长轨 01	AAA	AAA	2022/6/28	20.00	20.00	2022/04/18~2032/04/18	--

评级模型

长沙市轨道交通集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，长沙轨道作为长沙市唯一的城市轨道交通建设与运营主体，业务竞争力极强，在建和拟建项目较多，具备极强的业务稳定性和可持续性。但是，公司地铁运营业务持续亏损，在建及拟建项目面临较大的资本支出压力，受第三期建设规划调整影响，部分地铁线路建设进展不及预期。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，长沙轨道以轨道项目为主的资产规模持续上升，资本实力很强，债务结构合理，短期债务偿还压力可控。但是，公司债务规模及财务杠杆水平逐年攀升，EBITDA 对利息支出的保障能力有待提升。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对长沙轨道个体基础信用等级无影响，长沙轨道具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，长沙市政府支持能力很强，主要体现在其区域地位、经济财政实力持续增强；长沙市政府对公司有强的支持意愿，长沙轨道系长沙市唯一的城市轨道交通项目建设和运营主体，持续获得政府在资本金注入、运营补贴以及政府专项债等方面的有力支持，具备很高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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

“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，根据企业提供资料，截至 2023 年 3 月末，上述债券募集资金已全部使用完毕。

根据《长沙市轨道交通集团有限公司公司债券年度报告（2022 年）》，“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，5 亿元用于补充营运资金；截至 2023 年 4 月，募集资金已全部使用完毕。截至 2022 年末，轨道交通 6 号线工程项目已投资 311.66 亿元，占总投资 84.36%；同期末，项目已正式投入运营，2022 年度，轨道交通 6 号线已实现地铁票务收入 0.82 亿元、广通商收入 0.06 亿元。

根据《长沙市轨道交通集团有限公司公司债券年度报告（2022 年）》，“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 2023 年 4 月，已全部使用完；10 亿元拟用于补充营运资金，截至 2023 年 4 月，已使用 9.98 亿元，未使用 0.02 亿元。截至 2022 年末，轨道交通 6 号线工程项目已投资 311.66 亿元，占总投资 84.36%；同期末，轨道交通 6 号线已正式投入运营，2022 年度，轨道交通 6 号线已实现地铁票务收入 0.82 亿元、广通商收入 0.06 亿元。截至 2022 年末，轨道交通 7 号线工程项目已投资 11.67 亿元，占总投资 7.1%，轨道交通 7 号线尚未建设完毕，故未产生运营收益。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会

投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

基投行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

轨交行业政策方面，“十四五”期间，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。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。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。城轨交通公司企业偿债较大幅度依赖财政支持，经济下行及房地产市场低迷将加大城轨交通行业的偿债压力。

区域环境

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。截至 2022 年末，长沙市常住人口为 1,042.06 万人。

近年来，长沙市以智能装备制造、电子信息、新材料、生物制药、食品等为主要产业，现代产业

发展向好，规模以上工业增加值增速位居全国省会城市前列；同时，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。2022 年，长沙市实现地区生产总值(GDP)为 13,966.11 亿元，经济总量在全省 14 个地市（州）中排名第一，增速为 4.50%；分产业看，第一产业增加值 451.30 亿元，同比增长 3.6%；第二产业增加值 5,589.58 亿元，同比增长 6.2%；第三产业增加值 7,925.24 亿元，同比增长 3.4%。同年，长沙市人均地区生产总值为 13.40 万元，亦居省内首位。

表 1：2022 年湖南省下属地市（州）经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
湖南全省	48,670.37	-	7.37	-	3,101.80	-
长沙市	13,966.11	1	13.40	1	1,201.80	1
岳阳市	4,710.67	2	9.39	3	185.04	5
常德市	4,274.50	3	8.20	5	207.63	2
衡阳市	4,089.69	4	6.22	7	194.97	3
株洲市	3,616.80	5	9.34	4	190.88	4
郴州市	2,980.49	6	6.43	6	175.31	6
湘潭市	2,697.54	7	9.98	2	127.43	9
邵阳市	2,599.18	8	4.05	12	127.97	8
永州市	2,410.28	9	4.69	10	158.58	7
益阳市	2,108.02	10	5.56	8	100.12	11
娄底市	1,929.50	11	5.13	9	91.71	12
怀化市	1,877.64	12	4.15	11	119.56	10
湘西州	817.53	13	3.32	14	74.59	13
张家界市	592.39	14	3.94	13	35.39	14

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

持续增长的经济生产总值带动长沙市财政实力稳步提升，其中一般公共预算收入逐年增长且税收收入占比相对稳定。从收支结构上看，长沙市财政自给能力不断改善，但地方综合财力对土地出让和上级补助收入较为依赖。2022 年，长沙市实现地方一般公共预算收入 1,201.80 亿元，同比增长 1.13%，剔除减免缓退税等不可比因素影响，同口径增长 8%；受到房地产市场下行的影响，长沙市 2022 年政府性基金收入为 1,065.25 亿元，同比下降 14.53%。再融资环境方面，长沙市显性债务率¹目前已突破国际 100%警戒标准，但在全省位于较低水平，债务风险整体可控。此外，长沙市内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，直融市场较为活跃，整体再融资环境较好。

