



信用等级通知书

信评委函字[2014]0306号

武汉地铁集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，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

二零一四年二月二十五日

2014 年度武汉地铁集团有限公司信用评级报告

发行主体 武汉地铁集团有限公司
主体信用等级 AA⁺
评级展望 稳定

概况数据

武汉地铁	2010	2011	2012	2013.9
总资产(亿元)	285.39	365.46	502.50	783.35
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	36.45	51.16	108.11	270.30
总负债(亿元)	248.94	314.29	394.39	513.04
总债务(亿元)	227.25	279.57	360.04	470.31
营业总收入(亿元)	39.95	11.12	7.29	13.55
EBIT(亿元)	18.42	4.23	1.33	-
EBITDA(亿元)	18.45	4.32	1.43	-
经营活动净现金流(亿元)	-7.30	1.56	-3.50	-6.99
营业毛利率(%)	46.22	40.19	21.32	16.24
EBITDA/营业总收入(%)	46.19	38.86	19.61	-
总资产收益率(%)	8.05	1.30	0.31	-
资产负债率(%)	87.23	86.00	78.49	65.49
总资本化比率(%)	86.18	84.53	76.91	63.50
总债务/EBITDA(X)	12.32	64.70	251.98	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.33	0.49	0.08	-

注：公司各期财务报告均依照新会计准则编制；公司 2013 年三季报未经审计；根据武汉市政府相关文件，公司可用地铁沿线部分土地出让收益来偿还贷款本息，利息的产生与土地收益的实现上时间上不匹配，公司将相应的财务费用计入了其他应收款；中诚信国际将公司融资租赁款调整至长期借款科目。

分析师

项目负责人：关 玥 yguan@ccxi.com.cn
项目组成员：吴 栋 dwu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 2 月 25 日

基本观点

中诚信国际评定武汉地铁集团有限公司（简称“武汉地铁”或“公司”）的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了武汉市很强的区域经济、武汉市政府在政策和资金上的大力支持、地铁票款收入持续增长等对公司发展的积极影响。同时，中诚信国际也关注到公司面临的资本支出压力较大、地铁业务盈利能力偏弱以及土地政策变化带来的风险等对公司信用状况的影响。

优势

- **武汉市很强的经济和财政实力。**近年来武汉市经济快速发展，财政实力不断增强，2012 年武汉市实现地区生产总值 8,003.82 亿元，同比增长 11.4%；公共财政预算收入 828.58 亿元，同比增长 23.1%。不断发展的区域经济为公司的业务发展奠定了良好的基础。
- **有力的政府支持。**作为武汉市轨道交通投资建设的唯一主体，公司得到了武汉市政府在政策和资金上的大力支持。根据政府相关文件，武汉市政府授权公司进行土地开发整理，未来土地开发收益将为公司地铁项目提供资金支持。此外，自 2013 年开始，武汉市财政将通过多种渠道每年筹集不少于 30 亿元的资金用于充实轨道交通项目资本金。
- **公司的票款收入持续增长。**2010~2012 年以及 2013 年 1~9 月，公司分别取得地铁票款收入 0.57 亿元、1.39 亿元、1.48 亿元和 4.13 亿元。未来，随着地铁三号线一期等线路的陆续投入运营，公司的票款收入将有更大的增长空间。

关注

- **未来较大规模的资本支出将加大公司的资金压力。**2013 年 9 月~2017 年计划投资达 985 亿元，较高的资本支出将给公司的资金周转带来较大压力。
- **地铁业务盈利能力偏弱。**地铁业务具有公益性，其收费标准及价格调整均由政府相关部门确定并经市民听证，收费机制市场化程度较低，因此地铁业务一直处于微利或亏损的状态，盈利能力偏弱。
- **土地政策的变化带来的不确定性。**土地资源开发受国家宏观政策特别是房地产政策的影响较大，公司土地开发业务面临土地政策变化带来的风险。

声明

一、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，中诚信国际与评级对象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评级对象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。

二、本次评级依据评级对象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、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、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。

四、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

发行主体概况

武汉地铁成立于 2000 年 11 月 2 日，是在原武汉市轨道交通有限公司基础上改组成立的国有控股企业，注册资本 5,000.00 万元，主要负责武汉市轨道交通的建设、运营和管理。2012 年 1 月，经武汉市人民政府同意，公司通过增资扩股方式引入 40 亿元股权投资，投资方方正东亚信托有限责任公司和华能贵诚信托有限公司分别以货币形式对公司增资 5 亿元和 35 亿元，合计购买公司 41% 的股权，持有期限为 6 年，届时武汉市国资委将回购该部分股权，公司因增资扩股注册资本变更为 16.90 亿元。截至 2013 年 9 月底，武汉市国资委持股比例为 59%。

截至 2012 年底，公司总资产 502.50 亿元，所有者权益 108.11 亿元；2012 年，公司实现营业总收入 7.29 亿元，净利润 1.38 亿元，经营活动净现金流-3.50 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司总资产 783.35 亿元，所有者权益 270.30 亿元；2013 年前三季度，公司实现营业总收入 13.55 亿元，净利润 1.80 亿元，经营活动净现金流-6.99 亿元。

宏观经济和政策环境

在 2013 年下半年一系列“稳增长”措施带动下，中国三季度经济增速一如预期反弹至 7.8%，较上一季度提高 0.3 个百分点。进入四季度后，经济增长动能有所放缓，当季同比增长 7.7%。从全年来看，2013 年 GDP 增长 7.7%，实现了预定 7.5% 的目标值。

从需求端来看，2013 年消费对 GDP 增长的贡献率为 50%，投资为 54.4%，净出口为-4.4%，投资仍是第一大贡献因素。具体而言，2013 年全年固定资产投资比上年增长名义增长 19.6%，但进入四季度以来，投资动力明显不足。从投资结构来看，2013 年除基础设施投资和房地产开发投资外，其他类别的固定资产投资增速都处于微降或明显下行趋势，在调结构的宏观政策思路下，去投资拉动的模式正在产生效果。

图 1：2012~2013 年按季度中国 GDP 增长率



资料来源：国家统计局

新一届中央管理层的经济治理思路正逐渐清晰，其更看重增长质量，看淡规模扩张和增速，以去杠杆化、结构性改革和避免大规模刺激计划为调控核心。预计 2014 年，视经济运行状况，管理层或许会继续实施局部温和的财政刺激，保持中性货币政策，在防控债务和金融风险的同时，加大对中小企业的信贷支持，改革金融体系和融资体制，为经济增长创造稳定和有序的制度环境。

中诚信国际认为，尽管面临着宏观经济总体走弱的不利环境，但管理层改革力度加大，使得经济调控思路逐渐明朗，政策不确定性带来的风险将会降低，这将有利于企业盈利能力的改善以及信用水平的稳定。预计 2014 年宏观基本面保持稳定，但需要警惕通胀上行引起的潜在风险。

行业及区域经济分析

随着城市化进程持续推进，我国轨道交通行业进入高速发展时期

轨道交通属于城市公共交通运输业，包括地铁、轻轨、有轨电车、磁悬浮列车等。轨道交通是一种独立运行的有轨交通系统，提供了资源集约利用、环保舒适、安全快捷的大容量运输服务。

