



信用等级通知书

信评委函字 [2013]跟踪714号

长沙市轨道交通集团有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司2013年25亿元公司债券的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA⁺的主体信用等级和AA⁺的债项信用等级，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一三年九月二十六日

长沙市轨道交通集团有限公司 2013 年跟踪评级报告

发行主体 长沙市轨道交通集团有限公司

本次主体信用等级 **AA⁺** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AA⁺** 评级展望 **稳定**

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	上次债项信 用等级	本次债项 信用等级
13 长沙轨道债	25	2013.04.23~2023.04.23	AA ⁺	AA ⁺

概况数据

长沙轨道（合并口径）	2010	2011	2012	2013.3
总资产（亿元）	501.71	557.57	593.47	620.01
所有者权益（亿元）	361.51	402.29	410.77	415.77
总负债（亿元）	140.20	155.28	182.70	204.24
总债务（亿元）	131.00	145.85	168.06	178.16
主营业务收入（亿元）	0.04	0.10	0.06	0.02
EBIT（亿元）	2.44	2.83	3.90	-0.12
EBITDA（亿元）	2.46	2.88	3.96	-
经营活动净现金流（亿元）	-6.76	-4.58	7.49	-0.11
主营业务毛利率（%）	37.39	52.92	53.55	52.44
EBITDA/主营业务收入（%）	6,418.18	2,758.65	6,688.74	-
总资产收益率（%）	0.88	0.54	0.68	-0.08*
资产负债率（%）	27.95	27.85	30.78	32.94
总资本化比率（%）	26.60	26.61	29.03	30.00
总债务/EBITDA(X)	53.22	50.65	42.43	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.38	0.33	0.32	-

注：1、长沙市轨道交通集团有限公司财务数据均采用旧会计准则编制；

2、2013 年一季报未经审计；

3、带星号的指标经过年化处理。

分析师

项目负责人：王 娟 jwang@ccxi.com.cn

项目组成员：关 玥 yguan@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2013 年 9 月 26 日

基本观点

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 AA⁺，评级展望为稳定；维持“2013 年长沙市轨道交通集团有限公司公司债券”的信用等级为 AA⁺。

中诚信国际肯定了长沙市政府很强的财政实力为公司城市轨道交通建设提供了良好的外部条件；土地资源开发、棚户区改造和地下空间开发等项目将为地铁建设提供资金来源；长沙市政府对公司的大力支持为公司的地铁建设提供了有力的保障。同时，中诚信国际也关注到公司未来资本支出规模较大、目前收入规模较小、资本金到位情况较差，地铁建设划拨地实现收益周期较长，同时受行业调控政策的影响较大等因素对其整体信用状况的影响。

优 势

- **长沙市政府很强的财政实力为公司城市轨道交通建设提供了良好的外部条件和基础。**2012 年，长沙市实现地区生产总值（GDP）6,399.91 亿元，同比增长 13.0%；实现财政总收入 796.58 亿元，同比增长 15.6%；其中公共财政预算收入 490.65 亿元，增长 15.2%。长沙市很强的财政实力为公司业务的发展奠定了基础。
- **土地资源开发、棚户区改造以及地下空间资源经营为公司地铁建设提供资金来源。**为解决长沙轨道交通建设资金需求问题，长沙市人民政府一方面将大量土地划拨给公司用于轨道交通建设，另一方面授予公司长沙市所有地下空间资源统一经营控制权和地铁沿线部分棚户区改造项目开发权，相关土地收益以及经营收入将成为轨道交通建设的重要资金来源和偿债保障。
- **长沙市政府对公司的大力支持。**公司作为长沙市城市轨道交通项目的唯一主体以及城市基础设施建设的重要主体，在项目投融资、土地获取、财政补贴等方面得到长沙市政府的大力支持。

关 注

- **地铁建设资金需求大，公司将面临较大的资金压力。**根据《长沙轨道交通线网规划及建设规划（2011~2018）》，“十二五”期间公司将迎来地铁投资的高峰期，需要 1,000 亿元左右的资金用于地铁建设，此外还需要资金用于划拨地的开发，资本支出规模较大，公司将面临较大的资金压力。

- **目前公司收入规模较小。**目前公司地铁项目全部为在建，收入主要来源于租金收入、广告位租赁收入和停车费收入等相关资产管理业务，2012 年实现主营业务收入 592.21 万元，收入规模较小，为地铁建设提供的资金支持有限。
- **资本金到位情况较差，地铁建设划拨地实现收益周期较长，同时受行业调控政策的影响较大。**根据 2011 年出具的土地估价报告披露公司收到的划拨土地资产总价值 344.56 亿元，可平衡公司未来建设资本金，但土地资源开发、地下空间资源经营开发以及棚户区改造实现收益较慢，与项目建设周期不匹配，导致公司资本金到位情况较差。此外，土地资源开发受国家宏观政策特别是土地和房地产政策的影响较大，存在一定的不确定性。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级。

募集资金项目进展

本期债券募集资金 25 亿元，全部用于长沙市轨道交通 1 号线一期工程。

截至 2013 年 3 月末，长沙市轨道交通 1 号线全线设站 20 座，五一广场站已同 2 号线施工完成，其余 19 个车站已全部开工建设。其中，汽车北站、开福区政府站、北辰三角洲、侯家塘站、南湖路站、涂家冲站、铁道学院站、友谊路站、省政府站、桂花坪站、大托站、中信广场站等 12 个站点主体结构施工完成，正在进行附属结构施工；黄兴广场站开始土方开挖；开福寺站、湘雅路站、营盘路站现有施工场地内围护结构施工完成；南门口站累计完成地下连续墙 66 幅；黄土岭站西侧南段顶板施工完成；尚双塘站累计完成桩基 103 根；友谊路站至中信广场站 4 个区间盾构双线贯通，中信广场站至尚双塘站明挖区间基本完成，高架区间下部结构完成。