表 2：近年来长沙市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	12,142.52	13,270.70	13,966.11
GDP 增速(%)	4.0	7.5	4.5
人均 GDP（万元）	12.08	12.96	13.40
固定资产投资增速(%)	6.2	8.2	5.1
一般公共预算收入（亿元）	1,100.09	1,188.31	1,201.80
政府性基金收入（亿元）	1,093.41	1,246.31	1,065.25
税收收入占比(%)	73.36	74.04	70.97
公共财政平衡率(%)	74.32	77.08	77.61

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%，公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

¹ 显性债务率=地方债务余额/当年政府综合财力*100%。

资料来源：长沙市人民政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，长沙轨道的业务风险很低，公司作为长沙市唯一的轨道交通建设与运营主体，在长沙市轨道交通领域处于垄断地位，具有极强的业务竞争力；公司在建和拟建轨道交通项目较多，业务稳定性和可持续性极强。但值得注意的是，公司营业收入主要来源于地铁运营、土地出让和乘客票价补贴，受制于轨道交通强公益属性，地铁运营持续处于亏损状态，土地出让受国家宏观经济政策及土地、房地产市场行情影响较大，未来收入存在不确定性；此外，受第三期建设规划调整影响，部分地铁线路建设进展不及预期。

表 3：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地出让	14.93	39.75	0.00	15.07	27.76	0.00	6.44	14.96	0.00	0.00	0.00	0.00
地铁运营	6.53	17.39	-59.09	8.77	16.15	-87.88	8.12	18.86	-134.73	2.19	76.57	-96.80
乘客票价补贴	10.89	28.99	100.00	26.85	49.46	100.00	25.54	59.33	100.00	0.00	0.00	0.00
地铁租赁	1.39	3.70	85.13	1.20	2.21	87.11	1.49	3.46	85.77	0.35	12.24	80.00
其他业务	3.83	10.20	70.12	2.38	4.38	92.49	1.46	3.39	60.21	0.32	11.19	-31.25
合计/综合	37.56	100.00	29.02	54.29	100.00	41.26	43.05	100.00	38.94	2.86	100.00	-67.67

注：各项加总与合计数有尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

轨道交通运营板块

跟踪期内公司轨道交通运营里程较为稳定，但受大环境影响，公司地铁运营客流量及收入有所下滑；此外，由于轨道交通具有较强的公益性，公司地铁运营板块仍处于亏损状态，仍主要靠政府拨付的运营补贴弥补亏损。

公司作为长沙市唯一的城市轨道交通项目建设和运营主体，在长沙市轨道交通领域具有垄断地位，其中轨道交通运营业务主要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 2023 年 3 月末，公司已通车 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 142.62 公里，站点数合计 111 个，此外，2022 年 6 月，长沙地铁 6 号线开通运营，该线路为广州市和长沙市合作的轨道交通 PPP 项目²，线路里程为 48.11 公里，运营主体为长沙穗城公司，未纳入公司合并报表范围。

表 4：截至 2023 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

² 6 号线采取“A+B”（分拆）模式实施。其中，A 部分（土建工程）由公司负责融资、投资及建设；B 部分（机电安装+25 年运营）采用 PPP 模式，由广州地铁集团有限公司（以下简称“广州地铁”）牵头的社会资本方与长沙市政府（长沙市委改革办为指定实施机构）合作，组建长沙穗城轨道交通有限公司（以下简称“长沙穗城公司”），广州地铁、长沙轨道、佳都科技集团股份有限公司及中铁电气化局集团有限公司对长沙穗城公司持股比例分别为 36%、35%、15%和 14%。

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	--	--	142.62	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

从运营情况来看，跟踪期内，公司轨道交通运营里程较为稳定，但受大环境影响，公司地铁运营总客流量及总收入有所下滑。2023 年一季度，长沙地铁客流量大幅回升，日均客流量已超过往年水平。

表 5：各线路运营数据（万人次/日、亿元、万列公里）

1 号线	2020	2021	2022	2023.1~3
日均客流量	27.07	36.47	32.16	39.10
票务收入	1.65	1.91	1.79	0.46
运营里程	272.09	310.41	312.06	75.45
2 号线（含一期及西延线）	2020	2021	2022	2023.1~3
日均客流量	39.84	52.45	44.14	57.42
票务收入	2.71	3.10	2.67	0.81
运营里程	404.5	456.27	460.79	113.61
3 号线一期	2020.6~12	2021	2022	2023.1~3
日均客流量	19.59	22.98	21.96	26.36
票务收入	0.71	1.47	1.43	0.36
运营里程	181.26	387.14	388.46	94.78
4 号线一期	2020	2021	2022	2023.1~3
日均客流量	20.21	31.05	26.88	31.97
票务收入	1.1	1.51	1.37	0.34
运营里程	358.56	405.28	409.90	100.79
5 号线一期	2020.6~12	2021	2022	2023.1~3
日均客流量	14.44	17.27	17.60	21.44
票务收入	0.35	0.77	0.85	0.23
运营里程	114.33	239.19	241.25	58.79