截至 2012 年底，中国内地已有 19 个城市累计开通 70 条轨道交通运营线路，运营总里程达 2,539 公里。其中，地铁里程为 2,074 公里，占轨道交通通车运营里程的比例为 82%。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，我国进入轨道交通行业的高速发展期。

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 2011 年底,已经有 31 个城市轨道交通规划获得批准。2012 年 9 月 5 日,国家发改委再次批准了 23 个城市的轨道建设项目及近期建设规划,其中,太原市、兰州市、广州市、沈阳市、厦门市、常州市等 6 个城市的轨道交通近期建设规划获批,哈尔滨市、上海市等城市的近期建设规划调整方案获得批准。此次获批的建设项目将新增轨道交通运营里程 2,161 公里,这为我国轨道交通的长远发展奠定了基础。我国轨道交通行业在“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。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%。1999 年以前,我国轨道交通设备主要依靠进口,进口设备价格昂贵,导致建设成本居高不下。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%”。自此,我国轨道交通技术设备国产化水平不断提高,有的在在建线路国产化率甚至超过了 80%。按照 2012 年 9 月国家发改委新批准的 23 个城市轨道建设项目估算,城市轨道平均每公里造价为 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。

轨道交通作为城市客运系统的重要组成部分,具有准公共产品的特征,是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。另一方面,轨道交通具备较强的网络效应,单一线路通常缺乏吸引,随着交通线网的形成,客运规模呈现加速增长的态势。而我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期,除上海、北京、广州、深圳外,其他城市建成的线路只有 1 条或 2 条。单线独立运营的局面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。

轨道交通项目投入运营后,线路沿线的商贸、广告等经营性业务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,对轨道交通沿线的广告、商贸统一开发,实现规模和专业化管理,实现收益弥补运营业务亏损。

由于轨道交通建设成本和后期运营维护成本高昂,加之票价无法实现完全市场化,因此难以实现盈利。不过,通过对轨道交通建设投资体制的创新,多元化投资主体的引入,轨道交通行业也在逐步实现市场化。此外,相关资源开发,如广告、商贸、地下空间、房地产开发等业务未来也具有很大的发展空间。

轨道交通的准公共产品属性和规模经济特征决定了在我国轨道交通建设运营初期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保障项目建设顺利推进,还需要持续的财政投入保障系统的安全运行。国务院办公厅于 2003 年 9 月下发的《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》就指出,“发展城市轨道交通应当坚持量力而行、规范管理、稳步发展的方针,合理控制建设规模和发展速度,确保与城市经济发展水平相适应,防止盲目发展或部分超前”。目前,我国申报发展地铁的城市应达到财政一般预算收入在 100 亿元以上,国内生产总值(GDP)达到 1,000 亿元以上;申报建设轻轨的城市应达到财政一般预算收入在 60 亿元以上,国内生产总值达到 600 亿元以上。

目前轨道交通建设投资主要采取政府提供一定

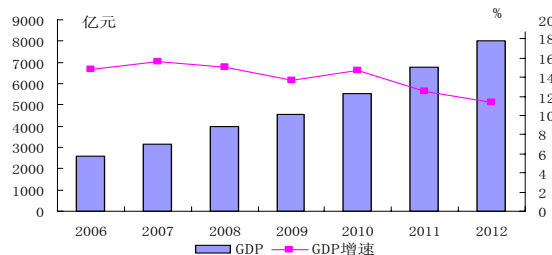
比例资本金、市区共建的模式。在项目资本金的筹集上，由市、区两级政府投入资本金，将轨道交通建设与沿线土地开发结合，与各区经济发展结合起来；同时也在逐步尝试轨道交通项目的市场化运作，改变项目由政府独家运作的模式，广泛吸引国内外企业投资建设，充分发挥企业的积极性，由企业与企业共同筹集资本金，对规划线路实行产权清晰的项目公司运作，不断规范投资、建设、监管和运营。同时，在进行市场化运作过程中，企业可以与政府采用 PPP 等各种方式合作。

2012 年 9 月，国家发改委批准了 23 个城市的轨道交通建设项目及近期建设规划，总投资额约为 7,000 亿元，另有多个城市正在审批建设城市轨道交通线路，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压力。

武汉市区域经济和财政实力稳步发展，运输需求快速增长

武汉市是华中最大的工商业城市，也是国家重点建设的工业城市。近年来，武汉市的经济持续快速发展，综合经济实力显著增强。2006~2011 年，武汉市的地区生产总值始终保持 12% 以上的增速，明显快于全国 9% 左右的平均增速。2012 年，武汉市地区生产总值（GDP）继续保持增长趋势，全年实现 GDP 8,003.82 亿元，同比增长 11.4%。

图 2：2006~2012 年武汉市 GDP 及其增速



资料来源：武汉市统计公报

固定资产投资方面，2012 年，武汉市完成固定资产投资 5,031.25 亿元，同比增长 20.0%，其中基础设施投资 995.94 亿元。按产业来看，第一产业投资 23.00 亿元，同比下降 20.9%；第二产业投资 1,720.46 亿元，同比增长 40.6%；第三产业投资 3,272.62 亿元，同比增长 9.8%。

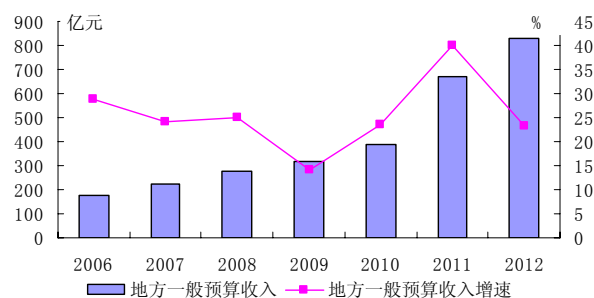
表 1：2012 年武汉市固定资产投资及其增长速度

指标	绝对数（亿元）	同比增速（%）
固定资产投资	5,031.25	20.0
基础设施投资	995.94	-
按产业分：		
第一产业	23.00	20.9
第二产业	1,720.46	40.6
第三产业	3,272.62	9.8

资料来源：武汉市统计局

不断增长的区域经济带动了武汉市财政实力持续增强。2012 年，武汉市完成公共财政预算收入 828.58 亿元，同比增长 23.1%。其中，完成税收收入 666.74 亿元，同比增长 21.7%，占公共财政预算收入的比重为 80.47%，税收占比较高。财政收入的快速增长为地方基础设施的投资建设奠定了良好的经济基础。

图 3：2006~2012 年武汉市公共财政预算收入情况



资料来源：武汉市统计公报

地方经济的不断增强保证了足够的工作需求，从而提高了武汉市的竞争力。武汉市竞争力的不断提升进一步带动了周边城市居民向武汉市的迁移。截至 2012 年末，武汉市全市常住人口为 1,012 万人，较上年增加 10 万人，户籍人口为 821.71 万人，比上年减少 5.52 万人。人口规模与交通运输的需求有直接的关系，因此人口规模的增长会增加城市内以及城市间的运输需求。