基本概况

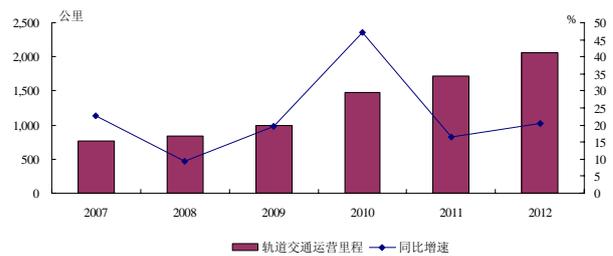
随着城市化进程持续推进，我国城市轨道交通行业进入高速发展时期

轨道交通是经济社会发展到一定阶段的产物。随着我国城市化进程的持续推进，道路交通资源与居民出行需求之间的矛盾日益突出，我国进入地下空间资源开发利用的高速发展期。

交通运输部于 2011 年 4 月发布的《交通运输“十二五”发展规划》提出，要充分发挥轨道交通和快速公交在城市交通系统中的骨干作用，300 万人口以上的城市加快建设以轨道交通和快速公交为骨干、以城市公共汽电车为主体的公共交通服务网络。截至 2012 年底，全国轨道交通运营线路数量达到 67 条，运营总里程达到 2,042 公里，运营车站总数达到 1,353 座。其中，全国共计有 28 个城市继续建设轨道交通线路工程，续建线路共计 63 条段，里程约 1,399 公里，车站 970 座。在原批准近期建

设规划线路、以及 2012 年新增被批准建设的城市项目释放的情况下，预计 2013 年我国将有 24 个城市新开工轨道交通线路，规模达 40 余条段、846 公里，全国城市轨道交通投资规模有望比 2012 年增长 12%~15% 左右，投资规模达到 2,800 亿元~2,900 亿元。预计未来城市轨道交通建设的巨额投资规模也将给各地政府财政带来一定资金支出压力。

图 1：2007 年~2012 年我国轨道交通运营里程及其增速



资料来源：2007~2012 年统计年鉴

我国城市轨道交通行业在“十二五”期间将保持高速发展的态势，预计投资将超 1 万亿元，计划建成投运里程将达到 2,500 公里左右，到 2020 年末全国建成总里程或将达到 7,000 公里。随着在建、拟建线路的建成运营，轨道交通将在城市客运系统中发挥更加重要的作用。

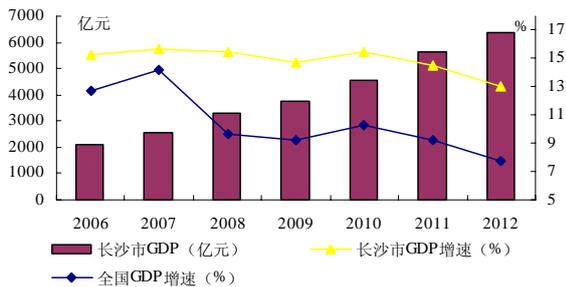
轨道交通属于资本密集型产业，其准公共产品属性和规模经济特征决定了以政府为主导的投融资模式

轨道交通是典型的资本密集型产业，建设周期长，一次性投资大。按照 2012 年 9 月国家发改委新批准的 23 个城市轨道交通建设项目估算，城市轨道交通平均每公里造价为 3.23 亿元，相比 20 世纪 90 年代建成的 3 条线路平均每公里造价 6~8 亿元已有大幅下降。尽管国产化的实施使得轨道交通项目建设成本大幅下降，但总体来看，轨道交通仍然是城市基础设施建设中投资规模最大的工程，而上述建设成本通常最终沦为沉没成本。除建设成本外，轨道交通项目还面临高昂的运营费用，包括电力供应、车辆维修、设备维护、人员工资等。目前我国轨道交通投资仍以政府财政支出为主，政府资金是否能够及时到位直接关系到债务能否按时还本付息。

随着长沙市经济的快速发展和机动车保有量的不断增加，城市中心区交通矛盾日益突出，轨道交通网成为解决这一矛盾的主要途径

2012年，长沙实现地区生产总值（GDP）6,399.91亿元，同比增长13.0%。得益于新型工业化的快速推动，长沙经济结构进一步优化，三次产业结构由2006年的6.9：44.0：49.2调整为2012年的4.3：56.1：39.6。分产业看，第一产业实现增加值272.31亿元，增长4.0%；第二产业实现增加值3,592.52亿元，增长14.5%，其中工业实现增加值3,051.94亿元，增长15.7%；第三产业实现增加值2,535.08亿元，增长12.0%。第一、二、三次产业分别拉动GDP增长0.2、8.0、4.8个百分点，三次产业对GDP增长的贡献率分别为1.2%、61.5%、37.3%。

图2：2006年~2012年长沙市和全国GDP及其增速

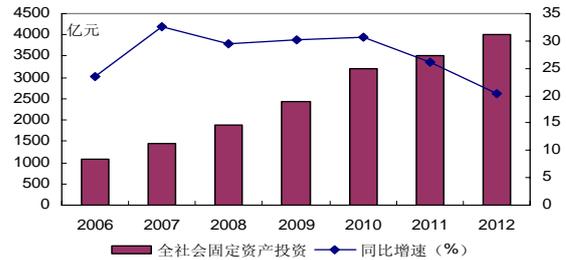


资料来源：长沙市统计局，国家统计局，中诚信国际整理

按常住人口计算，人均GDP达89,903元，比上年增长12.1%。在规模以上工业中，全市重工业实现增加值1,329.88亿元，比上年增长16.6%。重工业增加值占规模以上工业增加值的比重达57.6%，对规模以上工业增长的贡献率达57.1%。

随着国际金融危机的逐渐消退，财政收入增速逐步恢复到金融危机前水平。2012年，长沙市实现财政总收入796.58亿元，同比增长15.6%，其中公共财政预算收入490.65亿元，增长15.2%。近几年长沙市不断推进城市基础设施建设，2012年长沙市公共财政预算支出616.59亿元，增长18.4%。2012年长沙市完成固定资产投资4,011.96亿元，比上年增长20.3%。

图3：2006年~2012年长沙市固定资产投资情况



资料来源：长沙市统计局，中诚信国际整理

长沙市经济的快速发展和城市综合实力的不断增强，使机动车保有量不断增加。2012年，长沙市机动车保有量达到136万辆，同比增长13.94%，机动化出行比例增加，城市中心区交通矛盾日益突出。因此，为缓解中心区交通矛盾，构建以轨道交通为主体的多模式一体化交通体系显得尤为重要。

总体来看，随着长沙市人口数量和机动车保有量的不断增加，城市中心区交通矛盾日益突出，构建轨道交通网成为解决这一矛盾的主要途径。同时，近几年随着经济的快速发展，长沙市财政实力不断增强，为地铁的前期建设投入及持续运营提供了一定的资金保障。