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 6：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

受政府定价公益性影响，公司地铁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，长沙市财政按客流量予以补贴，并计入营业收入，2022 年，以此确认的乘客票价补贴收入分别为 25.54 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，2022 年为 18.04 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。

轨道交通建设板块

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），受第三期建设规划调整影响，部分地铁线路建设进展不及预期；公司轨道交通项目储备充足，业务稳定性和可持续性极强，但轨道交通项目建设资金主要来自于市区分担及公司债务融资，需关注资本金到位情况和未来资本支出压力。

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 7：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：各线路实际投资与原始批复可能有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 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，受第三期建设规划调整影响，第三期建设规划整体建设进度有所滞后。截至 2023 年 3 月末，公司在建线路包括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等，在建线路全长 66.46 公里，计划总投资合计 494.57 亿元，已累计完成投资 175.94 亿元；同期末，公司拟建项目主要有 4 号线北延和 5 号线南延等项目，拟建线路全长 98.36 公里，预计总投资 488.18 亿元，公司储备项目充足，在建及拟建轨道交通项目投资规模较大，未来仍面临较大的资本支出压力。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要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
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	70.80
1 号线北延一期	2020	金盆丘站~开福区政府站（不含）	9.84	59.91	30.08
2 号线西延二期	2020	长沙西站~梅溪湖西站	13.82	120.00	29.43
长沙磁浮东延线接入 T3 航站楼	2020	长沙大道与临空大道西北侧既有长沙磁浮快线~磁浮 T3 站	4.45	27.21	20.95

6 号线东延段	2021	黄花机场 T1T2 站（不含）~黄花机场 T3 站	4.22	27.99	7.36
7 号线一期（云塘站—五里牌站）	2021	云塘站~五里牌站	16.84	163.58	17.32
合计	--	--	66.46	494.57	175.94

注：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

表 9：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建轨道交通项目情况（公里、亿元）

项目名称	预计全长	预计总投资	预计建设时间
4 号线北延	15.13	105.04	2023-2027
5 号线南延	8.43	71.84	2023-2027
长沙至宁乡线	38.98	155.00	2023-2027
长沙至浏阳线工程（黄花机场-蕉溪首开段）	26.2	95.00	2023-2026
7 号线一期（五里牌站-汽车东站）	4.99	44.43	2024-2028
1 号线北延一期延伸线	4.63	16.87	2025-2029
合计	98.36	488.18	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资本金方面，截至 2023 年 3 月末，公司已完工项目资本金为 500.34 亿元，尚需到位 135.22 亿元；公司在建项目资本金为 184.47 亿元，已累计到位资本金 65.23 亿元，未来公司资本支出压力仍然较大，需关注资本金到位情况。

表 10：截至 2023 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	58.71
完工	3 号线一期	260.28	91.28	68.22
完工	5 号线一期	165.71	66.28	37.88
完工	6 号线	369.43	147.77	89.22
完工项目合计		1,325.40	500.34	365.12
在建	长株潭城际轨道交通西环线一期	95.88	38.00	38.00
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	9.31
在建	磁浮东延线	27.21	11.00	11.00
在建	7 号线一期工程（云塘站-五里牌站）	165.59	66.24	4.28
在建项目合计		469.79	184.47	65.23
合计		1,795.19	684.81	430.35

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

土地出让板块

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，考虑到土地出让受国家宏观经济政策及土地、房地产市场行情影响较大，需持续关注公司土地出让进度和收益回款情况；同时，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 宗土地划拨给公司子公司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 2022 年末，公司划拨地账面价值为 248.74 亿元。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 2023 年 3 月末，武广公司已累计完成投资 281.52 亿元。

2022 年，公司完成土地出让 193.65 亩，出让总金额 13.40 亿元，确认收入 6.44 亿元，实际回款（不含超过成本的部分）为 6.44 亿元，受土地和房地产市场行情下行影响，当期土地出让收入和回款规模均同比有所下降。截至 2023 年 3 月末，公司累计出让土地约 2,195 亩，公司在整理土地面积为 1,742 亩，2023~2024 年，公司计划分别开发并出让土地 268 亩和 254 亩。2023 年一季度公司无土地实现出让。考虑到土地出让受国家宏观经济政策及土地、房地产市场行情影响较大，需持续关注公司土地出让进度和收益回款情况。

表 11：截至 2023 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	2022 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	281.52	已获得土地证	4,712.35	344.56	6.44
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	--	--
苏托垸片区	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、环城西路、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³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 12：近年来主要来源于政府的资金情况（亿元）