武汉市是我国长江中下游的特大城市。长江及其最长支流汉江横贯市区，将武汉市一分为三，形成了武昌、汉口和汉阳三镇隔江鼎立的格局。随着经济的发展以及城市间交流的愈加频繁，武汉市的客货运输周转量也出现了明显的增长：2012 年武汉市全社会货运量 43,892.49 万吨，同比增长 4.4%；货物周转量 2,910.22 亿吨公里，同比增长 12.4%。全社会客运量 27,492.40 万人，同比增长 6.8%；旅客周转

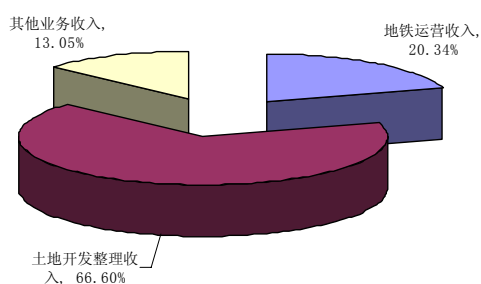
量 897.34 亿人公里，同比增长 2.7%。整体来看，武汉市客、货周转量保持了增长趋势，充分反映了武汉市不断增长的经济对交通运输需求的刺激作用。

总体来看，武汉市经济形势较好，经济增速较快。快速发展的区域经济又促进了地区交通运输需求的增长，从而为地铁运输的客流量提供了有效的保证。

业务运营

公司营业收入主要包括土地开发整理收入、地铁运营收入、租赁收入和一卡通服务费收入等。其中，2012 年公司实现土地开发整理收入 4.85 亿元，占当期营业总收入的比重为 66.60%；实现地铁运营收入 1.48 亿元，占当期总收入比重为 20.34%。

图 4：2012 年营业总收入构成情况



资料来源：公司提供

地铁运营

武汉地铁是武汉市政府批准的唯一一家城市轨道交通建设运营公司，在武汉市轨道交通行业占有绝对的垄断地位。截至 2013 年 9 月底，公司运营线路包括地铁一号线和地铁二号线一期 2 条线路，营运里程达 56.23 公里。

地铁一号线项目位于长江以西的汉口，西起东西湖区的东吴大道，东至江汉区的堤角站，途经硚口区、江汉区和江岸区，整条线路成“U”字型，全长 28.5 公里。一期工程于 2004 年 7 月建成通车，二期工程于 2010 年 7 月开通运营，沿途共设车站 26 站，包括硚口站、友谊路站、黄浦路站等，各站点基本连通了汉口地区主要的商业圈和居住区。

地铁二号线一期项目北起常青花园，穿越长江至光谷广场站，线路全长 27.73 公里，设车站 21 座，

该项目于 2012 年 12 月开通运营，是连接长江以西的汉口和以东的武昌的重要地下交通轨道。

图 5：武汉地铁运营线路图



资料来源：公司提供

2012 年武汉地铁实现客流量 8,422 万人次，日均客流量为 23.07 万人次。从票款收入来看，2012 年武汉地铁实现票款收入 1.48 亿元，由于地铁二号线一期于 2012 年 12 月 28 日开通运营，对公司票款收入贡献程度较低，2012 年公司票款收入全部来自地铁一号线。2012 年底，地铁二号线一期开通运营，武汉地铁的线网效应逐渐显现，客流量大幅增加，2013 年前三季度武汉地铁日均客流量达 62.14 万人次，公司当期实现票款收入 4.13 亿元。未来，随着地铁三号线一期、四号线二期、六号线一期等线路逐步建成通车，武汉地铁能够真正形成“工”字线网，票款收入有望进一步增长。

表 2：武汉地铁客流量和票款收入统计

	2010	2011	2012	2013.9
客流量（万人次）	3,302	7,793	8,422	16,964
车票收入（万元）	5,655	13,941	14,822	41,336

资料来源：公司提供

票价方面，武汉轨道交通统一按里程限时分段计价，即 2 元可乘坐 9 公里；3 元可乘坐 14 公里；3 元以上每增加 1 元可乘坐的公里数比上一区段递增 2 公里；每次乘车限时 180 分钟。整体来看，按里程限时分段计价能够使公司最大限度地获取票款收入。但是伴随着市民生活水平的提升，社会参与意识的增强，市民对轨道交通公益性的要求更加明显。地铁的定价均由政府相关部门确定并经市民听证，因此收费定价机制市场化程度较低。

总体来看，武汉地铁一号线运营良好，二号线

一期的开通运营带动客流量和票务收入大幅增长。但中诚信国际也关注到，地铁票价具有公益性质，在一定程度上限制了地铁运营业务的盈利水平。

地铁建设¹

截至 2013 年 9 月底，公司共有 7 个在建项目，分别是：四号线一期工程、三号线一期工程、四号线二期工程、六号线一期工程、七号线一期工程、八号线一期和一号汉口北延长线。截至 2013 年 9 月底，公司以上在建项目已完成地铁建设投资 319.59 亿元，其中项目资本金为 118 亿元，占已投资比重约为 37%。此外，根据武汉市轨道交通规划，公司还有机场线等拟建项目。

表 3：截至 2013 年 9 月底公司在建项目情况统计

线路名称	全长 (公里)	总投资 (亿元)	累计完成投资 (亿元)	建成通车时间
在建				
四号线一期	16.48	105.11	108.81	2013 年
三号线一期	27.90	221.28	74.61	2015 年
四号线二期	16.80	118.05	82.41	2014 年
六号线一期	36.00	270.52	13.33	2016 年
七号线一期	30.90	326.02	12.52	2017 年
八号线一期	16.70	135.84	7.48	2017 年
一号汉口北延长线	5.68	23.50	20.43	2014 年
拟建				
机场线	19.77	100.36	-	2017 年
合计	170.23	1,300.68	319.59	-

资料来源：公司提供

四号线一期工程以武昌火车站为起点，经中南路、岳家嘴，至武汉火车站，全长 16.48 公里，设有 15 座车站。项目依长江江岸而建，南部与四号线二期接于武昌火车站，是连接武汉市两大火车站的重要线路。该项目已于 2013 年 12 月建成通车试运营。

三号线一期工程位于汉口，整条线路为南北向地铁线，北起市民中心站，南至沌口大道站，并与四号线二期相连接，接通后可以提高汉口地区的旅客周转效率，进一步提高地铁沿线地区的经济发展。三号线一期工程全长 27.90 公里，设车站 23 座。宗关站、市民中心站和王家墩中心站已经开工建设。该项目的投资概算为 221.28 亿元，截至 2013 年 9 月底已完成投资 74.61 亿元，预计 2015 年建成通车。

四号线二期工程是沟通长江两岸的又一重要地铁线。该项目西起黄金口站，东至武昌火车站，途经汉阳火车站，并与四号线一期衔接，形成“汉阳火车站-武昌火车站-武汉火车站”三站连接的格局。预计该项目建成后将承载较多的出行旅客，在武汉市与外市的沟通连接中扮演重要的角色。四号线二期工程全长 16.80 公里，设站 13 座，概算总投资 118.05 亿元。截至 2013 年 9 月底已完成投资 82.41 亿元，预计 2014 年建成通车。

六号线北起假日广场站南至体育中心北站，全长 36.00 公里，设站 27 座，概算总投资 270.52 亿元，预计 2016 年建成通车，截至 2013 年 9 月底已完成投资 13.33 亿元。