轨道交通工程项目建设逐步进入建设高峰期，未来资本支出规模较大

长沙市轨道交通工程项目首期建设分别为1号线一期工程、2号线一期工程和2号线西延一期工程，线路总长度50.62公里，共设车站43座，总投资约261.77亿元，与城市最重要的客流走廊相对应，建成长沙市轨道交通线网的“十”字型核心线路。

1号线一期工程全线设站20座，五一广场站已同2号线一期工程共同施工完成，其余19个车站已有18个开工建设。截至2013年3月底，已完成投资31.88亿元，其中到位资本金3.73亿元。2号线一期工程全线车站主体及区间施工和正线轨道施工已全部完成，截至2013年3月底，已完成投资85.33亿元，其中到位资本金17.16亿元，预计2013年年底全部完工。2号线西延线一期工程正在进行主体结构施工，截至2013年3月底，已完成投资3.04亿元，预计2014年完工。3号线一期工程和4号线一期工程，截至2013年3月底，已完

成投资 3.00 亿元和 2.40 亿元。

表 1：截至 2013 年 3 月底长沙轨道交通在建及规划项目情况

	线路	开工时间	起止点	长度 (公里)	总投资 (亿元)	截至 2013 年 3 月 底已投资 (亿元)	预计完工时间
在建	2 号线一期工程	2009.10	汽车西站~光达站	22.26	119.00	85.33	2013.12
	1 号线一期工程	2010.12	汽车北站~万家丽路站	23.86	129.32	31.88	2014.12
	2 号线西延一期	2011	汽车西站~梅溪湖西	4.50	24.66	3.04	2014
拟建	3 号线一期	2011	莲坪大道~龙角路	35.60	238.14	3.00	-
	4 号线一期	2011	月亮岛路~桂花大道	33.50	219.38	2.40	-
	5 号线一期	2014	蟠龙路~时代大道	22.70	156.63	0.00	-
合计				142.42	887.13	125.65	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

按照长沙轨道交通线网规划及建设规划，2011~2015 年公司将有 6 条线开工建设，“十二五”期间将进入轨道交通建设的高峰期，截至 2013 年 3 月底，在建和规划线路长度 142.42 公里，预计总投资 887.13 亿元，其中涉及资本金 320.61 亿元，截至 2013 年 3 月底已到位资本金 23.45 亿元，未来资本支出规模很大。中诚信国际关注到，长沙轨道交通建设资金主要来源于土地开发收益和银行借款，资金压力较大。

表 2：截至 2013 年 3 月底轨道项目资本金及到位情况

项目	建设资金 (亿元)	资本金 (亿元)	截止 2013 年 3 月底已到位资 本金 (亿元)
1 号线项目	129.32	45.26	3.73
2 号线项目	119.00	51.17	17.16
2 号线西延线项目	24.66	8.63	1.54
3 号线项目	238.14	83.35	0.52
4 号线项目	219.38	76.78	0.50
5 号线项目	156.63	54.82	-
合计	877.13	320.01	23.45

资料来源：公司提供

大量的土地资源是公司解决资金瓶颈的重要手段，地下空间、棚户区改造项目及市政基础设施建设稳步推进

长沙市政府将大量土地划拨给公司用作轨道交通建设融资用地，并明确相关土地收益及市本级的税费将全部归公司所有，土地资源开发成为解决资金瓶颈的重要手段。

根据国土资源部《关于湖南省长沙市等 4 市 2009 年农用地转用和土地征收方案的批复》国土

资函[2009]669 号，将武广片区 1.67 万亩土地划拨给长沙轨道，同时将轨道交通沿线可开发土地授予长沙轨道进行统一控制、统一经营和综合开发。由长沙市武广新城开发建设有限责任公司负责整理开发。截至 2013 年 3 月底，武广片区已经完成拆迁土地面积约 612.00 亩；正在扫尾的土地面积约 654.70 亩；正在实施拆迁的土地面积约 877.00 亩。截至 2013 年 5 月 20 日，武广片区 35 宗土地已全部完成建设用地转换，其中 15 宗土地获得土地证。其中，火车站周边核心商业区项目拆迁工作已完成 1,000 多亩，与湘城壹佰的签约项目是 9 号地块，该项目基本完成拆迁并已于 2013 年 6 月挂牌交易出让；与恒大签约项目目前正在推进项目拆迁；与广东商会签约项目中的 30 号地块目前正在推进项目拆迁；其它地块计划 2013 年开始启动项目拆迁。截至 2013 年 3 月底，该项目已完成投资 85.06 亿，后续尚需投资 122.94 亿元。

2011 年 1 月，长沙永信评估咨询有限责任公司对公司武广片区 31 宗土地进行了评估并出具了土地估价报告，评估面积为 731.19 万平方米，估价基准日为 2011 年 1 月 6 日，评估设定开发程度均为宗地红线外“五通”即通路、通电、供水、排水、通讯，红线内场地未平整且未完成拆迁安置补偿，在设定用途和设定容积率下的划拨地土地资产总价格为 344.56 亿元，评估单价平均为 4,712.35 元/平方米。公司计划 2013 年根据资金需求情况，挂牌约 1000 亩，预计回收资金 40~50

亿元。截至 2013 年 7 月底，公司已出让两块土地， 元。
土地面积 256.80 亩，获得土地出让收入 17.12 亿

表 3：截至 2013 年 3 月底公司控制的主要土地资源情况

地块名称	位置	土地面积 (亩)	计划投 资(亿 元)	截止 2013 年 3 月底已投资 (亿元)	是否获得 土地证	评估单价(元/平方米)	评估价值 (亿元)
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	16,700	208	85.06	15 块土地土地证已获取，后续以统征地名义挂牌	4,712.35	344.56
黄兴镇片区 1 期	轨道黄兴车辆段周边，西至浏阳河	5,000	未定		轨道交通用地	暂未评估	--
黄兴镇片区 2 期	浏阳河风光带、高塘坪路附近 4000 亩；高塘坪路以东，中轴大道以北 1000 亩	5,000	未定		轨道交通用地	暂未评估	--
河西先导区	雷锋镇境内 3,500 亩，含浦镇境内 2,500 亩，坪塘镇境内 1,000 亩	7,000	未定		轨道交通用地	暂未评估	--
解放垸片区	天心区大托镇京广铁路以西，绕城高速南段以南，湘江以东	18,000	未定		轨道交通用地	暂未评估	--