分类		2020	2021	2022
项目资本金	区县分摊	32.71	37.89	25.95
	政府债券资金	28.20	5.30	0.00
政府补贴	--	11.88	9.14	19.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块

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。

轨道交通线网周边土地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。溁湾镇窑坡山棚户区改造项目（含一期和二期）总占地面积 255.45 亩，公司一级开发累计完成投资 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。2020 年以来，地铁沿线土地开发尚未实现土地开发收入。

截至 2023 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 2023 年 3 月末，公司累计完成投资 11.49 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 2023 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 13：截至 2023 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	11.49	未出让土地

³ 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。

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	46.88	--

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；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，2022 年公司实现地铁租赁收入 1.49 亿元，占营业总收入的比重为 3.46%，收入规模及占比均较上年小幅增长。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，2022 年合计为 1.46 亿元，规模较小。

表 14：截至 2023 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	基本完工，办理竣工手续	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	2,835,934	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
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
湘江中路站配线商业空间	3,619	商铺	0.79	0.79	完工、投入运营	自建
星沙站配线商业空间	7,255.5	商铺	1.48	1.48	完工、投入运营	自建
旺旺医院地下空间	6,814	商铺	1.32	0.2	在建	投资换经营权
华远华时代地下空间	2,223	商铺	0.33	0.25	完工	投资换经营权

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

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险较低，跟踪期内受益于政府的大力支持，公司所有者权益持续增长，具备很强的资本实力；但随着项目建设的持续投入，债务规模及财务杠杆水平进一步攀升；公司债务结构合理，短期债务偿还压力可控，但 EBITDA 对利息支出的保障能力有待提升。

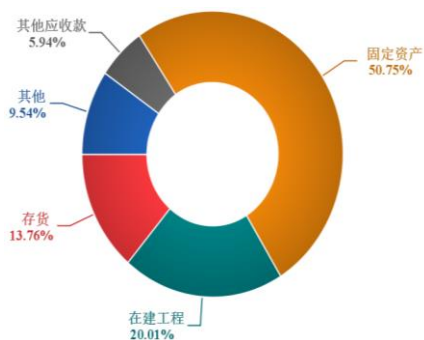
资本实力与结构

跟踪期内随着公司轨道交通项目建设的持续投入，公司资产规模保持增长；资产以轨道交通项目投入为主；公司项目建设资金需求主要依赖于外部融资，财务杠杆率持续攀升，需关注未来资本结构变化情况。

作为长沙市唯一的轨道交通建设与运营主体，跟踪期内，随着轨道项目建设的推进，公司资产规模继续增长，并呈现以非流动资产为主的资产结构，截至 2023 年 3 月末，非流动资产占总资产的比重上升至 76.73%，预计未来资产结构将保持相对稳定。

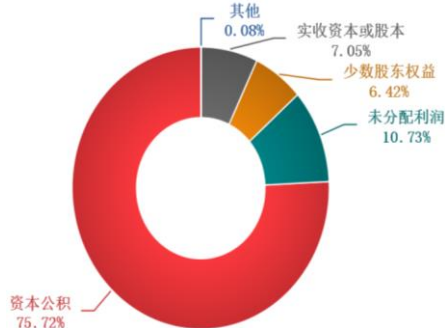
非流动资产主要系与轨道相关的固定资产和在建工程，其中在建工程主要为在建或已通车但未完成竣工决算的轨道交通项目及武广片区土地开发项目，固定资产则主要系由在建工程转入的轨道交通项目，2022 年末，随着 6 号线开通运营，相关资产由在建工程转入固定资产，公司在建工程规模有所减少，固定资产规模大幅增长；此外，公司持有一定规模的长期股权投资，主要系对长沙市国有资本投资运营集团有限公司和长沙穗城公司等联营企业的投资，2022 年末小幅增长主要系对长沙穗城公司追加投资所致。公司流动资产则主要包括货币资金、存货和应收类款项，其中货币资金储备较为充足，为经营周转及债务偿付提供了较好的保障；公司存货中有较大规模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 2022 年末，存货中划拨地账面价值为 248.74 亿元，规模较上年小幅减少系部分土地出让所致。截至 2022 年末，公司应收类款项余额为 111.92 亿元，占同期末总资产的比重为 6.17%，主要是其他应收款 107.83 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的拆借资金，应收规模较大，且账龄多在 2 年及以上，对公司资金形成占用且存在一定的回收风险。总体来看，公司轨道资产每年可为公司带来较为稳定的收入和现金流，资产收益性较好，但资产流动性不足，整体资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司经调整的所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，公司实收资本维持在 50.00 亿元。2022 年，随着轨道交通项目资本金的拨付，公司经调整的所有者权益保持增长，公司当期收到的计入资本公积的财政资金为 10.84 亿元，同时因出让部分土地减少资本公积 4.65 亿元。整体来看，公司资本实力很强，预计未来政府将持续向公司拨付项目建设资本金，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将保持强劲。