七号线一期工程自金银湖至南湖花园，线路全长 30.90 公里，预计总投资 326.02 亿元，预计建设时间为 2014~2017 年。截至 2013 年 9 月底，七号线一期工程已完成投资 12.52 亿元。

八号线一期工程是跨长江的地铁线，北起三金潭车辆段站，并分别与二号线一期、一号线和四号线相接于幸福大道站、黄浦路站和岳家嘴站。八号线一期全长 16.5 公里，设站 15 座，概算总投资 135.84 亿元，目前正在开展前期工作，已完成竹叶山站等市政配套站点施工，征地拆迁工作陆续启动，预计 2017 年建成通车。

一号线汉口北延长线由堤角至汉口北，全长 5.6 公里，设站 3 座，概算总投资 23.5 亿元，截至 2013 年 9 月底，公司已完成投资 20.43 亿元，该项目预计于 2014 年开通。

此外，根据规划，公司还将建设机场线，里程达 19.77 公里，总投资达 100.36 亿元，截至 2013 年 9 月底，该项目可研报告正在审批中。

总体来看，至 2017 年，武汉市将建成 8 条地铁线路，届时武汉市报国家审批的轨道交通线路将全面建成通车。随着项目的不断建成通车，轨道交通线网将全面覆盖武汉汉口、汉阳和武昌三镇，武汉市的地下轨道交通将逐步显现“路网效应”。2013 年 9 月~2017 年，公司的轨道交通项目计划总投资 985 亿元，大规模的建设也给公司的融资能力带来了考验，公司未来将面临巨大的融资需求。

¹由于统计口径不同，报告中关于公司在建项目和拟将项目的部分数据与《2013 年武汉地铁集团有限公司可续期公司债券信用评级报告》中所披露的数据有差异。

其他业务

除地铁运营以外，公司还进行地铁沿线商业资源开发和经营，主要包括租赁业务、一卡通业务、广告经营和房地产业务。2012 年，公司其他业务收入为 0.95 亿元，占营业总收入比重为 13.05%。

租赁业务方面，公司租赁业务主要包括通信系统租赁和商铺租赁等。通信系统业务收入产生自通信系统运营商因租用公司铺设的通信电缆或占用地铁空间铺设通信电缆而向公司支付的费用。通信系统租赁不仅为乘客提供无缝隙、不间断的移动通信服务，还能为公司带来一定的收入。商铺租赁方面，公司将地铁站点附近的资源进行整合，统一建设适合在地铁站点附近经营的商铺，有效利用空间资源。截至 2013 年 9 月末，商铺建筑面积为 8.8 万平方米。2012 年以及 2013 年 1~9 月，公司分别实现租赁收入 0.41 亿元和 0.54 亿元。

广告经营业务主要由公司本部和子公司武汉地铁移动电视传媒有限责任公司（以下简称“地铁传媒”）负责运营。2012 年以及 2013 年 1~9 月，公司分别实现广告收入 0.05 亿元和 0.08 亿元。

一卡通经营业务主要由子公司武汉城市一卡通有限公司（以下简称“一卡通公司”）运营，该业务收入主要由手续费收入和利息收入构成。2012 年以及 2013 年 1~9 月，公司分别实现一卡通业务收入 0.47 亿元和 0.41 亿元。

总体来看，公司地铁相关资源经营较好，为公司带来了稳定的收益。随着地铁线网的进一步完善，商业资源经营业务还有很大的发展空间。

土地开发整理业务

为了充分利用地铁沿线土地资源价值，武汉市政府授权公司进行部分地铁沿线地块的土地开发整理。

2008 年，根据武汉政府下发的《武汉市人民政府办公厅关于武汉市轨道交通近期建设项目资金平衡方案的批复》（武政办【2008】137 号），公司将对轨道交通建设项目一号线、二号线一期、四号线一期沿线 72 宗面积总计 1,078 公顷（其中净用地 668.47 公顷）土地进行土地综合开发，其土地出让收益实

行收支两条线，由市财政专项用于轨道交通的项目建设，并按照据实结算的原则，综合平衡建设资金。

2011 年，根据武汉市政府下发的《武汉市人民政府办公厅关于轨道交通 3 号线和 4 号线二期工程建设项目一期资金平衡方案的批复》（武政办【2011】147 号），公司将对轨道交通沿线 60 宗可开发用地（合计约 2,523.05 亩）进行土地综合开发，其土地出让收益实行收支两条线管理，由市财政专项用于轨道交通的项目建设，并按照据实结算的原则，以上工程缺口部分，由公司会同武汉市规划局继续寻找打包土地予以平衡。

2013 年，根据武汉市人民政府出具的《市人民政府办公厅关于轨道交通 3 号线和 4 号线二期工程建设项目二期资金平衡方案的批复》（武政办【2013】30 号），武汉市政府授权公司对轨道交通 3 号线和 4 号线二期工程沿线 4 宗储备土地（合计约为 80.16 亩）进行开发整理，其开发收益实行收支两条线管理，由武汉市财政局定向用于轨道交通 3 号线和 4 号线二期工程建设。

对于上述地块的土地开发整理，公司需要进行前期征地、拆迁、土地平整等投资，所整理的土地出让后，武汉市政府将根据上述文件对公司进行土地出让收益返还。2010~2012 年，公司分别实现土地开发整理收入 38.60 亿元、8.78 亿元和 4.85 亿元。受房地产宏观调控政策影响，2011 及 2012 年公司土地开发整理收入大幅减少，但公司相关土地地块位置较好，市场价值较高。2013 年以来，公司土地开发整理收入有所回升，2013 年 1~9 月实现土地出让收入 8.39 亿元。根据公司规划，2014~2017 年，公司预计累计出让土地面积共计 1,645 亩，累计实现土地开发整理收入 141 亿元。

总体来看，武汉市政府授权公司进行的土地整理业务利润空间较大，但前期需要投入规模较大的资金，或将造成公司一定的资金压力。此外，未来上述土地出让收入能否顺利实现值得关注。

政府支持及抗风险能力

作为武汉市轨道交通投资建设的唯一主体，公司得到了武汉市政府在政策和资金上的大力支持。

资产注入方面，2013 年，根据武汉市政府相关文件，武汉市政府将东西湖区吴家山新城 5,500 亩储备土地收益权（评估价值为 150.18 亿元）注入公司，增强了公司的资产实力。

此外，根据《中共武汉市委、武汉市人民政府关于进一步加快轨道交通建设发展的意见》（武发【2013】2 号）（以下简称“《意见》”），在符合规划的前提下，新城区轨道交通沿线两侧各控制 500 米左右范围，一般站点周边控制 100 亩左右，换乘站点周边控制 200 亩左右的经营性土地；中心城区站点周边 800 米半径范围内，在条件允许的情况下控制 200 亩左右的经营性土地，其土地出让收入专项用于轨道交通建设。

资金支持方面，武汉市财政预算每年安排轨道交通建设专项资金用于公司地铁建设，2010~2012 年，公司分别收到武汉市财政局拨付的专项资金 1.26 亿元、3.21 亿元和 15.47 亿元。此外，根据《意见》，自 2013 年开始，武汉市财政将通过多种渠道每年筹集不少于 30 亿元的资金用于充实轨道交通项目资本金。