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

此外，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，目前相关土地测量工作正在进行。

除土地资源补偿之外，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，结合站点配套设施建设，对该项目进行综合开发建设。目前该项目主要由长沙轨道下属的全资子公司长沙轨道交通实业有限公司运作。该项

目总占地面积 285.94 亩，计划总投资增至 38.62 亿元，目前该项目已获得土地证。根据轨道交通建设规划，在建的轨道 2 号线从该项目东西向地下穿过，并在此设溁湾镇站点；同时规划中的轨道 4 号线也从项目南北向地下通过，在此设立换乘站。目前该项目用地范围内已展开的一期拆迁的建筑总面积约 25.4 万平方米，其中有效用地面积 164 亩。截至 2013 年 3 月底，该项目已投资 23.03 亿元，预计未来尚需投资 15.59 亿元左右，最终收益将进入轨道建设专项基金，计划于 2013 年进行挂牌出让。二期工程占地 30 亩，规划进程未定。

表 4：截至 2013 年 3 月底棚户区改造项目

项目名称	位置	土地面积 (亩)	计划总投资 (亿元)	拆迁成本 (亿元)	2013 年 3 月底累 计完成投资 (亿元)	开发周期
溁湾镇窑坡山棚户区改造项目	岳麓区溁湾镇望月湖办事处	285.94	38.62	20	23.03	2009-2013

资料来源：公司提供

目前，公司共获得了五一广场、芙蓉广场和杜花路地下空间项目，总建筑面积增至 12.31 万平方米，建设模式采取经营权出让，采用显性招商，由投资商出资，出具可行性研究报告，后续由长沙轨道依照设计施工建设流程进行整理开

发，最终将地下空间整体出租。预计前期整理开发投资额增加至 10.06 亿元，目前项目均处在招商阶段。

五一广场地下空间位于长沙市五一广场核心商业圈，地处区域设有轨道交通南北、东西干线

1、2 号线换乘站五一广场站。该项目规划在不改变五一绿化广场的性质及用途基础上，充分利用地下空间用作商业和停车场。五一广场地下空间项目总建筑面积减小到 6.08 万平米，但预计投资增加至 5.20 亿元，预计招标由业主自行开发建设，中标单位完成建设后所有权归长沙轨道，后续长沙轨道将出售 20~30 年的使用权作为收益来源。

芙蓉广场项目位于芙蓉广场地下人防空间位置，项目周边为芙蓉商务区核心开发地段，建筑面积减小至 2.88 万平方米，预计投资 2.92 亿元，整理开发模式与五一广场项目类似。

杜花路地下空间项目位于长沙武广新站正西侧主干道杜花路地下，该项目东与武广新站西广场地下停车场相连，西与地铁 2 号线黎托站地下商业购物广场相通，项目南北两侧是武广新城核心商业开发用地，地理位置优越，该项目也是作为商业和车库进行开发，建筑面积约 3.35 万平方米，预计投资 1.94 亿元。整理开发模式与五一广场项目类似。截至 2013 年 3 月底已完成投资 1.37 亿元，主体工程基本建设完成。

表 5：截至 2013 年 3 月底公司获得的地下空间项目

地下空间名称	面积(万平方米)	经营性质	计划总投资(亿元)
五一广场地下空间	6.08	车库/商铺	5.20
芙蓉广场地下空间	2.88	车库/商铺	2.92
杜花路地下空间	3.35	车库/商铺	1.94
武广地下配套项目	10.47	车库/商铺	9.68
合计	22.78	--	19.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还承担了武广客运专线长沙站地下配套交通枢纽建设工程，包括站前广场、地下通道等，占地面积 10.47 万平方米，总投资金额为 9.68 亿元。武广地下配套项目盈利模式也是将地下车库和商铺等经营权整体对外出租，2012 年公司武广地下配套设施停车场已经进入试运营，实现收入 406.41 万元。

公司作为长沙市城市基础设施建设的重要主体，还承担了一些市政基础设施建设职能。目前公司市政基础设施建设项目主要有武广配套项目一期和武广配套项目二期。

公司作为长沙市城市基础设施建设的重要主体，还承担了一些市政基础设施建设职能。目前公司市政基础设施建设项目主要有武广配套项目一期和武广配套项目二期。武广配套项目一期位于雨花区黎托乡，北至劳动东路，南至湘府路，东至浏阳河，西靠京珠高速，总用地面积约 794.98 公顷，建设周期为三年，预计总投资 62.54 亿元，武广配套项目二期包括京珠高速长沙黎托段改造工程项目以及杜花路、川河路、曲塘路、京珠高速东西辅道等路段的建设，预计总投资 15.8 亿元。截至 2013 年 3 月底，武广片区配套项目部分已完成土方平整和主体结构施工。

此外公司还代建了武广浏阳河敢胜垌防洪堤整治一期工程、武广客运专线新火车站前西广场铺楼工程等项目。目前这些项目资金主要来源于财政拨款，部分由长沙轨道自筹解决。

政府支持资本金到位情况较差，持续关注 2013 年资本金到位情况，财政拨款较往年增加

在城市轨道交通建设方面，根据《关于长沙市轨道交通 1 号线一期工程项目资本金的批复》（长政函[2010]4 号），市财政将按照总投资的 35% 安排 45.62 亿元补贴资金，用于轨道交通 1 号线一期工程项目资本金配套。并与银团合作增加不超过 21 亿元的银团贷款额度，用于轨道交通 1 号线一期工程项目资本金配套。截至 2013 年 3 月 31 日，公司银团借款余额 15.15 亿元，质押标的为长沙市轨道交通 1 号线一期，该项目建成后，公司享有收费权及其项下收益。

为了解决项目资本金缺口问题，长沙市实行城市轨道交通项目资本金市、区共同分担的原则，由市区两级政府按比例分摊项目资本金。根据《关于明确 2013 年轨道交通项目资本金区（县）分摊事宜的通知》（长财建函[2012]98 号），长沙市财政局明确了项目资本金分摊具体实施办法。其中市本级需分摊 14.19 亿元，各区县需分摊 10.39 亿元，先导区需分摊 5.10 亿元，共计 29.68 亿元。市本级、各区县分摊的每月资本金按照一季度

30%、二季度 30%、三季度 20%，四季度 20% 比例进行分摊。截至 2013 年 3 月末，区县分摊累计到位资本金 22.85 亿元。项目资金压力大，中诚信国际将持续关注公司未来资本金到位情况。

表 6：截至 2013 年 3 月底财政历史拨款情况

序列	时间	金额（亿）
1	2007-11-23	0.5
2	2007-9-30	0.3
3	2007-12-31	0.3
4	2008-6-10	-0.001
5	2008-7-1	0.3
6	2008-10-22	0.6
7	2008-12-5	0.3
8	2008-12-22	0.272
9	2009-4-22	4.6
10	2010-7-12	0.3
11	2010-8-30	0.3
12	2010-12-17	0.1
13	2011-8-30	7.2
14	2012-3-23	1.4
15	2012-3-23	0.3
16	2012-3-28	0.3
17	2012-4-13	2.5
18	2012-4-20	0.5
19	2012-5-7	0.73
20	2012-5-7	0.39
21	2012-5-14	0.28
22	2012-5-22	0.52
23	2012-6-1	0.39
24	2012-6-1	0.5
25	2012-6-1	0.15
26	2012-6-1	1.05
27	2012-6-1	0.05
28	2012-6-4	0.4
29	2012-6-12	0.15
30	2012-6-27	0.24
31	2012-7-14	1.99
32	2012-8-21	0.5
33	2012-9-11	0.36
34	2012-9-11	0.33
35	2012-9-11	0.19
36	2012-9-11	0.06
37	2012-9-13	0.24
38	2012-9-19	0.5
39	2012-9-26	1.21
40	2012-11-2	0.5

41	2012-12-4	0.5
42	2012-12-27	0.5
43	2013-2-8	0.123
44	2013-2-19	0.372
45	2013-2-22	1.143
46	2013-2-25	0.978
47	2013-2-28	0.501
48	2013-3-28	1.00
49	2013-3-29	2.00
合计		37.918

注：表中 2008-6-10 的-0.001 亿元财政拨款为公司向长沙市轨道办拨出 10 万元。

资料来源：公司提供

2013 年公司开发项目预计将回笼资金共计 60 亿元。一是片区开发计划土地出让回笼资金 20 亿元左右，截至目前土地出让已回笼资金 17.12 亿元，出让面积 168,510.42 平方米（高铁新城劳动东路 C-42 地块以 9.9 亿元成交，杜花路 E-20 地块以 7.2 亿元成交）。同时，近期计划挂牌出让高铁新城香樟路 E-27 地块，预计挂牌出让价为 3.63 亿元。二是地下空间开发计划回笼资金 10 亿元，采取由开发商投资换取经营权的模式，已通过出让五一广场地下空间开发项目 30 年经营权取得了 5.4 亿元经营收入，平均每年获取 0.3 亿元管理费收入，现正抓紧芙蓉广场、杜花路地下空间的招商工作。三是棚改项目计划回笼资金 30 亿元，目前溁湾镇棚户区改造项目拆迁只剩一户居民，拟于 10 月底挂牌出让。四是广通商项目采取项目拍卖的方式，如武广高铁客运站西广场地下商铺已成功出租，租赁年限 20 年，面积为 2,566 平方米，竞价者第一年支付 705 万元，以后 19 年的租金，按每年 4% 的比例递增。广告、银行 ATM 机、地铁商铺等项目拟于 10 月初进行招商。中诚信国际将关注上述资金回笼情况，若实现将有效缓解资金压力。

总体来看，土地资源开发、棚户区改造和地下空间出租将是公司地铁建设的主要资金来源和偿债保障，由于公司相关项目正处于建设期，仅有少数项目投入试运营，公司的营业收入较小。同时中诚信国际关注到，公司土地资源开发、棚户区改造及其他地下空间项目前期投入较大，实现收益周期较长，而且受房地产调控政策的影响较大，存在一

定的不确定性。

财务分析

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的2010~2011年合并财务报告和北京兴华会计师事务所有限责任公司出具标准无保留意见的2012年合并财务报告，以及未经审计2013年一季度财务报表，所有财务报告均按照旧会计准则编制。

随着公司建设项目的推进，资产和负债规模均增加，在大量土地资产的支撑下公司资本结构仍较稳健

随着公司项目建设规模的扩大，公司的资产规模也逐年增加，截至2012年末，公司总资产593.47亿元，同比增加6.44%。其中，预付款的增长和在建工程的增加是公司总资产上升的主要原因。截至2013年3月末，公司总资产620.01亿元。

截至2012年末，公司预付款为129.05亿元，较2011年增加36.9亿元。随着公司拆迁建设项目的逐步推进，预付款逐年增长。截至2012年末，公司大额预付款主要由拆迁款和工程款构成，账期主要集中在2013~2014年。截至2012年末，公司在建工程为60.77亿元，同比增长39.64%。2012年，重大在建工程变动主要为2号线工程、武广高铁长沙南站客运站配套工程和溁湾镇棚户区改造工程项目分别增加2.66亿元、9.66亿元和3.00亿元。截至2013年3月末，公司预付款和在建工程分别为138.45亿元和69.01亿元。

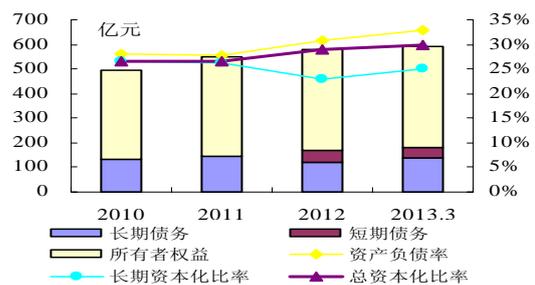
2012年，公司将无形资产中30.42亿元的土地使用权转至存货中，记作开发成本。截至2012年末，公司存货中全部为土地开发成本，涉及金额374.98亿元，主要为长沙市财政局对武广新城开发建设有限责任公司投资的土地成本。

从所有者权益方面来看，2012年末，公司所有者权益合计为410.77亿元，小幅增长2.11%，主要因为公司资本公积增加4.63亿元，全部为新增的财政拨款。同时，公司未分配利润较2011

年末增加3.56亿元，达到9.76亿元。截至2013年3月末，公司所有者权益合计为415.77亿元。

目前，长沙地铁建设采取35%资本金和65%债务融资的投资模式（2号线是按照43%资本金和57%债务融资的比例），公司债务规模随着投资规模的增加而不断增长。截至2012年末，公司负债总额为182.70亿元，同比增长17.66%，且大部分为长期债务，主要是由于公司尚处于建设初期，资金需求基本为长期资金，符合公司的行业特征。2012年，公司新增一年内到期的长期负债为29.90亿元，短期内有一定的偿债压力。总体来看，公司的债务结构符合地铁项目投资周期长、一次性投资规模大的特点，资产负债率逐年增加，截至2013年3月末，公司负债总额为204.24亿元，资产负债率32.94%。

图4：2010年~2013年3月公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

长期来看，长沙市政府将建设地铁作为解决城市交通拥挤问题的重要办法，2010年开始对轨道交通的建设力度有所加强，未来公司资产规模的增长速度将进一步加快。同时，长沙市政府赋予公司土地开发的职能，未来市级财政对轨道交通项目的现金投入或将有所降低，而公司市场化运作的程度将不断提升，将给公司带来一定的融资压力。未来中诚信国际将持续关注公司建设资金的筹集情况及长期债务的还款安排。

公司暂无地铁运营收入，政府补助仍是公司利润总额的重要来源

长沙地铁作为一家轨道交通建设公司，由于目前地铁尚未运营，因此收入主要来自于政府划拨的其他资产产生的租金收入、广告位租赁收入

和停车费收入。2012 年公司主营业务收入 592.21 万元,较 2011 年减少 451.65 万元,主要因为 2012 年公司将部分租金收入转入其他业务收入中所致。

期间费用方面,公司将绝大部分借款费用予以资本化,故近年来公司财务费用呈现净流入状态。公司从 2010 年开始大规模地铁建设投资,地铁运营业务尚未展开,建设阶段公司管理费用相对较低,随着地铁建设规模扩大,2012 年管理费用上升至 3,563.41 万元,同比增长 182.75%。随着公司管理费用的增加,以及公司主营业务收入的下降,公司三费收入占比 2012 年大幅增加,达到 598.60%。

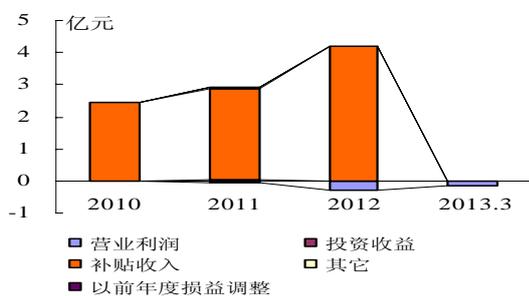
表 7: 2010 年~2013 年 3 月公司期间费用分析

	2010	2011	2012	2013.3
营业费用(亿元)	-	-	-0.05	-
管理费用(亿元)	0.03	0.13	0.36	0.15
财务费用(亿元)	-0.00	-0.01	-0.00	-0.00
三费合计(亿元)	0.03	0.12	0.31	0.15
主营业务收入(亿元)	0.04	0.10	0.06	0.02
三费收入占比(%)	75.40	114.84	598.60	889.42

资料来源:公司财务报告

由于公司暂无地铁运营收入,因此市政府以各种补贴的形式对公司日常运营支出进行支持。2012 年,公司收到的政府补助为 4.16 亿元。目前政府补助仍是公司利润总额的重要来源。

图 5: 2010 年~2013 年 3 月公司利润总额构成



资料来源:公司财务报告

由于地铁建设的投资规模较大,市政府现金支持力度有限,因此政府给公司划拨了大量土地用于支持长沙市地铁建设。但轨道交通项目本身不具备盈利性,公司规划的“地铁+物业”的综合开发模式将是其未来发展的重点。

公司补贴收入的增加,使得经营活动净现金流大幅增加;随着项目投资规模的扩大,公司投资规模逐年增加;银行借款仍为公司主要的资金来源

2012 年,公司经营活动净现金流呈现净流入状态,大幅增加至 7.49 亿元。主要因为 2012 年公司收到长沙市财政补贴收入 10.95 亿元,使得经营活动现金流入大幅增加;同时,2012 年公司在各个银行之间往来款以及公司与其他公司的预付款不再计入支付其他与经营活动有关的现金,使得经营活动现金流出大幅减少。2013 年一季度,公司经营活动净现金流为-0.11 亿元。

由于公司正处于地铁建设期,投资活动持续保持较大规模,2012 年,公司投资活动净现金流为-52.68 亿元。随着未来公司轨道建设项目及武广配套项目的推进,投资活动产生的现金流将有所增加,但仍将维持净流出的局面。2013 年一季度,公司投资活动净现金流为-13.49 亿元。

目前,公司土地开发尚未形成收益,尚不足以支撑地铁建设的巨大投入,银行借款是公司投资活动的主要资金来源。2012 年,公司筹资活动现金流入为 61.90 亿元,较 2011 年增加 34.34 亿元,主要由于随着在建项目建设推进,公司取得借款收到的现金大幅增加至 51.00 亿元,较 2011 年增加 30.64 亿元。同时,2012 年,公司筹资活动现金流出也小幅增加至 28.79 亿元,较 2011 年增加 20.94 亿元,主要由于 2012 年公司大量债务到期,使得公司偿还债务支付的现金大幅增加至 28.79 亿元所致。预计未来一段时期,债务融资仍将为公司地铁建设资金的主要来源和保障。2013 年一季度,公司筹资活动净现金流为 21.13 亿元。

总体来看,2012 年,公司现金流入大幅增加,主要由于全年公司共计获得政府拨付款 16.73 亿元,为经营活动净现金流中 10.95 亿元政府补贴款和公司吸收投资 5.78 亿元之和,较前几年收到的政府补助显著增加。由于该部分现金流入已逐年确认在往年公司未分配利润中,所以公司未分配利润增幅并不显著。

表 8：2010 年~2013 年 3 月公司现金流分析（亿元）

	2010	2011	2012	2013.3
经营活动现金流入	4.56	4.89	11.30	0.07
经营活动现金流出	11.33	9.46	3.81	0.18
经营活动净现金流	-6.76	-4.58	7.49	-0.11
投资活动现金流入	0.00	0.00	0.00	0.84
投资活动现金流出	33.77	40.46	52.68	14.32
投资活动净现金流	-33.77	-40.46	-52.68	-13.49
筹资活动现金流入	62.46	27.56	61.90	32.44
其中：吸收投资	0.70	7.20	5.78	5.12
借款	57.94	20.36	51.00	17.84
筹资活动现金流出	31.66	7.85	28.79	11.31
其中：偿还债务	16.04	5.51	28.79	7.74
筹资活动净现金流	30.80	19.71	33.11	21.13
现金及等价物净增加	-9.73	-25.33	-12.08	31.34

资料来源：公司财务报告

EBITDA 和经营活动净现金流对总债务的覆盖能力仍明显不足，偿债指标仍较弱

债务规模方面，随着公司在建项目逐步推进，总债务规模保持增长趋势，2012 年及 2013 年 3 月末分别为 168.06 亿元和 178.16 亿元。快速增长的债务规模给公司偿债能力带来了较大的压力。从偿债指标来看，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对总债务的覆盖能力仍明显不足，2012 年，公司 EBITDA/总债务和经营活动净现金流/总债务分别为 0.02 倍和 0.04 倍。公司 EBITDA 对利息支出的覆盖能力持续弱化，同时，经营活动净现金流仍不能对利息支出有效覆盖，公司偿债指标较弱。

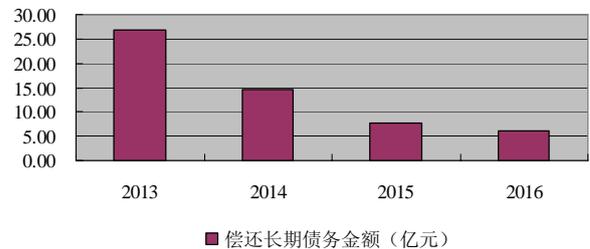
表 9：2010 年~2013 年 3 月公司偿债能力分析

	2010	2011	2012	2013.3
长期债务(亿元)	131.00	143.85	123.16	139.30
总债务(亿元)	131.00	145.85	168.06	178.16
资产负债率(%)	27.95	27.85	30.78	32.94
总资本化比率(%)	26.60	26.61	29.03	30.00
EBITDA/总债务 (X)	0.02	0.02	0.02	-
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.05	-0.03	0.04	0.001*
经营活动净现金利息倍数 (X)	-1.03	-0.52	0.60	-0.04
EBITDA 利息倍数 (X)	0.38	0.33	0.32	-

注：带“*”指标经过年化
资料来源：公司财务报表

长期债务方面，2013-2017 年长沙轨道需偿还长期债务分别为 26.87 亿元、14.71 亿元、7.64 亿元、6.08 亿元及 5.78 亿元，2013 年为公司的还款高峰。

图 6：长期债务到期分布情况



资料来源：公司提供

长沙市“地铁+物业”的融资模式一方面为公司地铁建设提供了后备资金支持 and 债务本息偿还来源；另一方面，由于房地产宏观调控政策对地方土地出让收入产生较大的影响，中诚信国际将持续关注公司土地开发进度及出让安排。

在直接融资渠道方面，截至 2013 年 3 月底，公司获得银行授信额度 307.93 亿元，尚未使用额度 130.23 亿元，充足的授信额度为公司提供了资金支持。

表 10：截至 2013 年 3 月底公司授信额度明细（亿元）

银行	授信额度	使用额度	剩余额度
中国银行	60.00	24.77	35.23
进出口银行	24.00	9.49	14.51
交通银行	53.00	41.48	11.52
建设银行	6.00	6.00	0.00
农业银行	33.00	22.68	10.32
工商银行	18.00	13.84	4.16
北京银行	2.00	1.11	0.89
长沙银行	3.00	3.0	0.00
兴业银行	11.00	11.00	0.00
国家开发银行	79.13	25.53	53.60
招商银行	7.50	7.50	0.00
光大银行	10.00	10.00	0.00
渤海银行	1.30	1.30	0.00
合计	307.93	177.69	130.23

数据来源：公司提供

资产抵押方面，截至 2013 年 3 月末，公司位于雨花区黎托乡的两块土地以及位于岳麓区溁湾镇的土地全部抵押给交通银行。公司还将位于雨花区黎托乡的两块土地抵押给中国银行。截至 2013 年 3 月末，公司抵押资产账面价值为 63.72 亿元，占总资产比例为 10.28%。

整体来看，随着地铁建设投入的不断增加以及

现有土地的评估增值，公司资产规模增加较快。作为地铁建设资金主要来源的土地资源开发、棚户区改造等项目处于前期阶段，现金流贡献较小，因此地铁建设资金目前主要靠债务融资来解决，债务规模增加较快。长期来看，土地资源滚动开发和棚户区改造项目的逐步推进将为公司地铁建设提供一定的资金支持和偿债保障。但是中诚信国际关注到，长沙市在“十二五”期间将进入地铁建设的高峰期，公司地铁规划建设投资规模较大，公司将面临较大的资金压力。此外，作为地铁建设重要资金来源的土地资源开发、棚户区改造等项目前期投入大，而且受房地产调整政策的影响存在一定的不确定性。

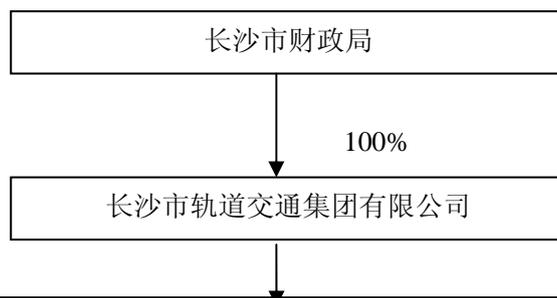
过往债务履约情况

截至评级报告出具日，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。

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的主体信用等级 AA⁺，评级展望为稳定；维持“2013 年长沙市轨道交通集团有限公司公司债券”信用等级为 AA⁺。

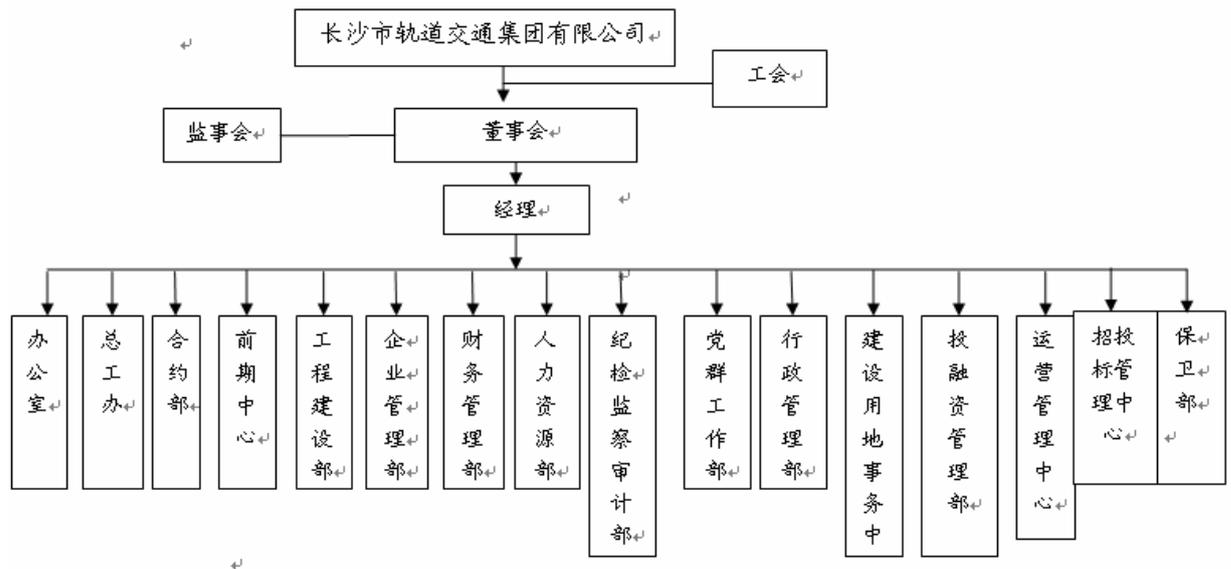
附一：长沙市轨道交通集团有限公司股权结构及子公司情况（截至 2013 年 3 月底）



序号	公司名称	注册资本 (万元)	实际投资额 (万元)	持股比例 (%)
1	长沙市轨道交通基础设施建设有限公司	1,000.00	1,000.00	100
2	长沙市轨道交通经贸有限公司	500.00	500.00	90
3	长沙市轨道交通实业有限公司	10,000.00	10,000.00	90
4	长沙市武广新城开发建设有限责任公司	50,000.00	50,000.00	100
5	长沙市轨道交通广告有限公司	220.00	220.00	100
6	长沙市轨道交通二号线建设发展有限公司	10,000.00	10,000.00	100
7	长沙市轨道交通一号线建设发展有限公司	10,000.00	10,000.00	100
8	长沙市轨道交通配套项目建设有限公司	2,000.00	2,000.00	100
9	长沙市轨道交通物业管理有限公司	220.00	220.00	100
10	长沙市轨道交通房地产开发有限公司	2,000.00	2,000.00	90
11	长沙市轨道交通二号线西延线建设发展有限公司	6,000.00	6,000.00	100
12	长沙市轨道交通资产管理有限公司	220.00	220.00	100
13	长沙市轨道交通运营有限公司	1,000.00	1,000.00	100
14	长沙市轨道交通三号线建设发展有限公司	5,000.00	5,000.00	100
15	长沙市轨道交通四号线建设发展有限公司	5,000.00	5,000.00	100

资料来源：公司提供

附二：长沙市轨道交通集团有限公司组织机构图（截至 2013 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附三：长沙市轨道交通集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2010	2011	2012	2013.3
货币资金	612,192.22	358,871.72	238,091.68	313,417.03
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
存货净额	3,448,905.49	3,462,203.45	3,749,802.56	3,749,802.56
其他应收款	19,728.72	18,001.61	42,396.10	56,146.88
长期投资	862.22	1,238.58	1,371.49	1,371.49
固定资产(合计)	337,068.88	440,169.88	612,550.41	694,809.39
总资产	5,017,119.46	5,575,676.55	5,934,714.93	6,200,103.31
其他应付款	29,954.69	92,516.83	138,888.87	145,230.81
短期债务	0.00	20,000.00	449,000.00	388,600.00
长期债务	1,310,000.00	1,438,476.00	1,231,595.00	1,392,995.00
总债务	1,310,000.00	1,458,476.00	1,680,595.00	1,781,595.00
净债务	697,807.78	1,099,604.28	1,442,503.32	1,468,177.97
总负债	1,402,038.07	1,552,824.19	1,826,984.30	2,042,412.90
财务性利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
资本化利息支出	65,595.70	88,280.02	124,461.79	29,331.09
所有者权益(含少数股东权益)	3,615,081.40	4,022,852.36	4,107,730.63	4,157,690.40
主营业务收入	383.53	1,043.86	592.21	167.92
主营业务利润	122.01	469.74	263.15	78.58
投资收益	-37.78	376.35	132.91	60.00
EBIT	24,369.53	28,347.96	38,964.87	-1,210.22
EBITDA	24,615.78	28,796.61	39,611.45	-
经营活动产生现金净流量	-67,641.98	-45,773.83	74,882.46	-1,109.92
投资活动产生现金净流量	-337,655.65	-404,615.50	-526,781.50	-134,881.37
筹资活动产生现金净流量	307,979.56	197,068.83	331,119.00	211,316.64
现金及现金等价物净增加额	-97,318.06	-253,320.50	-120,780.04	313,417.03
资本支出	336,760.80	404,617.50	526,784.80	140,420.94
财务指标	2010	2011	2012	2013.3
主营业务毛利率(%)	37.39	52.92	53.55	52.44
三费收入比(%)	75.40	114.84	598.60	889.42
EBITDA/主营业务收入(%)	6,418.18	2,758.65	6,688.74	-
总资产收益率(%)	0.88	0.54	0.68	-0.08*
流动比率(X)	151.98	42.24	8.94	10.02
速动比率(X)	39.96	11.96	2.64	3.19
存货周转率(X)	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款周转率(X)	-	-	-	-
资产负债率(%)	27.95	27.85	30.78	32.94
总资本化比率(%)	26.60	26.61	29.03	30.00
短期债务/总债务(%)	0.00	1.37	26.72	21.81
经营活动净现金/总债务(X)	-0.05	-0.03	0.04	0.001*
经营活动净现金/短期债务(X)	-	-2.29	0.17	-0.01*
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.03	-0.52	0.60	-0.04
总债务/EBITDA(X)	53.22	50.65	42.43	-
EBITDA/短期债务(X)	-	1.44	0.09	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.38	0.33	0.32	-

注：公司所有财务报告均采用旧会计准则；带星号的季报指标经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

主营业务毛利率 = (主营业务收入净额 - 主营业务成本) / 主营业务收入净额

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

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

附五：主体信用等级的符号及定义

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。

附六：债券信用等级的符号及定义

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。