2022 年以来，公司总债务规模保持增长，财务杠杆水平持续攀升，截至 2023 年 3 月末，公司总资本化比率为 59.30%，处于较高水平，公司债务负担较重。随着项目建设的逐步推进，未来公司在政府注资外仍需依赖外部融资满足资金缺口，公司总债务规模和财务杠杆率预计将保持增长。

表 15：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
总资产	1,612.07	1,704.28	1,815.34	1,820.37
非流动资产占比	71.30	74.64	76.17	76.73
经调整的所有者权益合计	640.19	669.13	679.24	672.65
资产负债率	58.43	58.98	60.93	61.40
总资本化比率	56.17	56.97	58.70	59.30

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司经营获现能力一般，2022 年受益于税收返还，经营活动净现金流同比大幅增长；大规模的轨道交通项目投资使得公司投资活动现金流持续呈大规模净流出状态，现金平衡对外部融资存在很强依赖性，需持续关注再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响。

跟踪期内，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，2022 年公司营业收入大幅下降，主要系当期土地出让情况不及预期所致。因乘客票价补贴到账相对滞后，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金规模未能与营业收入相匹配，2022 年收现比小于 1；2023 年一季度，因公司暂未确认乘客票价补贴收入，收现比指标有所提升，整体来看，公司经营获现能力一般。

公司土地出让及各项业务收入回款、政府补贴收入是经营活动现金流的主要来源，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，而土地开发及地铁线路等各类项目投资支出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，2022 年，受益于增值税留抵退税款项大规模返还及往来款收回，公司经营活动净现金流同比大幅增长。

2022 年，轨道交通项目的持续投资使得公司投资活动现金流出规模较大，但投资活动基本未产生现金流入，因此公司投资活动现金流仍呈大额净流出状态。根据公司的地铁建设业务的发展规划，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

整体来看，2022 年，公司经营活动现金流入无法弥补公司投资活动资金缺口，加之当期还本付息规模较大，公司仍主要通过外部融资弥补资金缺口，但当期公司对外融资力度有所放缓，筹资活动现金净流入规模小幅下降。随着债务的陆续到期以及建设的不断推进，公司未来仍有较大融资需求，需持续关注融资政策变化对公司再融资能力及融资成本带来的影响。

表 16：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	0.44	39.34	60.85	0.71
投资活动产生的现金流量净额	-132.00	-128.97	-108.00	-20.50
筹资活动产生的现金流量净额	175.37	68.21	46.22	11.42
现金及现金等价物净增加额	43.81	-21.42	-0.93	-8.36
收现比	0.57	0.76	0.58	1.87

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

2022 年，公司债务规模保持增长，债务负担相对较重，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹

配；经营活动净现金流可对利息支出形成有效覆盖，但公司 EBITDA 对利息支出的保障能力有待提升。

跟踪期内，随着地铁建设投资的持续大规模支出，公司外部债务融资需求仍较大，公司债务规模保持增长。公司债务主要由银行借款、应付债券、融资租赁借款和政府专项债等构成，公司债务类型及渠道较多元，其中银行借款是最重要的融资渠道。从债务结构来看，公司短期债务占比较低，债务以长期债务为主，符合地铁建设投资量大、投资回报周期较长的业务特征，债务期限结构较为合理。

表 17：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	余额	1 年以内到期	1~3 年到期	3 年以上到期
银行贷款	657.87	25.14	170.14	462.59
债券融资	150.25	23.25	67.00	60.00
非标融资	141.99	5.83	14.26	121.89
其他（国开基金）	30.00	0.00	4.00	26.00
合计	980.10	54.22	255.40	670.48

注：各项加总与合计数有尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司轨道线路及配套项目不计提折旧，公司 EBITDA 主要由费用化利息支出和利润总额构成，近年来公司利息支出规模持续增长；公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益，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，2022 年增幅较大主要系政府补贴增长所致，公司经营性业务利润对政府补助依赖性强。考虑到利润总额中贡献度较高的政府补助受政策影响较大且投资收益不具备持续性，公司 EBITDA 增长态势存在不确定性。跟踪期内，公司 EBITDA 持续增长，但仍不足以覆盖短期债务和全部债务的利息支出，对债务本息的保障能力较弱。此外，2022 年经营活动净现金流可完全覆盖利息支出。

表 18：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	820.38	885.97	965.60	980.10
短期债务占比	5.73	6.59	5.89	5.53
EBITDA	21.97	28.02	32.71	--
EBITDA 利息保障倍数	0.61	0.72	0.79	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.01	1.01	1.47	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司受限资产合计为 31.99 亿元，占同期末总资产的比重为 1.76%，其中受限的固定资产账面价值为 15.66 亿元，在建工程的账面价值为 16.32 亿元。

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额 34.71 亿元，占同期末净资产的比重为 4.94%。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。

过往债务履约情况：根据公司提供的企业征信报告，截至 2023 年 4 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测⁴