税费政策方面，根据《意见》，公司所承担的地铁建设项目免缴人防工程异地建设费、绿地临时占用费、绿化植物园及园林设施赔偿费、迁移植物残值费、城市供水工程建设资金；公司上缴（含代扣代缴）的营业税（含增值费）、房产税、土地使用税等，地方留存部分由财政列收列支，专项用于轨道交通建设。

此外，为促进轨道交通的良性发展，武汉市人民政府还出具了相关支持文件，保证未来继续执行对公司的既定支持政策，包括但不限于优先考虑项目土地平衡的农用地专用计划指标和土地供应计划、财政专项补贴、土地收益返还。

总体来看，武汉市政府对公司支持力度较大，地块地理位置较好，存在较大的升值空间，但受土地政策调控影响较大。总体来看，公司建设资金及偿债资金来源较有保障，整体抗风险能力较强。

管 理

产权结构

武汉地铁是武汉市大型国有控股企业，武汉市国资委持有公司 59%的股权，为公司实际控制人，投资方正东亚信托有限责任公司和华能贵诚信托有限公司合计持有公司 41%的股权。

截至 2013 年 9 月底，武汉地铁拥有 5 家下属公司，分别是武汉地铁运营有限公司、武汉市轨道交通建设有限公司、武汉市一卡通有限公司、武汉地铁移动电视传媒有限责任公司和武汉轨道交通咨询有限公司。

法人治理结构

武汉地铁根据自身实际情况设立了办公室、人力资源部、计划财务部、合约法规部、前期策划部（发展战略研究中心）、质量安全部、总工办、纪监审计室等 8 个职能部门，同时下设建设事业总部、土地综合开发事业总部以及武汉地铁运营有限公司，保证了公司的有效运转。

管理水平

财务管理方面，公司贯彻执行国家统一的财务会计制度，加强财务管理和经济核算，按照《会计法》、《企业会计准则》及有关规定，结合实际建立了统一的财务管理与会计核算体系。其内容包括财务会计政策、财务计划、财务预算、成本核算、资金控制、资产管理以及会计报告等管理规定，规范了公司的会计核算和财务管理，有助于真实完整地反映了公司的会计信息。此外，为加强财务收支控制和内部管理的需要，公司还相应建立了切合实际的财务控制制度，包括《武汉地铁集团资金管理办法（试行）》等。

生产管理、销售管理方面，公司的生产管理、销售管理等业务制度用于公司资产经营管理中各类营销项目和活动。各营销部门必须能够指导营销项目活动和提出具有远见和创造性的营销计划和方案，其中包括对项目的市场调研、分析市场机会、设计营销战略、准确的项目定位、合理的项目定价、预测经济目标、制定执行程序等；营销部门还应根据国家有关法律法规及公司内部有关规定对营销项目组织实施公开招商或公开招标。同时，公司还建

立了由人、设备和数据库组成的营销信息系统，为营销项目的决策收集、挑选、分析所需的准确信息。

总体来看，公司的管理体制与管理制度比较完善，能够保证公司的良好运营。然而由于公司是武汉市唯一的轨道交通基础设施建设运营主体，在某些重大项目上受政府影响较大，投资决策的自主权方面存在一定欠缺。

战略规划

根据武汉市轨道交通规划，到 2020 年前，将建成 227 公里的轨道交通线网，形成覆盖三镇中心城区并与主要交通枢纽有机衔接的轨道交通网络系统；到 2040 年，将建成总里程达 540 公里的轨道交通线网，包括 3 条市域快线和 9 条市区线，将形成完善的轨道交通网络体系，武汉地铁将逐步显现“路网效应”。

未来，公司还将发展房地产业务，对于地铁沿线优质地块，公司进行地铁上盖物业开发，实现土地资源与地铁线网的同步发展。预计房地产业务将带来可观的收入，为地铁建设提供重要的资金来源。

财务分析

以下分析基于公司提供的经国富浩华会计师事务所（特殊普通合伙）湖北分所审计并出具标准无保留意见的 2010~2012 年财务报告及未经审计的 2013 年三季度财务报表。

资本结构

随着地铁项目建设进度的不断推进，近年来公司的资产规模不断增长，2010~2012 年末，公司的总资产分别为 285.39 亿元、365.46 亿元和 502.50 亿元，年均复合增长率为 32.69%。截至 2013 年 9 月末，公司总资产进一步增长至 783.35 亿元，主要由于存货与在建工程大幅增加所致。

从资产结构来看，截至 2013 年 9 月末，公司总资产主要由在建工程、存货和预付账款构成，上述科目占总资产比例分别为 51.59%、22.11%和 10.52%。

随着地铁在建项目的不断推进，公司在建工程规模不断增长，2010~2012 年末，分别为 139.44 亿元、201.89 亿元和 313.43 亿元。截至 2013 年 9 月末

公司在建工程达 404.10 亿元，较 2013 年年初增加 90.66 亿元，占总资产比例为 51.59%。

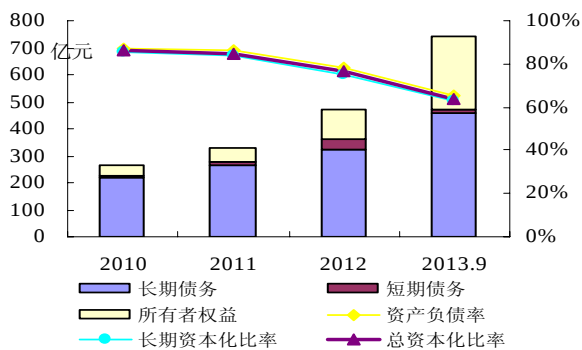
2010~2012 年末及 2013 年 9 月末，公司存货分别为 20.67 亿元、24.72 亿元、27.54 亿元和 173.19 亿元，其中，2013 年 9 月末存货较 2012 年末大幅增加主要由于公司获得武汉市政府注入的武汉市东西湖区 5,500 亩储备土地收益权所致。

随着在建项目的顺利推进，公司需支付的拆迁费用、原材料成本及工程款等预付款项逐年增加。2010~2012 年末，公司预付款项分别为 37.07 亿元、45.07 亿元和 64.79 亿元。2012 年末，一年以内（含 1 年）预付款为 39.60 亿元，占预付款总额的 61.12%；一年以上预付款大部分为沿线土地开发的预付拆迁费用。截至 2013 年 9 月末，公司预付款为 82.44 亿元。

值得注意的是，截至 2012 年底，公司应收账款为 24.39 亿元，其中公司应收武汉联发瑞胜公司的裕大华地块出让金余款为 22.08 亿元，账龄超过 2 年，在房地产持续调控的环境下，公司土地出让及回收出让金面临着较高的风险；截至 2012 年底，公司其他应收款为 36.28 亿元，其中 23.52 亿元为财务性利息支出，该部分未计入当期损益。公司把该部分财务费用挂账其他应收款系根据武汉市政府相关文件同意用地铁沿线部分土地出让收益来偿还贷款本息，而利息的产生与土地收益的实现在时间上不匹配。截至 2013 年 9 月末，公司应收账款和其他应收款分别为 31.07 亿元和 51.08 亿元。

所有者权益方面，2010 年~2013 年 9 月末，公司的所有者权益分别为 36.45 亿元、51.16 亿元、108.11 亿元和 270.30 亿元，保持快速增长趋势。2012 年所有者权益的大幅增长主要是当期公司通过增资扩股方式引入方正东亚信托有限责任公司和华能贵诚信托有限公司 40 亿元股权投资，从而带动资本公积大幅增长。此外，2012 年公司收到武汉市财政局拨款 15.47 亿元，进一步推高所有者权益。2013 年 9 月末公司资本公积为 226.60 亿元，较 2012 年末大幅增加 168.59 亿元，主要是武汉市政府将武汉市东西湖区 5,500 亩储备土地收益权注入公司，增加资本公积 150.18 亿元。

图 6：2010 年~2013 年 9 月公司资本结构分析

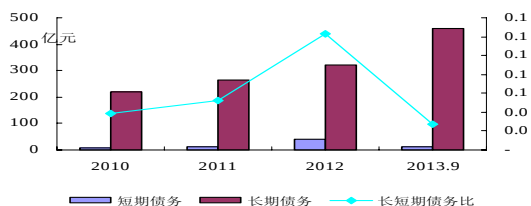


资料来源：公司财务报告

公司地铁项目的不断建设同时也提高了公司的负债规模，增加了公司的负债压力。2010 年~2013 年 9 月末，公司的负债规模分别为 248.94 亿元、314.29 亿元、394.39 亿元和 513.04 亿元，其构成以长期借款为主。公司的长期借款主要由银团借款和融资租赁借款构成，2010 年~2013 年 9 月末，分别为 218.69 亿元、265.71 亿元、320.47 亿元和 437.25 亿元²。2013 年前三季度公司分别新增与招银租赁和交银租赁融资租赁业务 8 亿元和 15 亿元，2013 年 9 月末，公司负债总额为 513.04 亿元，其中长期借款为 437.25 亿元。

债务结构方面，公司的债务以长期债务为主，债务结构与行业特征一致。2010 年~2013 年 9 月末，公司的总债务分别为 202.27 亿元、234.82 亿元、307.36 亿元和 470.31 亿元，其中长期债务分别为 227.25 亿元、279.57 亿元、360.04 亿元和 458.01 亿元，长期债务占总债务的比重均维持在 89%以上，公司短期内的偿债压力较小。未来，公司仍有大量的在建项目需要推进，融资需求大，公司的债务规模将继续扩大，公司的偿债压力持续增加。

图 7：2010 年~2013 年 9 月公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告

² 2013 年 2 月 4 日，公司发行“2013 年武汉地铁集团有限公司公司债券”，发行总额为 20 亿元。根据公司会计政策，公司将 20 亿元公司债券计入长期借款科目。

所有者权益的快速增长也带动了公司财务杠杆的下降，公司资产负债率由 2010 年末的 87.23% 下降到 2013 年 9 月末的 65.49%，总资本化比率也从 2010 年末的 84.73% 下降到 2013 年 9 月末的 63.50%。但总体来看，公司财务杠杆仍处于较高水平。

综上，随着在建项目的推进，公司资产规模将不断增长，同时债务规模也不断提高。增资扩股及政府注资大幅增加了公司所有者权益水平，但公司财务杠杆仍保持在较高水平。

盈利能力

公司营业收入的主要来源包括土地开发整理收入、票款收入、租赁收入和服务费收入等。2010~2012 年及 2013 年 1~9 月，公司分别实现营业总收入 39.95 亿元、11.12 亿元、7.29 亿元和 13.55 亿元。

票款收入方面，2010~2012 年，公司分别实现票款收入 0.57 亿元、1.39 亿元和 1.48 亿元，呈逐年递增趋势。2012 年底二号线一期项目通车试运营，带动票款收入大幅增加，2013 年 1~9 月，公司票款收入大幅增长至 4.13 亿元。

土地开发整理收入方面，受房地产宏观调控影响，公司土地出让收入呈逐年减少趋势，2010~2012 年，公司土地开发整理收入分别为 38.60 亿元、8.78 亿元 4.85 亿元。2013 年，随着古田一路、古田二路、头道街等区域地块的出让，公司土地开发整理收入有所回升，2013 年 1~9 月，公司土地开发整理收入为 8.39 亿元。未来随着公司轨道交通网络进一步完善，公司票款收入和土地开发整理收入有望进一步增加。

表 4：2010 年~2013 年 9 月公司营业总收入构成（亿元）

	2010	2011	2012	2013.9
主营业务收入	39.17	10.17	6.34	12.52
票款收入	0.57	1.39	1.48	4.13
土地开发整理收入	38.6	8.78	4.85	8.39
其他业务收入	0.78	0.94	0.95	1.03
租赁收入	0.29	0.36	0.41	0.54
其他	0.49	0.59	0.54	0.49
营业总收入	39.95	11.12	7.29	13.55

资料来源：公司财务报告

营业毛利率方面，公司土地开发整理收入占比较大，因此，公司毛利率变化受土地一级开发业务

影响较大。2010 年，虽然公司票款收入毛利率仅为 -57.92%，但公司土地出让板块毛利率高达 47.76%，使得公司营业毛利率保持在较高水平为 46.22%。2011~2012 年及 2013 年 1~9 月，随着轨道交通网络不断完善，客流量有所增加，票款收入毛利率较 2010 年整体呈上升趋势，票款收入毛利率分别为 -13.65%、-26.14% 和 -0.03%，但随着拆迁补偿和土地开发成本上升，公司土地出让板块毛利率呈下降趋势，分别为 48.00%、28.29% 和 21.20%，由于公司土地出让板块毛利率影响较大，导致公司营业毛利率仍保持下降趋势，分别为 40.19%、21.32% 和 16.24%。

期间费用方面，公司期间费用以管理费用为主。2010~2012 年公司的期间费用分别为 0.19 亿元、0.30 亿元和 0.36 亿元，分别占当期营业总收入的 0.47%、2.71% 和 4.90%。公司所负担的长期借款用于在建项目且未建成完工，因此公司将相应的利息支出资本化计入在建工程；此外，根据武汉市政府相关文件，公司可用地铁沿线部分土地出让收益来偿还贷款本息，利息的产生与土地收益的实现在时间上不匹配，公司将相应的财务费用计入了其他应收款，使得公司的期间费用相对较低。2013 年 1~9 月，公司三费合计 0.32 亿元，三费收入占比为 2.38%。

表 5：2010 年~2013 年 9 月公司期间费用分析

	2010	2011	2012	2013.9
销售费用(亿元)	0.02	0.02	0.03	0.03
管理费用(亿元)	0.17	0.30	0.38	0.32
财务费用(亿元)	-0.00	-0.01	-0.05	-0.03
三费合计(亿元)	0.19	0.30	0.36	0.32
营业总收入(亿元)	39.95	11.12	7.29	13.55
三费收入占比(%)	0.47	2.71	4.90	2.38

资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2010~2012 年，公司利润总额分别为 18.43 亿元、4.25 亿元和 1.38 亿元，其中经营性业务利润分别为 18.19 亿元、4.04 亿元和 1.05 亿元，占利润总额比重分别为 98.73%、95.23% 和 75.99%。2010 年与 2011 年，公司因出让裕大华地块和中山北路地块实现了较高的利润。2012 年公司土地出让收入大幅减少，导致利润总额规模大幅减少。2013 年 1~9 月，公司利润总额为 1.81 亿元。整体来看，公司地铁运营业务尚未盈利，利润主要来源于

土地整理收入，该项收入具有一定的不确定性。

总体来看，公司收入构成中，地铁业务收入保持稳定增长，但该业务仍呈现亏损状态。此外，在政府政策支持下，公司依靠一级土地开发可获取高额收入及利润，但受政策影响性较大，公司盈利能力有待提高。

现金流

经营活动现金流方面，2010 年公司支付了大量拆迁补偿款，导致公司经营净现金流为 -7.30 亿元；2011 年公司经营净现金流转为正，为 1.56 亿元，主要得益于土地出让收入产生的现金流。2012 年公司土地出让进度缓慢，经营净现金流降为 -3.50 亿元。2013 年 1~9 月，公司经营净现金流为 -6.99 亿元。

投资活动现金流方面，2010~2012 年，公司的投资活动净现金流分别为 -62.54 亿元、-48.85 亿元和 -103.77 亿元，投资活动净现金流出规模较大主要系近年来公司在建项目较多、投资支出规模较大等。2013 年 1~9 月，公司投资活动净现金流为 -89.93 亿元。

筹资活动现金流方面，2010~2012 年公司的筹资活动现金流入中借款所收到的现金保持高位，分别为 127.96 亿元、97.87 亿元和 111.17 亿元。随着多条地铁线路的开工，未来公司的债务规模将继续增长，从而导致投资现金流和筹资现金流不断扩大。2013 年 1~9 月，公司筹资活动净现金流为 101.98 亿元，流入现金仍以借款所收到的现金为主。

表 6：2010 年~2013 年 9 月公司现金流分析（亿元）

项目	2010	2011	2012	2013.9
经营活动现金流入	14.73	25.14	20.64	10.15
经营活动现金流出	22.03	23.58	24.14	17.14
经营活动净现金流	-7.30	1.56	-3.50	-6.99
投资活动现金流入	2.37	3.68	2.38	26.05
投资活动现金流出	64.91	52.53	106.15	115.98
投资活动净现金流	-62.54	-48.85	-103.77	-89.93
筹资活动现金流入	149.38	137.72	170.53	211.10
其中：吸收投资	6.42	4.29	40.00	10.03
取得借款	127.96	97.87	111.17	127.88
筹资活动现金流出	71.30	90.29	72.17	109.12
其中：偿还债务	59.31	62.79	38.37	70.85

筹资活动净现金流	78.08	47.43	98.36	101.98
现金及现金等价物净增加额	8.24	0.15	-8.92	5.05

资料来源：公司财务报告

偿债能力

随着地铁线路建设的推进，公司总债务保持增长趋势，截至 2013 年 9 月末，公司总债务达 470.31 亿元。

由于公司土地出让进度缓慢，投资回收期较长，公司经营活动现金流入较少，对总债务及利息支出的覆盖程度均较低。2010~2012 年，公司经营活动净现金流利息保障系数分别为-2.11、0.18 和-0.20，对总债务的覆盖倍数分别为-0.03、0.01 和-0.01。

受土地出让收益下降影响，公司 EBITDA 逐年减少，2010~2012 年分别为 18.45 亿元、4.32 亿元和 1.43 亿元，EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力逐年降低，总债务/EBITDA 分别为 12.32、64.70 和 251.98；EBITDA 利息倍数分别为 5.33、0.49 和 0.08。

总体来看，目前公司盈利能和获现能力较弱，各项偿债指标持续弱化。随着公司总债务规模逐年扩大，利息支出逐年增加，中诚信国际将持续关注未来公司各项偿债指标变化情况。

表 7：2010 年~2013 年 9 月公司主要偿债能力指标

	2010	2011	2012	2013.9
总债务(亿元)	227.25	279.57	360.04	470.31
EBITDA(亿元)	18.45	4.32	1.43	-
经营净现金流(亿元)	-7.30	1.56	-3.50	-0.51
总债务/EBITDA(X)	12.32	64.70	251.98	-
经营净现金流/总债务(X)	-0.03	0.01	-0.01	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.33	0.49	0.08	-
经营净现金流/利息支出(X)	-2.11	0.18	-0.20	-

资料来源：公司财务报告

截至 2013 年 9 月末，公司银行贷款为 266.09 亿元，其中 97.29%为质押借款，主要是以地铁线路经营期收费权作为质押物。从长期借款到期情况来看，截至 2013 年 9 月末，公司银行贷款的还款到期日大部分集中在 2030 年之后，已发行 20 亿元 7 年期企业债将于 2020 年到期，短期内债务偿还压力较小。

银行授信方面，公司能够保持与银行的良好合

作关系。截至 2013 年 9 月底，公司获得国家开发银行、中国农业银行、中国工商银行及中国邮政储蓄银行等国内主要商业银行授信额度 793.74 亿元，其中已使用额度为 440.69 亿元，未使用额度为 353.05 亿元。充足的授信额度为公司提供了资金支持。

担保及诉讼方面，截至 2013 年 9 月底，公司无对外担保事项，无重大诉讼、仲裁事项。

过往债务履约情况

通过人民银行信贷征信系统查询，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息。公司严格遵守贷款合同约定，按时归还银行贷款本息，截至 2013 年 9 月底，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现过已发行债务融资工具到期未偿付情形。

评级展望

总体而言，公司是武汉市唯一的轨道交通运营主体，在武汉地铁运营领域拥有绝对的垄断地位，能够获得武汉市政府在政策和资金上的有力支持。随着武汉市经济的发展以及新地铁线路的不断建成，公司的票款收入和经营活动净现金流有望持续增长。同时，中诚信国际也关注到未来公司由于项目建设规模较大而导致融资需求较高，以及公司盈利能力整体偏弱等情况对公司信用状况的影响。

综合来看，中诚信国际认为公司未来 12~18 个月内信用水平将保持稳定。

结论

综上所述，中诚信国际评定武汉地铁集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于武汉地铁集团有限公司 的跟踪评级安排

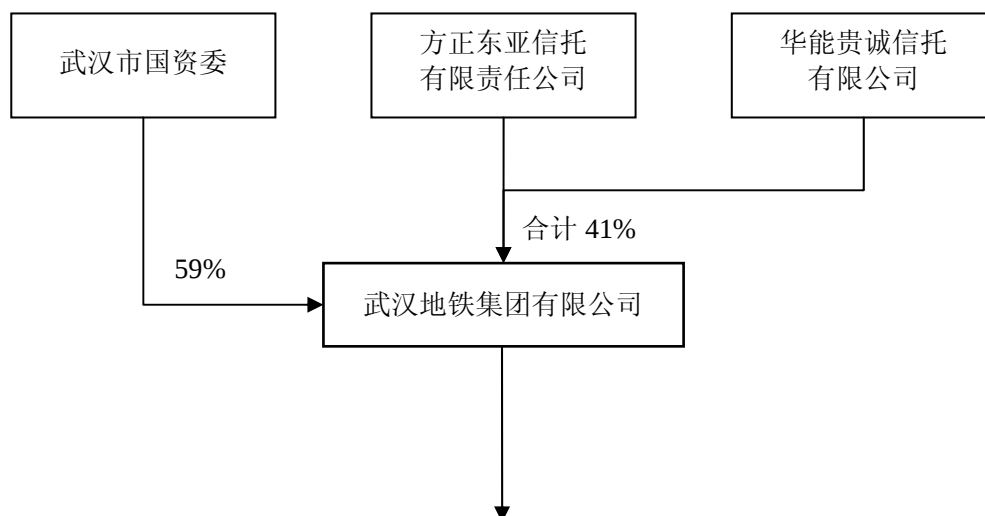
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对武汉地铁集团有限公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在发行主体的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2014 年 2 月 25 日

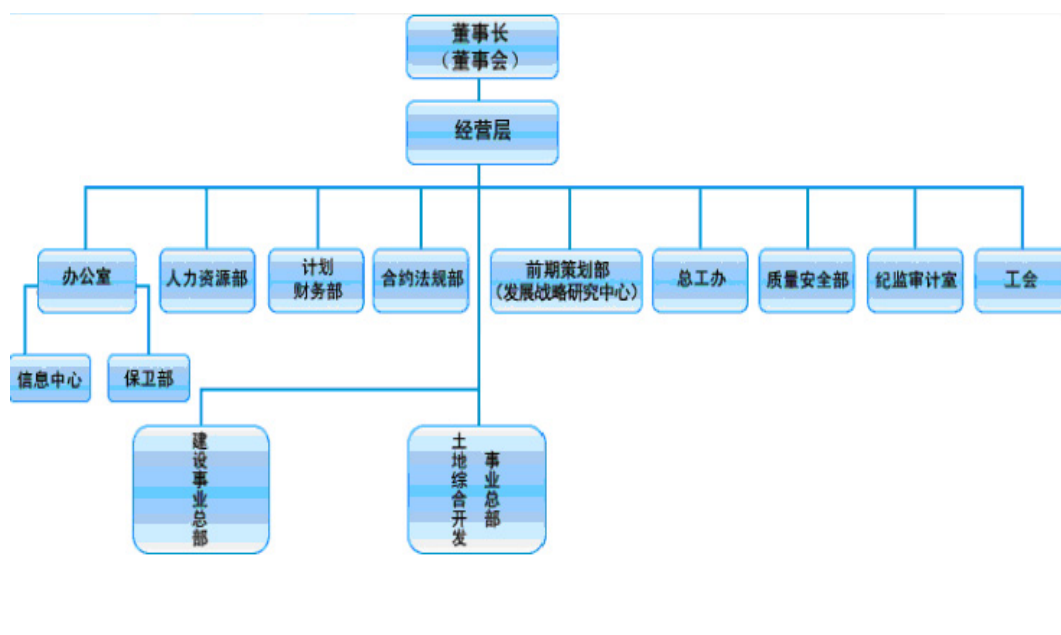
附一：武汉地铁集团有限公司股权结构图（截至 2013 年 9 月底）



序号	公司名称	经营范围	注册资本（万元）	持股比例
1	武汉地铁运营有限公司	轨道交通线路运营管理	1,800	100%
2	武汉市轨道交通建设公司	轨道交通工程建设、运营、管理；房地产开发	20,000	100%
3	武汉城市一卡通有限公司	城市一卡通建设	12,000	28%
4	武汉地铁移动电视传媒有限责任公司	地铁电视广告的策划、制作、发布等	1,000	50%
5	武汉轨道交通咨询有限公司	轨道交通工程设计、咨询等	1,000	100%

资料来源：公司提供

附二：武汉地铁集团有限公司组织结构图（截至 2013 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附三：武汉地铁规划线路图



附四：武汉地铁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	2013.9
货币资金	244,162.87	248,613.83	168,821.27	224,168.96
短期投资(交易性金融资产)	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	244,101.58	226,359.06	243,913.93	310,660.19
存货净额	206,724.53	247,172.19	275,362.23	1,731,897.68
其他应收款	209,034.48	269,506.93	362,779.59	510,825.62
长期投资	6,063.12	12,682.12	11,582.12	11,582.12
固定资产(合计)	1,571,700.63	2,198,386.08	3,313,426.57	4,219,420.85
总资产	2,853,867.30	3,654,595.23	5,025,012.97	7,833,487.40
其他应付款	97,809.62	229,024.21	243,215.19	294,522.95
短期债务	85,582.66	138,621.63	395,666.10	122,996.46
长期债务	2,186,943.51	2,657,054.72	3,204,735.14	4,580,136.30
总债务	2,272,526.18	2,795,676.35	3,600,401.24	4,703,132.76
净债务	2,028,363.30	2,547,062.53	3,431,579.97	4,478,963.81
总负债	2,489,399.35	3,142,947.85	3,943,891.68	5,130,441.60
财务性利息支出	0.00	0.00	0.00	-
资本化利息支出	34,674.15	87,860.22	177,179.23	-
所有者权益(含少数股东权益)	364,467.94	511,647.38	1,081,121.29	2,703,045.80
营业总收入	399,462.01	111,172.33	72,864.09	135,532.81
三费前利润	183,804.02	43,452.06	14,054.52	21,172.19
投资收益	46.76	23.12	0.00	20.00
EBIT	184,229.97	42,325.08	13,334.94	-
EBITDA	184,508.98	43,206.84	14,288.49	-
经营活动产生现金净流量	-73,003.80	15,646.67	-34,998.76	-69,944.43
投资活动产生现金净流量	-625,354.36	-488,487.58	-1,037,717.41	-899,327.24
筹资活动产生现金净流量	780,783.40	474,291.86	983,557.51	1,019,792.28
现金及现金等价物净增加额	82,425.23	1,450.95	-89,158.66	50,520.61
资本支出	617,487.73	496,449.82	1,031,947.12	930,779.89
财务指标	2010	2011	2012	2013.9
营业毛利率(%)	46.22	40.19	21.32	16.24
三费收入比(%)	0.47	2.71	4.90	2.38
EBITDA/营业总收入(%)	46.19	38.86	19.61	-
总资产收益率(%)	8.05	1.30	0.31	-
流动比率(X)	5.99	3.44	2.53	7.47
速动比率(X)	5.02	2.85	2.12	3.88
存货周转率(X)	1.14	0.29	0.22	-
应收账款周转率(X)	3.27	0.47	0.31	-
资产负债率(%)	87.23	86.00	78.49	65.49
总资本化比率(%)	86.18	84.53	76.91	63.50
短期债务/总债务(%)	3.77	4.96	10.99	2.62
经营活动净现金/总债务(X)	-0.03	0.01	-0.01	-
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.85	0.11	-0.09	-
经营活动净现金/利息支出(X)	-2.11	0.18	-0.20	-
总债务/EBITDA(X)	12.32	64.70	251.98	-
EBITDA/短期债务(X)	2.16	0.31	0.04	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.33	0.49	0.08	-

注：公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2013年三季度未经审计；根据武汉市政府相关文件，公司可用地铁沿线部分土地出让收益来偿还贷款本息，利息的产生与土地收益的实现在时间上不匹配，公司将相应的财务费用计入了其他应收款；中诚信国际将公司融资租赁款调整至长期借款科目。

附五：基本财务指标的计算公式

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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

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

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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

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

附六：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。