假设

- 2023 年，公司仍作为长沙市轨道交通建设和运营的唯一主体，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。
- 2023 年，公司生产经营类资本支出规模预计在 90~120 亿元，股权类投资规模较小。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 130~160 亿元。

预测

表 19：公司重点财务指标预测情况

项目	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	56.97	58.70	54.68~66.84
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.72	0.79	0.71~0.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

截至 2023 年 3 月末公司账面非受限资金为 61.79 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 1,463.63 亿元，尚未使用授信额度为 515.40 亿元，备用流动性充足。此外，作为长沙市唯一的城市轨道交通项目建设和运营主体，公司可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出仍主要集中于轨道交通等项目建设，资金需求较大。公司债务以长期债务为主，截至 2023 年 3 月末，公司短期债务为 54.22 亿元，此外 2022 年公司利息支出已增至 41.33 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，环境方面公司尚未受到监管处罚，且公司积极履行社会责任，内控及治理结构较健全。

环境方面，公司的轨道建设、沿线土地及站点综合开发业务可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，公司员工发展机制、培养体系健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，体现了国企社会责任和担当。同时，公司在员工责任、安全管理、客户责任、社会贡献、供应链管理、分包商管理方面表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

外部支持

中诚信国际认为，长沙市政府支持能力很强，主要体现在以下方面：

长沙市作为湖南省省会城市，现代产业发展向好，经济财政实力很强且持续增长，2022 年，长沙市经济总量、地方一般预算收入在湖南省 14 个地州市中继续稳居第 1 位，对公司潜在的支持能力很强。但长沙市地方政府债务规模呈上升趋势，且区域内融资平台较多，未来需持续关注长沙市地方政府债务及区域内基础设施投融资企业债务增长较快对再融资环境可能产生的影响。

同时，长沙市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：公司是长沙市唯一的城市轨道交通项目建设和运营主体，负责全市轨道交通线路的投资和建设，业务具有垄断性，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由长沙市国资委直接控股，根据市政府意图承担武汉市轨道交通项目的投融资任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：2022 年，公司在财税政策优惠、资本金注入、运营补贴以及政府专项债等方面继续获得政府的有力支持。2022 年，公司获得长沙市财政返还的增值税留抵退税资金 23.31 亿元；收到计入资本公积的财政资金 10.84 亿元；获得的运营补贴等补助性资金为 19.09 亿元；获得湖南省政府拨付专项债 10.00 亿元。资本金注入、运营补贴及政府专项债等资金支持对公司的资本支出和还本付息形成重要支撑。

表 20：长沙市级平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
长沙市轨道交通集团有限公司	长沙市国资委持股 100%	长沙市唯一的城市轨道交通项目建设和运营主体	1,815.34	709.24	60.93	43.05	3.06	153.50
湖南湘江新区发展	长沙市国资委	长沙市及湘江新区开发建	1,059.07	371.74	64.90	109.55	7.05	117.60

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

集团有限公司	持股 90%	设、产业发展、资本运作、资源整合的重要主体						
长沙城市发展集团有限公司	长沙市国资委持股 100%	长沙市城市建设及运营领域内规模最大的城市发展综合运营商	2,492.12	1,101.67	55.79	384.16	13.38	65.00
长沙市城市建设投资开发集团有限公司	长沙城市发展集团有限公司持股 100%	长沙市重要的土地整理开发及配套市政基础设施建设主体	1,721.52	823.53	52.16	117.65	6.42	74.00
长沙先导投资控股集团有限公司	长沙城市发展集团有限公司持股 90%	长沙市湘江新区范围内城市资源的综合运营商	694.61	264.78	61.88	250.48	7.18	115.96

注：以上财务数据为 2022 年末或 2022 年数据，所有者权益为合并口径未调整数据，“债券融资余额”数据统计时间截至 2023 年 05 月 19 日。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，长沙市政府很强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，长沙轨道与武汉地铁、郑州地铁、南京地铁等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支撑能力均很强，上述公司均能获得当地政府有力的外部支持，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，长沙市与武汉市、郑州市、南京市等的行政地位相当，经济财政实力处于可比区间，区域债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力整体处于同一档次。长沙轨道与上述平台均为市国资委或市人民政府实际控制的轨道交通建设运营主体，均能获得当地政府有力的外部支持。

其次，长沙轨道的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务稳定性很强。同时公司也存在地铁运营业务持续亏损，存在较大投资压力等问题。

财务表现方面，长沙轨道的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模均低于比较组平均水平，但总体资本实力很强；财务杠杆较高，但在行业中处于偏低水平，债务结构较合理；公司盈利能力在行业中处于中等水平；公司在债券市场认可度较高，可用银行授信充足，再融资能力较强。

表 21：2022 年同行业对比表

	长沙轨道	武汉地铁	郑州地铁	南京地铁
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	长沙市	武汉市	郑州市	南京市
GDP（亿元）	13,966.11	18,866.43	12,934.69	16,907.85
GDP 增速（%）	4.50	4.00	1.00	2.10
人均 GDP（万元）	13.40	13.78	10.08	17.88
一般公共预算收入（亿元）	1,201.80	1,504.74	1,130.04	1,558.21
公共财政平衡率（%）	77.61	67.56	78.04	85.21
政府债务余额（亿元）	2,869.52	6,295.13	2,943.45	2,988.20
控股股东及持股比例	长沙市国资委 100%	武汉市国资委 88.06%	郑州发展投资集团有限公司 64.77%	南京市国资委 96.89%

职能及地位	长沙市唯一的城市轨道交通项目建设和运营主体	武汉市唯一的轨道交通建设和运营的主体	郑州市唯一的轨道交通投资、建设和运营主体	南京市唯一的轨道交通建设和运营主体
核心业务及收入占比	地铁运营 18.86%、乘客票价补贴 59.33%、土地出让 14.96%和地铁租赁 3.46%	票款收入 30.81%、资源一级开发 53.15%	票款服务 78.33%、租赁服务 9.83%	地铁运营 59.23%、租赁 9.96%、售房 9.14%
地铁运营里程（公里）	142.62	460.76	215.55	426.60
总资产（亿元）	1,815.34	4,365.64	2,147.04	2,747.77
所有者权益合计（亿元）	679.24	1,066.35	649.01	886.05
负债总额（亿元）	1,106.10	3,002.19	1,498.03	1,861.73
资产负债率（%）	60.93	68.77	69.77	67.75
营业总收入（亿元）	43.05	101.50	6.00	24.50
净利润（亿元）	3.06	15.63	1.03	3.36
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	60.85	43.45	53.84	-4.59
可用银行授信余额（亿元）	515.40	809.00	1,125.28	557.38
债券融资余额（亿元）	148.50	436.35	5.00	368.00

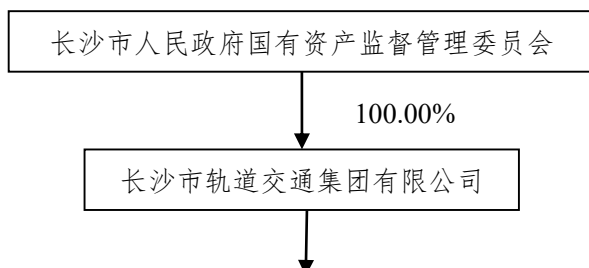
注：1、长沙轨道和武汉地铁所有者权益合计为经调整后数据；2、长沙轨道和武汉地铁运营里程为截至 2023 年 3 月末数据，郑州地铁运营里程为截至 2022 年 6 月末数据，南京地铁运营里程为截至 2022 年 3 月末数据；3、长沙轨道和武汉地铁银行授信余额截至 2023 年 3 月末，郑州地铁银行授信余额为截至 2022 年 6 月末数据，南京地铁为截至 2022 年 3 月末数据；4、债券余额为截至 2023 年 6 月 5 日数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

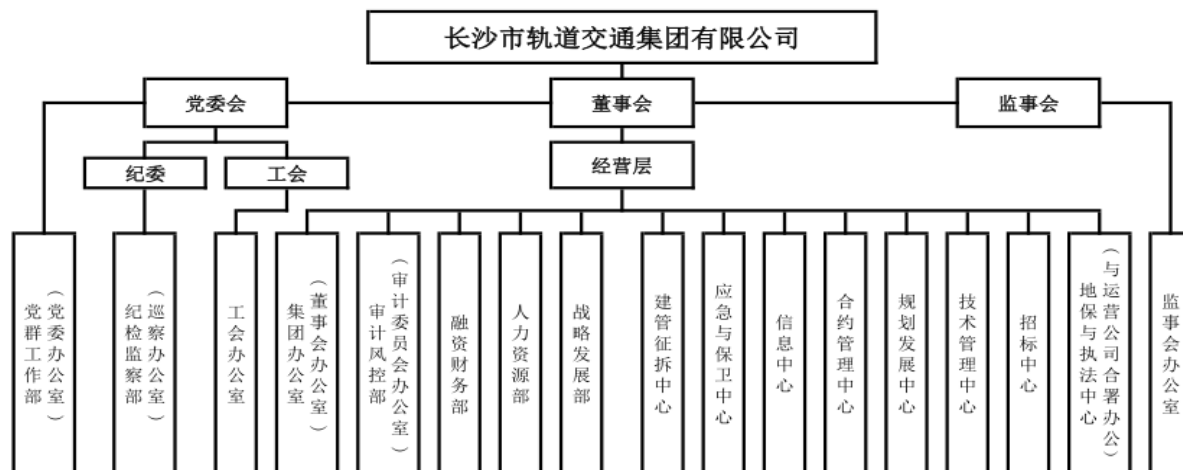
综上所述，中诚信国际维持长沙市轨道交通集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01”、“15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02”、“15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03”、“21 长沙轨道债 01/21 长轨 01”和“22 长沙轨道债 01/22 长轨 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2023 年 3 月末）



序号	子公司名称	直接持股比例	间接持股比例
1	长沙市轨道交通一号线建设发展有限公司	100.00%	--
2	长沙市轨道交通五号线建设发展有限公司	57.64%	--
3	长沙市轨道交通三号线建设发展有限公司	64.94%	--
4	长沙市轨道交通四号线建设发展有限公司	64.94%	--
5	长沙市轨道交通基础设施建设有限公司	100.00%	--
6	长沙市武广新城开发建设有限责任公司	100.00%	--
7	长沙市轨道交通置业发展有限公司	90.00%	10.00%
8	长沙市轨道房地产开发有限公司	90.00%	10.00%
9	长沙市轨道交通物业管理有限公司	100.00%	--
10	长沙市轨道交通运营有限公司	100.00%	--
11	长沙市轨道交通六号线建设发展有限公司	100.00%	--
12	湖南长株潭轨道交通西环线建设有限责任公司	59.14%	--
13	长沙市轨道交通磁浮线建设发展有限公司	100.00%	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理



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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	926,041.04	711,855.88	701,577.79	617,933.06
非受限货币资金	925,041.04	710,855.88	701,577.79	617,933.06
应收账款	26,071.06	23,912.69	40,865.90	45,580.58
其他应收款	850,330.34	1,032,948.15	1,078,317.33	1,068,638.75
存货	2,819,461.33	2,547,666.73	2,498,415.02	2,498,200.08
长期投资	515,271.04	825,197.43	884,555.67	899,478.87
在建工程	3,407,434.15	4,253,168.39	3,632,107.88	3,741,966.90
无形资产	1,353.65	3,466.73	3,482.01	3,424.45
资产总计	16,120,669.70	17,042,796.88	18,153,373.11	18,203,656.94
其他应付款	249,383.78	300,577.13	249,815.53	259,300.16
短期债务	469,852.10	583,989.39	568,649.84	542,212.23
长期债务	7,733,902.30	8,275,661.98	9,087,308.09	9,258,793.29
总债务	8,203,754.40	8,859,651.37	9,655,957.93	9,801,005.52
负债合计	9,418,730.83	10,051,489.12	11,061,011.67	11,177,181.21
利息支出	357,702.38	390,117.60	413,335.38	--
经调整的所有者权益合计	6,401,938.87	6,691,307.77	6,792,361.44	6,726,475.73
营业总收入	375,577.80	542,884.93	430,487.85	28,629.63
经营性业务利润	-16,399.43	8,299.51	35,500.18	-99,441.32
其他收益	118,809.42	91,398.92	190,856.57	24.29
投资收益	31,863.86	16,232.09	1,652.56	0.00
营业外收入	2,152.44	1,134.00	1,251.32	196.10
净利润	6,899.24	25,507.67	30,610.33	-99,344.59
EBIT	218,670.80	279,087.16	325,859.57	--
EBITDA	219,671.18	280,160.75	327,093.40	--
销售商品、提供劳务收到的现金	213,599.72	415,118.47	249,096.22	53,594.44
收到其他与经营活动有关的现金	128,297.60	240,625.84	403,606.80	63,325.18
购买商品、接受劳务支付的现金	51,714.27	71,073.43	68,055.76	13,412.98
支付其他与经营活动有关的现金	179,965.03	33,811.72	36,602.17	34,465.69
吸收投资收到的现金	125,336.60	3,000.00	18,900.00	0.00
资本支出	1,378,000.05	1,054,999.09	1,030,641.14	174,418.50
经营活动产生的现金流量净额	4,359.60	393,372.37	608,525.53	7,109.86
投资活动产生的现金流量净额	-1,319,982.69	-1,289,653.67	-1,079,969.98	-204,974.68
筹资活动产生的现金流量净额	1,753,734.78	682,096.14	462,166.36	114,220.09
现金及现金等价物净增加额	438,111.69	-214,185.16	-9,278.09	-83,644.73
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	29.02	41.26	38.94	-67.67
期间费用率（%）	61.20	52.17	69.47	258.48
应收类款项占比（%）	5.44	6.20	6.17	6.12
收现比（X）	0.57	0.76	0.58	1.87
资产负债率（%）	58.43	58.98	60.93	61.40
总资本化比率（%）	56.17	56.97	58.70	59.30
短期债务/总债务（%）	5.73	6.59	5.89	5.53
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.01	1.01	1.47	--
总债务/EBITDA（X）	37.35	31.62	29.52	--
EBITDA/短期债务（X）	0.47	0.48	0.58	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.61	0.72	0.79	--

注：1、中诚信国际根据长沙轨道提供的其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 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，各期财务报告均依照新会计准则编制，其中，2020 年和 2021 年财务数据使用 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年及 2023 年一季度财务数据使用 2022 年审计报告和 2023 年一季度财务报表期末数；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、权益科目中有息债务调入长期债务；3、公司 2023 年一季度财务报表未经审计，且公司未提供 2023 年一季度利息支出数据，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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn