



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]Y049号

中诚信证券评估有限公司对武汉地铁集团有限公司及其拟发行的“2019年第一期武汉地铁集团有限公司绿色债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，武汉地铁集团有限公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；“2019年第一期武汉地铁集团有限公司绿色债券”的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会  
二零一九年九月十一日

## 2019年第一期武汉地铁集团有限公司绿色债券信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	武汉地铁集团有限公司
<b>发行规模</b>	20亿元
<b>债券期限</b>	20年，在债券存续期的第10个、第15个计息年度末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
<b>债券利率</b>	固定利率
<b>偿还方式</b>	单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

### 概况数据

武汉地铁（合并）	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	1,895.20	2,378.67	3,007.13	3,096.19
所有者权益合计（亿元）	660.70	729.98	966.06	987.40
总负债（亿元）	1,234.50	1,648.69	2,041.08	2,108.79
总债务（亿元）	1,013.44	1,397.48	1,820.04	1,909.55
营业总收入（亿元）	29.31	120.57	102.55	15.73
经营性业务利润（亿元）	5.59	11.66	12.89	1.11
净利润（亿元）	9.50	12.85	14.36	1.11
EBIT（亿元）	11.30	47.22	54.61	-
EBITDA（亿元）	14.21	51.56	60.17	-
经营活动净现金流（亿元）	9.05	47.31	-42.67	-10.81
收现比（X）	1.52	0.81	0.85	0.42
总资产收益率（%）	0.66	2.21	2.03	-
营业毛利率（%）	25.20	37.31	50.11	7.23
应收类款项/总资产（%）	5.90	6.63	8.93	9.26
资产负债率（%）	65.14	69.31	67.87	68.11
总资本化比率（%）	60.53	65.69	65.33	65.92
总债务/EBITDA（X）	71.31	27.10	30.25	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.33	0.65	0.60	-

注：1、公司各期财务报告均依照新会计准则编制；2、将2016-2019年3月末公司长期应付款中带息部分纳入长期债务核算；3、因公司未提供2019年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2019年第一期武汉地铁集团有限公司绿色债券”的信用等级为AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定武汉地铁集团有限公司（以下简称“武汉地铁”或“公司”或“发行人”）主体信用级别为AAA，评级展望为稳定。该级别反映了武汉地铁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。中诚信证评肯定了武汉市很强的区域经济实力为地铁建设奠定坚实基础；武汉市政府在政策、资金等方面给予公司的大力支持；地铁客流量和票款收入持续增长以及物业租赁业务未来发展潜力较大等因素对公司发展的积极影响；同时，中诚信证评也关注到公司面临较大的资本支出压力、地铁票价市场化程度较低以及土地政策变化带来的风险、面临一定偿债压力等对公司未来整体信用状况的影响。

### 正面

- 武汉市很强的经济实力为地铁建设奠定坚实基础。近年来武汉市经济持续增长，2018年武汉市实现地区生产总值14,847.29亿元，比上年增长8.0%，很强的区域经济为地铁建设奠定了良好的基础。
- 武汉市政府在政策、资金等方面给予公司大力支持。武汉地铁作为武汉市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体，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，武汉市政府明确将轨道交通项目沿线部分土地出让收益专项用于地铁项目建设和运营。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，近三年合计约150亿元。
- 公司客流量和票款收入持续增长。随着新建成

## 分析师

张卡 kzhang@ccxr.com.cn

刘衍青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年9月11日

地铁线路的开通运营，武汉地铁“网络效应”逐渐显现，带动客流量和票款收入持续较快增长。未来随着在建线路的陆续投入运营，公司的客流量和票款收入将有更大的增长空间。

- 公司物业租赁业务未来发展潜力较大。公司在建的物业项目均处于地铁线路沿线和站点周边，未来公司将积极推进地铁沿线及站点周边的商业项目开发，以进一步提升公司资产质量和盈利水平。

## 关注

- 面临较大的资本支出压力。2019年4月~2021年，公司在建轨道交通项目计划投资约1,050.87亿元，面临较大的资本支出压力。
- 地铁票价市场化程度较低。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。
- 土地政策的变化带来的不确定性。土地一级开发受国家宏观政策特别是房地产政策的影响较大，公司土地开发收益面临土地政策变化带来的风险。
- 面临一定偿债压力。近年来公司总债务规模增长较快，截至2019年3月末，公司总债务达到1,909.55亿元，债务压力较大。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对武汉地铁集团有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

## 概 况

### 发债主体概况

武汉地铁集团有限公司成立于 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，原注册资本 5,000.00 万元，主要负责武汉市轨道交通项目投资、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（后更名为“国通信托有限责任公司”，以下简称“国通信托”）和华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能贵诚信托”）分别以货币形式对公司增资 5 亿元和 35 亿元，其中 6.9 亿元计入实收资本，合计持有公司 41% 的股权，持有期限为 6 年。2018 年 1 月，武汉市国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）回购了上述股权。2015 年 12 月，国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）以货币形式对公司增资共计 18,707 万元。2016 年 7 月，经各股东一致同意，国开发展基金以货币方式、武汉市国资委通过资本公积增加注册资本方式对公司增资。经多次注资与变更，截至 2019 年 3 月末，公司注册资本和实收资本为 88.00 亿元，武汉市国资委与国开发展基金持股比例分别为 88.06% 和 11.94%，武汉市国资委为公司实际控制人。

截至 2018 年末，公司总资产为 3,007.13 亿元，所有者权益合计为 966.06 亿元，资产负债率为 67.87%。2018 年，公司实现营业总收入 102.55 亿元，净利润 14.36 亿元，经营活动净现金流 -42.67 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 3,096.19 亿元，所有者权益合计为 987.40 亿元，资产负债率为 68.11%。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 15.73 亿元，净利润 1.11 亿元，经营活动净现金流 -10.81 亿元。

### 本期债券概况

#### 发行条款

本期债券发行总额为 20 亿元，债券期限为 20 年，在债券存续期的第 10 个、第 15 个计息年度末

附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

### 募集资金用途

公司拟将本期债券所募集资金中的 3.00 亿元用于武汉市轨道交通 2 号线南延线工程项目的投资建设、1.00 亿元用于武汉市轨道交通 11 号线东段（光谷火车站-左岭）工程项目的投资建设、7.00 亿元用于武汉市轨道交通 5 号线工程项目的投资建设、4.00 亿元用于武汉市轨道交通 8 号线二期工程项目的投资建设、5.00 亿元用于补充营运资金。

表 1：公司募集资金用途（亿元、%）

项目或用途	项目总投资额	募集资金使用额度	占项目总投资比例
武汉市轨道交通 2 号线南延线工程项目	126.58	3.00	2.37
武汉市轨道交通 11 号线东段（光谷火车站-左岭）工程项目	137.57	1.00	0.73
武汉市轨道交通 5 号线工程项目	255.90	7.00	2.74
武汉市轨道交通 8 号线二期工程项目	146.65	4.00	2.73
补充营运资金	-	5.00	-
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>20.00</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

## 行业及区域经济分析

随着城市化进程持续推进，我国城市轨道交通行业仍将处于高速发展时期，关注轨道交通建设与城市经济水平的适应性

轨道交通属于城市公共服务业，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。

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。截至 2018 年末，我国累计有 35 座城市开通运营轨道交通路线，其中 2018 年新增乌鲁木齐 1 座运营城市；轨道交通运营总里程达 5,761.4 公里，其中地铁 4,354.3 公里，占比 75.6%，轻轨 255.4 公里，占比 4.4%，其他制

式城市轨道交通运营线路长度约 1,151.8 公里，占比 20%，运营线路中 728.7 公里为 2018 年新增，同比增长 16.2%；运营线路 185 条，其中 2018 年新增 20 条；车站 3,394 座，其中 2018 年新增 354 座；全国城轨交通累计配属车辆 5,898 列，比上年增长 21.1%，当年完成运营里程 35.1 亿车公里，比上年增长 19.4%。2018 年轨道交通完成客运量 210.7 亿人次，较去年同比增长 14%，拥有 4 条及以上运营线路，且换乘站 3 座及以上的城市共计 26 个，占已开通城市轨道交通城市的 45.7%。

国务院于 2017 年 2 月发布的《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》中提出，将加强城市轨道交通建设，完善优化超大、特大城市轨道交通网络，推进城区常住人口 300 万以上的城市轨道交通成网，实施重要客运枢纽的轨道交通引入工程，基本实现利用城市轨道交通等骨干公交方式连接大中型高铁车站以及年吞吐量超过 1,000 万人次的机场。到 2020 年，基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系，部分地区和领域率先基本实现交通运输现代化，城市轨道交通运营里程比 2015 年增长近一倍，预计达到 6,000 公里。

总的来看，我国城市轨道交通行业在“十二五”期间保持着高速发展的态势，“十三五”期间仍将保持较大投资规模。随着在建、拟建线路的建成运营，轨道交通在城市客运系统中将发挥更重要的作用。但由于轨道交通项目投资大，费用高，自身经济效益较差等特点，轨道交通项目的建设对城市经济水平依赖度较高，中诚信将持续关注轨道交通行业的高速增长与城市经济发展水平之间的适应关系。

**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；PPP 建设模式不仅可以分散政府的财政投资压力，还能使社会资本获得一定收益，是城市轨道交通融资模式发展的重要方向**

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，是城市基础设施建设中投资规模最大的工程。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，我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，运营线路少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，地方政府资金支出压力大。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，与各区的经济发展结合起来。轨道交通项目投入运营后，地铁沿线的商贸、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，对地铁沿线的广告、商贸统一开发，实现规模和专业化管理，以相关收益弥补运营业务亏损。但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，轨道交通项目难以实现盈利。

近年来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。通过对轨道交通建设体制的创新，多元化投资主体的引入，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发展空间。在进行市场化运作过程中，政府多采用 PPP 等方式与企业进行合作。

PPP (Public-Private Partnership) 即政府与社会资本合作，是目前各级政府大力推广的政府项目建设融资方式。政府通过开展 PPP 项目可以充分调动社会资本参与政府类项目，并以项目经营或政府购买服务等方式给予社会资本回报，从而分散政府的财政投资压力，同时能使社会资本获得一定收益。

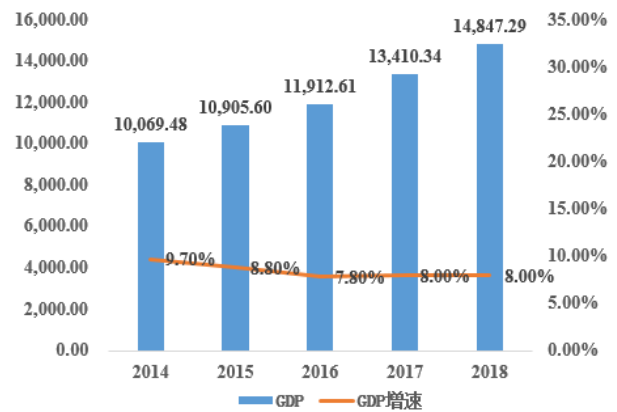
按照服务于社会经济发展的不同方面，PPP项目可分为经济、社会和政府三类，轨道交通项目即属于其中的经济类项目。由于具有较强的现金流产生能力，轨道交通项目属于较适合用PPP方式建设的项目。2015年以来，财政部先后发布四批财政部PPP示范项目，其中轨道交通项目合计总投资4,358.76亿元。对于纳入财政部PPP示范项目的建设项目，财政部将给予财政补贴和奖励等予以支持。此外，多个轨道交通项目也已纳入各地方PPP项目库。

截至2018年末，我国共有53座城市（部分由地方政府批复项目未纳入统计）正在进行城市轨道交通路线修建，在建线路258条，在建线路长度6,374公里，较去年同期增长2.0%。根据我国在建线路可研批复情况，截至2018年末，我国已获得城轨交通建设项目批复的城市有63座，在实施的建设规划线路总长度为7,611公里，批复规划线路总投资38,911.1亿元，其中有6个城市投资计划超过2,000亿元，9个城市投资计划超过1,000亿元，27个城市规划线网规模超过100公里。由于城市轨道交通建设的巨额投资规模预计将给各地政府财政带来一定资金压力，国家发改委在2017年9月的城市轨道交通投融资机制创新研讨会中指出，我国城市轨道交通处在快速发展时期，但投融资模式和投资主体单一，实现可持续发展迫切需要推进投融资机制创新。一是要统筹协调轨道交通规划与城市总体规划，发挥轨道交通对城市发展的支撑引领作用。坚持以人民为中心发展理念，打造综合交通枢纽，方便群众出行。二是尽快完善综合开发土地政策，顺应轨道交通投融资创新的需要，协调不同属性土地的管理机制，促进轨道交通沿线和站点周边的物业开发。三是大力推广PPP模式，借鉴学习重点城市实施PPP项目的实践经验，积极引入社会资本，完善有关的税收政策。四是借鉴国内外先进经验，结合实际科学合理设计票价体系，既要有利于可持续经营，又要体现公益属性，考虑社会承受能力。五是深化研究涉及综合开发的消防、环保等标准和配套政策。加强综合开发、商业运营等专业人才的供给，为行业可持续发展提供保障。

## 武汉市经济概况

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和国家中心城市之一。近年来，武汉市的经济持续平稳较快发展，综合经济实力显著增强。2018年，武汉市地区生产总值（GDP）继续保持增长趋势，全年实现14,847.29亿元，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值362.00亿元，增长2.9%；第二产业增加值6,377.75亿元，增长5.7%；第三产业增加值8,107.54亿元，增长10.1%。三次产业结构比由2017年的3.0:43.7:53.3调整至2018年的2.4:43.0:54.6，第三产业占比比上年提高1.3个百分点。按常住人口计算，全年人均地区生产总值为135,136元，比上年增长6.4%。

图1：2014~2018年武汉市GDP及其增速  
亿元



资料来源：武汉市统计公报

固定资产投资方面，2018年，武汉市完成全社会固定资产投资8,706.06亿元，比上年增长10.6%。其中，基础设施投资增长11.1%。民间投资增长11.8%。分产业看，第一产业投资29.21亿元下降35.6%；第二产业投资2,812.25亿元，增长12.1%；第三产业投资5,810.53亿元，增长10.4%。

表2：2018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（不含农户）	8,706.06	10.60
其中：第一产业	29.21	-35.6
第二产业	2,812.25	12.1
第三产业	5,810.53	10.4

资料来源：武汉市统计公报

武汉市城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2018年末，武汉市全市常住人口为1,108.1万人，比上年末增

加 18.81 万人，其中，城镇人口 889.69 万人。常住人口城镇化率为 80.29%，比上年提高 0.25 个百分点。户籍人口 883.73 万人，比上年增加 30.08 万人。人口规模与交通运输的需求有直接的关系，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：2018 年，武汉市全年完成货运量 62,517.88 万吨，比上年增长 9.2%；货物周转量 3,654.73 亿吨公里，增长 8.8%。客运量 28,638.88 万人，比上年下降 1.6%；旅客周转量 1,232.52 亿人公里，下降 0.1%。

总体来看，武汉市快速增强的区域经济实力为地铁建设奠定坚实的基础。同时，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。

## 竞争实力

作为武汉市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体，公司得到了武汉市政府在政策、资金和土地等方面的大力支持。

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，其土地出让收益专项用于轨道交通项目建设。

资金支持方面，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。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，2016~2018 年，公司分别收到武汉市财政局拨付的专项资金 50.56 亿元、44.77 亿元和 50.00 亿元。

2015 年 7 月，为有力保障轨道交通项目进展，武汉市人民政府修订出台了《武汉市轨道交通建设发展专项资金管理暂行办法》（武政办[2015]109 号），进一步明确轨道交通建设资金来源，建立了全面保证建设资金需求机制，持续加大对轨道交通

建设的支持力度。

税费优惠方面，根据《意见》，轨道交通建设单位上缴（含代扣代缴）的营业税（含增值税）、房产税、土地使用税等，地方留存部分由财政列支，专项用于轨道交通建设；轨道交通工程享受市重点建设项目的优惠政策，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。

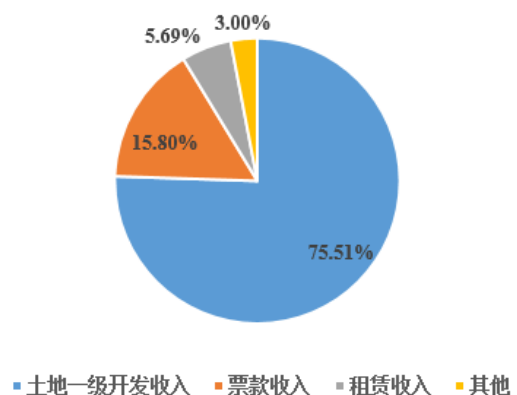
此外，为促进轨道交通的良性发展，武汉市人民政府未来还将继续执行对公司的既定支持政策，包括但不限于优先考虑项目土地平衡的农用地转用计划指标和土地供应计划、财政专项补贴等。

总体来看，公司作为武汉市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体，公司得到了武汉市政府在政策、资金等方面的大力支持，建设资金及偿债资金来源具有一定的保障，整体抗风险能力很强。

## 业务运营

公司营业收入主要包括土地一级开发收入、地铁运营收入和物业租赁收入等。2018 年，公司实现营业总收入 102.55 亿元，其中土地一级开发收入 77.44 亿元，占当期营业总收入的 75.51%；实现票款收入 16.20 亿元，占当期营业总收入的 15.80%；实现租赁收入 5.83 亿元，占当期营业总收入的 5.69%。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 15.73 亿元。

图 2：2018 年公司营业总收入构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

## 地铁运营

公司作为武汉市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体，在当地轨道交通行业占有绝对的垄

断地位。截至 2019 年 3 月末，公司已通车地铁 1 号线、2 号线一期、2 号线南延线、4 号线、3 号线一期、6 号线一期、机场线、7 号线一期、8 号线一期、21 号线（阳逻线）、11 号线东段（光谷火车站-左岭）和纸坊线（7 号线南延长线），营运里程达 318 公里。

地铁 1 号线项目位于长江以西的汉口，西起东西湖区的东吴大道，东至黄陂区汉口北，途经硚口区、江汉区和江岸区，整条线路成“U”字型，全长 29.00 公里。一期工程于 2004 年 7 月建成通车，二期工程于 2010 年 7 月开通试运营，沿途共设车站 26 站，包括硚口站、友谊路站、循礼门站、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。汉口北延长线全长 6.00 公里，从堤角站至汉口北，设车站 3 座，已于 2014 年 5 月开通试运营。

地铁 2 号线一期项目是我国首条穿越长江的地铁，线路北起常青花园，穿越长江至光谷广场站，线路全长 28.00 公里，设车站 21 座，该项目于 2012 年 12 月开通试运营，是连接长江以西的汉口和以东的武昌的重要地下轨道交通。

2 号线南延线由 2 号线一期工程光谷广场站引出，经过珞喻路、佳园路、光谷火车站、黄龙山路、光谷大道、高新六路等，至佛祖岭站，设站 10 座，全长 15.00 公里，与 11 号线东段一期在光谷火车站换乘，已于 2019 年 2 月开通试运营。

4 号线一期项目以武昌火车站为起点，经中南路、岳家嘴，至武汉火车站，线路全长 17.00 公里，设车站 15 座，项目依长江江岸而建，南部与 4 号线二期接于武昌火车站，该项目于 2013 年 12 月建成通车。4 号线二期项目西起黄金口站，东至武昌火车站，线路全长 17.00 公里，设站 13 座，该项目途经汉阳火车站，与 4 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，是沟通长江两岸的又一重要地铁线路，已于 2014 年 12 月开通试运营。

3 号线一期项目位于汉口，整条线路为南北向地铁线，线路全长 28.00 公里，设车站 24 座，北起市民之家站，南至沌阳大道站，并与 4 号线二期工程相连接，该项目是连接汉口、汉阳的骨干线路，

也是第一条下穿汉江的地铁线路，穿过汉阳区、硚口区、江汉区、江岸区、东西湖区、武汉经济技术开发区 6 个城区，已于 2015 年 12 月开通试运营。

6 号线一期项目起自汉阳体育中心南站，止于汉口环湖西路站，线路全长 36.00 公里，设车站 27 座，该项目已于 2016 年 12 月开通试运营。

机场线项目线路全长 20.00 公里，设车站 7 座，始于天河机场站，经航空总部站、佳海工业园站、管委会站、盘龙城站、宏图大道站、常青车辆段站，接入 2 号线一期项目起点金银潭站，该项目已于 2016 年 12 月开通试运营。

地铁 1 号线泾河延长线全长 4.00 公里，该工程线路由 1 号线二期工程西段起点东吴大道站引出，沿七雄北路北行，在金山大道南侧设金山大道站，跨过金山大道后，北行至啤砖路南侧设啤砖路站，之后一路北行至泾河南侧设泾河站，已于 2017 年 12 月底开通试运营。

8 号线一期全长 16.70 公里，北起三金潭车辆段站，并分别与 2 号线、1 号线和 4 号线相接于幸福大道站、黄浦路站和岳家嘴站，本项目已于 2017 年 12 月底开通试运营。

21 号线全长 35.01 公里，该工程线路起于汉口后湖大道，止于金台站，其中后湖大道站、百步亭花园路站、新荣站和施岗站能与武汉轨道交通 3 号线实现换乘，该项目已于 2017 年 12 月底开通试运营。

7 号线一期工程起自东方马城站，止于野芷湖站，线路全长 31.00 公里，设站 19 座，计划总投资 326.02 亿元，该项目已于 2018 年 10 月开通试运营。

纸坊线（7 号线南延长线）起自野芷湖站，经新路村、大花岭街、江夏客厅、谭鑫培公园、北华街，至纸坊青大街站，线路全长 15.00 公里，设车站 6 站。该项目已于 2018 年 12 月开通试运营。

11 号线东段一期起自光谷火车站，经光谷新中心、未来科技城，经止于左岭新城，全长 20.00 公里，设车站 13 座，计划总投资 144.53 亿元，已于 2018 年 10 月开通试运营。

表 3：截至 2019 年 3 月末公司已通车轨道线路情况

线路名称	子线路名称	通车时间	线路长度（公里）	站点数（个）	总投资（亿元）
1 号线	1 号线一期	2004.7	29.00	26	88.50
	1 号线二期	2010.7			
2 号线	2 号线一期	2012.12	28.00	21	154.57
	南延长线	2019.2	15.00	10	126.77
4 号线	4 号线一期	2013.12	34.00	28	226.86
	4 号线二期	2014.12			
1 号线	汉口北延长线	2014.5	6.00	3	23.50
3 号线	3 号线一期	2015.12	28.00	24	221.28
6 号线	6 号线一期	2016.12	36.00	27	270.52
机场线	机场线	2016.12	20.00	7	100.48
1 号线	泾河延长线	2017.12	4.00	3	17.57
8 号线	8 号线一期	2017.12	17.00	12	135.84
21 号线	21 号线	2017.12	35.00	16	165.64
7 号线	7 号线一期	2018.10	31.00	19	326.02
	南延长线	2018.12	15.00	7	110.20
11 号线	11 号线东段一期	2018.10	20.00	13	144.53
<b>合计</b>	-	-	<b>318.00</b>	<b>216</b>	<b>2,112.28</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着轨道交通线路的陆续建成并投入运营，武汉地铁客流量呈逐年大幅增长态势，2016~2018 年武汉地铁实现客流量分别为 7.17 亿乘次、9.27 亿乘次和 10.44 亿乘次。2017 年与 2018 年得益于机场线、6 号线一期、泾河延长线、8 号线一期、21 号线投入运营及自然增长，地铁全年客流量持续快速增长。从票款收入来看，武汉地铁票款收入与客流量保持同步快速增长，2016~2018 年，实现票款收入分别为 11.80 亿元、14.42 亿元和 16.20 亿元，2019 年 1~3 月，武汉地铁实现客流量 2.83 亿乘次，实现票款收入 6.05 亿元。未来，随着更多线路的逐步建成通车，武汉地铁网络效应将得以充分发挥，客流量和票款收入有望进一步增长。

表 4：武汉地铁客流量和票款收入统计

项目	2016	2017	2018	2019.3
客流量 (亿乘次)	7.17	9.27	10.44	2.83
车票收入 (亿元)	11.80	14.42	16.20	6.05

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

票价方面，由公司提出票价方案，经物价管理部门审定，并召开公开听证会讨论通过后，提交武汉市政府及相关监督管理机构审批同意后实施。自 2019 年 2 月 1 日起，武汉市轨道交通线网票价执行

新的标准，武汉轨道交通统一按里程限时分段计价，即 4 公里以内（含 4 公里）2 元；4-12 公里（含 12 公里），1 元/4 公里；12-24 公里（含 24 公里），1 元/6 公里；24-40 公里（含 40 公里），1 元/8 公里；40-50 公里（含 50 公里），1 元/10 公里；50 公里以上，1 元/20 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，目前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，武汉地铁已开通轨道线路运营情况良好，未来随着更多新线路逐步开通，有望带动公司客流量和票务收入大幅增长。但中诚信证评也关注到，地铁票价的公益性质，在一定程度上限制了地铁运营业务的盈利水平，且人工成本的增加等因素也大大限制了运营的盈亏平衡能力。同时，新线路的较快投入也考验着公司的运营管理和安全生产能力。

## 地铁建设

目前，公司主要在建轨道交通项目为 5 号线、8 号线二期、11 号线东段二期（11 号线武昌段）和

蔡甸线等。

在建项目中，5号线全长33.60公里，设车站26座，概算总投资280.22亿元；8号线二期全长17.60公里，设车站12座，概算总投资147.15亿元；蔡甸线全长16.05公里，设车站9座，概算总投资93.62亿元；11号线东段二期全长12.60公里，设车站7座，概算总投资110.39亿元；8号线三期全长4.90公里，设车站2座，概算总投资25.97亿元；6号线二期全长7.00公里，设车站5座，概算总投资45.58亿元；16号线全长32.30公里，设车站12座，概算总投资154.20亿元；19号线全长20.60公里，设车站6座，概算总投资171.90亿元；前川线（7号线北延线）全长33.60公里，设车站9座，概算总投资175.59亿元；12号线全长59.90公里，

设车站37座，概算总投资583.87亿元；11号线三期全长9.90公里，设车站5座，概算总投资135.15亿元；新港线全长30.20公里，设车站11座，概算总投资176.81亿元。为支持公司地铁线路建设，武汉市财政预算每年安排轨道交通专项资金用于公司地铁建设，2016~2018年，公司分别收到武汉市财政局拨付的专项资金50.56亿元、44.77亿元、50.00亿元。

截至2019年3月末，公司主要在建及拟建项目计划总投资2,100.45亿元，已完成投资304.57亿元，未来尚需投资1,795.88亿元。其中，2019年4~12月及2020~2021年计划投资分别为268.44亿元、388.82亿元和393.61亿元，合计需投资1,050.87亿元，公司未来资本支出压力较大。

表5：截至2019年3月末公司主要在建及拟建轨道交通项目情况（公里、亿元）

线路名称	全长	总投资	累计完成投资	预计建成通车时间	未来计划投资		
					2019.4-12	2020	2021
5号线	33.60	280.22	124.44	2016~2021	56.62	63.00	36.16
8号线二期	17.60	147.15	57.32	2016~2020	30.53	48.80	10.50
蔡甸线	16.05	93.62	64.11	2016~2019	1.37	23.48	4.66
11号线东段二期	12.60	110.39	24.08	2017~2021	27.84	26.66	22.99
8号线三期	4.90	25.97	13.79	2019~2020	3.90	5.88	2.40
6号线二期	7.00	45.58	4.92	2019~2021	3.89	25.00	11.77
16号线	32.30	154.20	10.54	2019~2021	54.82	48.00	33.13
19号线	20.60	171.90	0.00	2019~2023	9.00	25.00	48.00
前川线	33.60	175.59	1.78	2019~2023	26.26	25.00	50.00
12号线	59.90	583.87	3.31	2019~2024	46.52	65.00	96.00
11号线三期	9.90	135.15	0.28	2019~2024	7.14	18.00	36.00
新港线	30.20	176.81	0.00	2019~2024	0.55	15.00	42.00
<b>合计</b>	<b>278.25</b>	<b>2,100.45</b>	<b>304.57</b>	-	<b>268.44</b>	<b>388.82</b>	<b>393.61</b>

注：1、公司在地铁线路通车1~2年后支付约占总投资10%的保证金工程尾款；

2、武汉市轨道交通5号线工程项目总投资数据来源于《湖北省发展改革委关于武汉市轨道交通5号线工程初步设计审批意见的复函》（鄂发改交通函〔2016〕496号）；武汉市轨道交通8号线二期工程项目总投资数据来源于《湖北省发展改革委关于武汉市轨道交通8号线二期工程初步设计审批意见的函》（鄂发改交通函〔2016〕126号）；武汉市轨道交通蔡甸线工程项目总投资数据来源于《湖北省发展改革委关于武汉市轨道交通蔡甸线工程初步设计审批意见的复函》（鄂发改交通函〔2016〕497号）；武汉市轨道交通11号线东段二期工程项目总投资数据来源于《湖北省发展改革委关于武汉市轨道交通11号线东段二期工程初步设计审批意见的函》（鄂发改交通函〔2017〕234号）。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着在建轨道交通线路的陆续建成通车，武汉市轨道交通网将逐步完善，“路网效应”将逐步发挥，作为武汉市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体，公司得到了武汉市政府在政策、资金等方面的大力支持。但中诚信证评也关注到，近年来公司在建轨道交通项目投资规模较大，一定程度上给公司的融资能力带来了考验，公司未来将面临较大的资本支出压力。

## 土地一级开发

公司在进行大规模地铁项目建设的同时，融资需求也随之增长，为平衡地铁线路建设资金，武汉市政府明确将地铁沿线地块土地一级开发收益专项用于轨道交通项目建设，包含地铁1号线、2号线一期、4号线一期沿线72宗（面积总计16,171.95亩）土地；地铁3号线和4号线沿线共60宗（面积总计2,523.05亩）土地；轨道交通3号线和4号

线二期工程沿线 4 宗土地（合计约为 80.16 亩）；地铁 6 号线一期、7 号线一期和 8 号线一期共 269 宗（面积总计 18,848 亩）土地等合计约 8.2 万亩，目前上述土地部分已进行土地一级开发。

对于上述地块的土地一级开发，需要进行前期征地、拆迁、土地平整等投资，土地出让后扣除收储成本和国家要求缴纳的各项税费后形成的土地出让收益，根据武汉市政府相关政策，专项用于武汉市轨道交通建设与运营。一般情况下，公司将整理好的土地交土地储备中心，二级开发商通过招拍挂程序取得土地使用权后，应在签订土地出让协议后缴清土地出让金，财政局在收到土地出让金后，应完成相关税费规费的扣划工作，并将剩余资金划入公司专用账户。

截至 2019 年 3 月末，轨道交通沿线主要地块已投入金额为 151.65 亿元，预计在 2019 年 4 月~2021 年还将投入 155.00 亿元。2016~2019 年 3 月，公司分别确认一级土地开发业务收入 11.90 亿元、98.64 亿元、77.45 亿元和 7.87 亿元，其中 2017 年收入较 2016 年大幅增加 86.74 亿元，主要系加大了土地一级开发力度所致。

根据武汉市轨道交通整体规划，2019~2024 年，计划实现土地出让 15,453 亩，预计实现土地出让收

入 1,237 亿元，拟出让地块主要位于 1 号线、2 号线一期、3 号线一期、6 号线一期、7 号线一期、8 号线一期沿线及地铁小镇等。

总体来看，公司通过进行地铁沿线和站点周边的土地一级开发业务，可以有效平衡地铁建设的资金压力，但前期需要投入规模较大的资金。考虑到房地产市场的波动以及宏观调控等因素，未来上述地块土地出让的进度和收益情况值得关注。

## 物业租赁

轨道交通的建设改变人们的出行方式，带动线路沿线和站点周边的土地资源升值。公司利用轨道交通这一特点，在线路沿线和站点周边进行商铺、写字楼、停车场等物业项目的开发，未来公司将进一步探索“地铁+物业”的盈利模式，通过销售和租赁上述物业项目来获取利润。2016 年，公司成立了全资子公司武汉地铁资源经营有限公司以整合公司物业板块，统一建设、经营公司地铁相关物业，提高公司地铁物业运营效率。随着建成物业项目的投入运营，近年来公司物业租赁收入持续增长，2016~2018 年，公司实现物业租赁收入分别为 2.83 亿元、4.34 亿元和 5.83 亿元。

表 6：截至 2019 年 3 月末公司主要在建及拟建物业项目情况（平方米、万元）

项目	用地面积	建筑面积	总投资	累计完成投资	项目进度
田田广场地下物业	33,959.00	28,454.00	36,502.60	36,502.60	在建
徐家棚区间物业	21,490.00	22,028.00	22,600.73	8,301.50	在建
宗关配套物业	13,698.00	34,635.00	19,158.00	14,237.57	在建
三阳路风塔物业	20,500.00	244,920.00	163,381.00	47,205.78	在建
赵家条站物业	44,700.00	143,300.00	101,744.00	8,337.91	在建
街道口站配套物业	17,000.00	76,000.00	120,000.00	19,439.52	在建
仁和路站综合配套物业	17,179.00	76,252.00	42,003.00	20,649.87	在建
秦园路风塔配套物业	22,600.00	234,800.00	193,362.00	34,382.73	在建
瑞安街 A 项目物业	4,000.00	14,151.43	9,076.76	7,828.57	在建
瑞安街 B 项目物业	9,000.00	18,455.00	16,716.87	11,881.82	在建
黄浦路站物业	5,395.00	37,413.12	31,152.39	13,178.96	在建
江南风亭物业	15,597.00	58,221.00	60,000.00	606.68	在建
地铁博物馆物业	7,400.00	20,500.00	22,320.00	512.98	在建
歌笛湖物业	45,200.00	216,800.00	521,234.00	37,466.04	在建
徐家棚区间配套商业街	21,490.00	22,028.00	22,600.73	5,191.80	在建
黄浦路站配套物业	5,395.00	34,200.00	31,152.39	13,178.96	在建
水果湖站配套开发	3,040.00	13,585.00	8,151.00	56.01	拟建
虎泉站配套物业	41,200.00	218,000.00	55,080.00	100.09	拟建
马房山站配套物业	18,800.00	60,000.00	29,925.00	64.07	拟建
武昌火车站物业	15,500.00	54,000.00	30,195.00	1.77	拟建
<b>合计</b>	<b>383,143.00</b>	<b>1,627,742.55</b>	<b>1,536,355.47</b>	<b>279,125.23</b>	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司围绕地铁沿线物业的开发，一方面自主开发，另一方面或与其他公司组建项目公司联合开发。截至 2019 年 3 月末，公司主要有歌笛湖物业、秦园路风塔配套物业、三阳路风塔物业、赵家条站物业和虎泉站配套物业等在建物业及拟建项目，建筑面积约 162.77 万平方米，计划总投资 153.64 亿元，已完成投资 27.91 亿元，未来尚需投资 125.73 亿元。

值得关注的是，公司在建的物业项目均位于地铁线路沿线和站点周边，未来公司将积极推进地铁沿线及站点周边的商业项目开发，以进一步提升公司资产质量和盈利水平，中诚信证评将持续关注公司物业项目的建设情况和相关土地手续的办理进度。

## 战略规划

公司作为武汉市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体，轨道交通建设是公司未来的投资重点。根据《武汉市城市轨道交通第三期建设规划（2015~2021 年）》，武汉地铁负责建设 1 号线泾河延伸工程，2 号线北延、南延工程，4 号线西延工程，5 号线，7 号线南段，8 号线二期工程，11 号线东、西段，21 号线，到 2021 年，形成 10 条运营线路、总长 400 公里的轨道交通网络。第三期建设规划项目总计划投资为 1,148.9 亿元，其中资本金比例 40%，由武汉市财政资金解决，资本金以外的资金采用国内银行贷款等融资方式解决。在轨道交通运营方面，轨道交通线路实现联合运营，初步形成武汉市轨道交通运营网络，年客流量和票款收入持续快速增长。

在轨道交通附属资源开发方面，武汉地铁以物业租赁与管理、广告、商铺以及通信资源等主要业务为重点，拓宽地铁衍生资源综合开发渠道。

未来公司将加强对轨道交通沿线地下空间、站点、停车场、车辆段的综合开发，对能够与轨道交通建设同步实施的上盖物业及地下空间，将同步开发建设。轨道交通沿线地下空间配套设施，纳入轨道交通项目整体管理。轨道交通上盖物业和地下空间综合开发原则上按市场化运作，积极引进民间投资，其综合开发收益全部用于轨道交通建设和运营

补贴。

中诚信证评认为，未来武汉地铁将加快建设进度，面临的投融资压力相应加大。在武汉市政府的大力支持下，公司需合理安排投融资计划，匹配资金以满足地铁建设的需求。这将对公司的投融资能力和管理能力提出较大的挑战。

## 公司治理和管理

### 产权结构

截至 2019 年 3 月末，武汉市国资委持有公司 88.06% 的股权，为公司实际控制人，投资方国开发展基金持有公司 11.94% 的股权。

### 法人治理结构

公司是经武汉市人民政府批准，以武汉市国资委为主要出资人，依照《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、法规组建，并具有完善的法人治理结构的国有控股有限责任公司。公司设股东会，由公司全体股东组成。股东会是公司的最高权力机构，依照法律、法规和《武汉地铁集团有限公司章程》规定行使职权。同时，公司设有董事会、监事会和经理层。董事会成员由七人组成，其中设职工董事一名，由公司职工民主选举产生；其余由武汉市国资委委派。董事会设董事长一名，由武汉市国资委任命。监事会由 5 名监事组成，其中股东代表 3 人，职工代表 2 名，由职工民主选举产生。此外，公司设总经理一名，总经理对董事会负责。

### 管理水平

武汉地铁根据自身实际情况设立了办公室（保卫部）、人力资源部、财务部、计划合约部、工会、团委、资产管理部、企业管理部、质量安全部、总工办、纪监审计室、信息中心 12 个职能部门，同时下设建设事业总部、土地开发事业总部，保证了公司的有效运转。同时公司也制定了完整规范的管理制度，主要如下：

财务管理方面，公司按照《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投资建设和运营管理的主体，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。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2017 年审计报告、中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年度一季度财务报表。

### 资本结构

近年来，随着地铁项目建设的不断推进，公司的总资产规模不断增加。2016~2019 年 3 月末，公司总资产分别为 1,895.20 亿元、2,378.67 亿元、3,007.13 亿元和 3,096.19 亿元，其中非流动资产占总资产的比重分别为 70.79%、73.05%、76.16% 和 76.33%，呈现逐年上升态势。

非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，2016~2019 年 3 月末，二者合计占到非流动资产的

比重分别为 97.06%、98.06%、90.20% 和 90.49%。2016~2019 年 3 月末，公司在建工程分别为 933.92 亿元、1,191.41 亿元、987.83 亿元和 1,048.44 亿元，主要是在建或已通车但未完成竣工决算的轨道交通 4 号线二期、8 号线一期、7 号线一期、2 号线南延线、11 号线东段、21 号线、7 号线南延长线、5 号线一期、8 号线二期等线路的投入，2018 年末在建工程较上年末有所下降主要是部分在建工程（8 号线一期、7 号线一期、11 号线东段、21 号线等）转入固定资产所致。2016~2019 年 3 月末，公司固定资产分别为 368.38 亿元、512.32 亿元、1,078.12 亿元和 1,090.12 亿元，主要由在建工程转入构成。2016~2019 年 3 月末，公司其他非流动资产分别为 5.29 亿元、2.14 亿元、184.43 亿元和 184.91 亿元，由于公司将为购建长期资产发生的预付款项重分类至其他非流动资产，公司 2018 年末的其他非流动资产较上年末大幅增加。

流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。截至 2018 年末，上述科目占公司流动资产的比重分别为 18.81%、7.42%、30.02% 和 37.05%。2016~2019 年 3 月末，公司应收账款分别为 7.86 亿元、2.84 亿元、53.23 亿元和 58.84 亿元，主要为应收土地出让款，受土地出让业务和土地交易款回款影响存在一定的波动，2018 年末应收账款较 2017 年末大幅增加，主要系 2018 年公司土地一级开发收入大部分于下半年实现，期末土地出让款增加较多所致。

2016~2019 年 3 月末，公司其他应收款分别为 103.94 亿元、154.97 亿元、215.25 亿元和 227.85 亿元，主要为融资费用和借款本息。武汉市轨道交通建设项目主要依靠地铁沿线部分土地出让的收益来偿还贷款本息，由于利息的产生与土地收益实现在时间上不匹配，故公司将 1 号线一期、1 号线二期、2 号线一期等项目停止资本化后产生的利息暂挂账，不计入当期损益，待轨道发展专项资金补足项目配套资本金后，以剩余经营性利润逐步消化挂账利息，截至 2018 年末，公司已消化挂账利息 75.26 亿元。

2016~2019 年 3 月末，公司存货分别为 227.33 亿元、228.86 亿元、265.63 亿元和 270.13 亿元，呈

小幅增长的态势，主要由土地一级开发成本和政府划拨的土地收益评估入账构成，截至 2018 年末，公司土地一级开发成本为 72.53 亿元，收到市政府划拨的土地收益评估入账金额为 143.87 亿元。

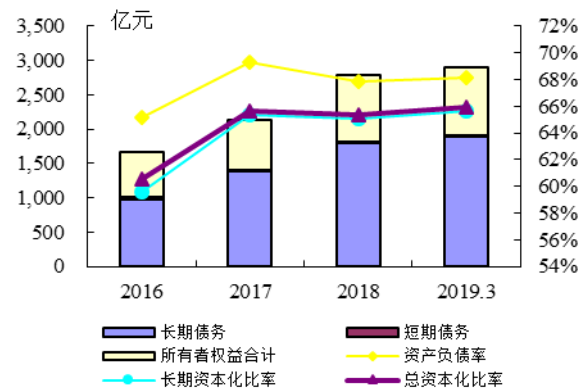
公司地铁建设项目的推进使得公司负债规模持续快速增长。2016~2019 年 3 月末，公司总负债分别为 1,234.50 亿元、1,648.69 亿元、2,041.08 亿元和 2,108.79 亿元。流动负债方面，2016~2019 年 3 月末，公司的流动负债分别为 161.27 亿元、171.26 亿元、235.24 亿元和 213.45 亿元，主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2016~2019 年 3 月末，公司应付账款分别为 30.29 亿元、39.69 亿元、72.63 亿元和 59.40 亿元，截至 2018 年末，公司应付账款较上年大幅增加，主要系公司将部分项目的主要设备和运营车辆按合同价暂估入账以结转固定资产，导致应付账款增加。其他应付款主要是公司应付轨道交通施工单位的质保金和部分已通车线路竣工结算暂估款等，2016~2019 年 3 月末，公司其他应付款分别为 88.92 亿元、110.65 亿元、143.21 亿元和 134.84 亿元，随着在建线路的增多呈逐年增长的趋势。2016~2019 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债分别为 40.47 亿元、20.36 亿元、18.73 亿元和 18.85 亿元，主要为一年内到期的长期债务。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2016~2019 年 3 月末，公司长期借款分别为 633.03 亿元、915.79 亿元、1,159.79 亿元和 1,219.57 亿元，主要为质押借款和信用借款，质押借款的质押物大部分为运营线路收费权。同期，应付债券分别为 114.70 亿元、180.34 亿元、198.90 亿元和 206.21 亿元，呈逐年增长的趋势。长期应付款主要为应付融资租赁款，同样随着轨道交通项目建设的推进快速增长，2016~2019 年 3 月末，公司长期应付款分别为 321.68 亿元、377.48 亿元、442.62 亿元和 464.92 亿元。

所有者权益方面，得益于政府拨付城建资金以及轨道交通建设专项资金，公司所有者权益逐年上升，2016~2019 年 3 月末分别为 660.70 亿元、729.98 亿元、966.06 亿元和 987.40 亿元，主要包括实收资本、其他权益工具和资本公积。2016~2019 年 3 月

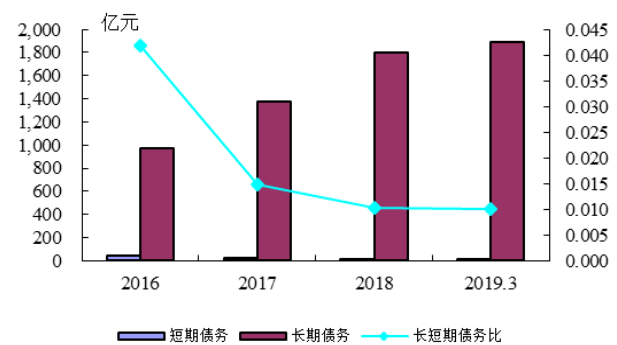
末，公司实收资本均为 88.00 亿元，2018 年，武汉市国资委按照约定回购了华能贵诚信托和国通信托持有的公司 7.84% 股权，此次变更后，武汉市国资委持有公司 88.06% 股权，国开基金持有公司 11.94% 股权。2016~2019 年 3 月末，公司其他权益工具分别为 59.42 亿元、74.21 亿元、116.53 亿元和 116.53 亿元，主要为公司发行的永续期债券等权益类产品。同期，公司资本公积分别为 409.32 亿元、454.18 亿元、638.24 亿元和 659.33 亿元，2018 年末较上年末增长较多主要系公司收到武汉市两级财政拨款等所致。

图 3：2016~2019 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

图 4：2016~2019 年 3 月末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

债务结构方面，公司债务以长期债务为主，2016~2019 年 3 月末，公司总债务分别为 1,013.44 亿元、1,397.48 亿元、1,820.04 亿元和 1,909.55 亿元，其中长期债务分别为 972.79 亿元、1,376.99 亿元、1,801.31 亿元和 1,890.70 亿元，长短期债务比分别为 0.04、0.01、0.01 和 0.01。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，长期债务压力持续增加。总体

来看，公司财务杠杆处于较高水平。

整体来看，随着在建项目的推进，公司资产规模不断增长，同时债务规模也不断提高。永续期债券的增加充实了公司资本，但考虑到永续期产品仍有偿还本息的义务，公司实际财务杠杆处于较高水平。

## 盈利能力

公司营业收入主要由土地一级开发收入、票款收入、租赁收入和服务费收入等构成。2016~2019年3月，公司分别实现营业总收入29.31亿元、120.57亿元、102.55亿元和15.73亿元。

主营业务收入方面，2016~2019年3月，公司分别实现票款收入11.80亿元、14.42亿元、16.20亿元和5.52亿元，主要是地铁经营线路增加、轨道交通运营网络效应逐步体现和地铁客流量逐年提

升所致。土地一级开发收入方面，受房地产宏观调控和政府收益返还情况影响，公司土地一级开发收入波动较大，2016~2019年3月的土地一级开发收入分别为12.65亿元、98.59亿元、77.44亿元和7.87亿元，2017年轨道交通沿线相关土地出让计划进展顺利，实现多个地块出让，土地一级开发收入大幅增加。未来随着公司轨道交通网络进一步完善，公司票款收入有望进一步增加，土地一级开发收入可持续性较好但可能存在波动性。

其他业务收入主要由租赁收入、服务费和接口费收入等构成，2016~2019年3月，公司分别实现其他业务收入4.85亿元、7.55亿元、8.91亿元和2.34亿元，随着运营线路和客流量的增加，地铁站点及相关物业租赁收入持续增长。

表 7：2016~2019 年 3 月公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

收入构成	2016		2017		2018		2019.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	24.45	17.14	113.01	33.86	93.64	46.47	13.39	-5.90
其中：票款收入	11.80	-26.05	14.42	-46.18	16.20	-85.72	5.52	-70.47
土地一级开发收入	12.65	57.43	98.59	45.57	77.44	74.11	7.87	39.39
其他业务收入	4.85	65.74	7.55	88.95	8.91	88.44	2.34	82.48
合计/综合	29.31	25.20	120.57	37.31	102.55	50.11	15.73	7.25

注：表中数据因四舍五入，营业总收入相对主营业务收入与其他业务收入之和有差异。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，票款收入毛利率持续为负，且幅度逐年增大，2016~2019年3月分别为-26.05%、-46.18%、-85.72%和-70.47%，由于地铁票款定价有较强公益性，加上人工、动力、维修等成本的增加，盈利能力随着客流量和运营面的扩大呈逐年大幅下滑趋势，致使地铁运营形成较大亏损。2016~2019年3月，公司土地一级开发业务毛利率分别为57.43%、45.57%、74.11%和39.39%，波动较大，2019年1~3月大幅下降主要系由于一季度出让地块较少所致，由于土地出让业务收入规模占比较高，对公司近年来的综合毛利率提升产生了很大的影响作用。

2016~2019年3月，公司其他业务毛利率分别为65.74%、88.95%、88.44%和82.48%，保持较为稳定的状态。

表 8：2016~2019 年 3 月公司期间费用分析

项目	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用（亿元）	0.06	0.05	0.04	0.01
管理费用（亿元）	0.79	1.07	1.34	0.41
财务费用（亿元）	0.84	33.62	39.41	-0.08
三费合计（亿元）	1.69	34.74	40.79	0.34
营业总收入（亿元）	29.31	120.57	102.55	15.73
三费收入占比（%）	5.75	28.82	39.78	2.17

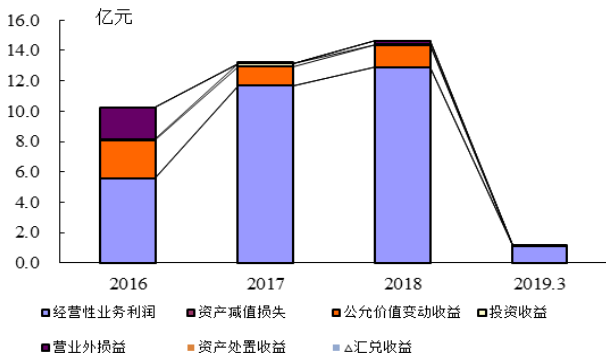
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2016~2019年3月，公司期间费用分别为1.69亿元、34.74亿元、40.79亿元和0.34亿元。根据武汉市政府相关文件，公司将已停止资本化后产生的利息费用暂计入其他应收款，不计入当期损益，待轨道发展专项资金补足项目配套资本后或以剩余经营性利润逐步予以冲销，并结转计入损益，因此，公司2016年及以前的财务费用相对较低。2017~2018年期间费用巨幅增长主要系财务费用的

增加，主要系已通车线路当年费用化的利息增加所致。2016~2019年3月，公司三费收入占比分别为5.75%、28.82%、39.78%和2.17%。

2016~2019年3月，公司利润总额分别为10.25亿元、13.13亿元、14.64亿元和1.11亿元，其中经营性业务利润分别为5.59亿元、11.66亿元、12.89亿元和1.11亿元，是利润总额的重要组成部分。公司地铁运营业务尚未盈利，利润主要来源于土地一级开发业务，具有一定不确定性，因此经营性业务利润波动较大。2016~2019年3月，公司获得政府补贴分别为1.72亿元、1.55亿元、2.54亿元和0.39亿元，2016年计入营业外收入，2017~2019年3月则计入其他收益。

图5：2016~2019年3月公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司收入构成中，地铁运营业务收入保持稳定增长，但受其业务性质影响，呈亏损状态；在政府政策支持下，公司依靠土地一级开发业务可获取高额收入及利润，但该业务受政策影响性较大，存在一定不确定性，但随着后续线路逐步建成通车，公司租赁业务收入将呈现较大幅度增长，可逐步改善亏损状态。中诚信证评将持续关注公司土地一级开发收入和租赁业务收入及盈利情况。

## 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，2016~2019年3月末，公司总债务分别为1,013.44亿元、1,397.48亿元、1,820.04亿元和1,909.55亿元。随着债务规模的持续扩大，以及经营活动现金流受土地一级开发收入的影响波动较大，公司经营活动净现金流对债务的覆盖能力呈现波动趋势，但整体处于较低水平，2016~2018年，公司经营活动净现金流对总债务的覆盖倍数分别

为0.01、0.03和-0.02。同样，尽管近年来公司EBITDA呈增长趋势，但债务规模的快速增长使得EBITDA对总债务的覆盖能力很低，2016~2018年总债务/EBITDA分别为71.73、27.10和30.25。2016~2018年，公司经营净现金流/利息支出分别为0.21、0.59、-0.43，同期，EBITDA利息倍数为0.33、0.65和0.60，经营活动净现金流和EBITDA对利息支出均不能形成覆盖。

表9：2016~2019年3月公司主要偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.3
总债务(亿元)	1,013.44	1,397.48	1,820.04	1,909.55
EBITDA(亿元)	14.21	51.56	60.17	-
经营净现金流(亿元)	9.05	47.31	-42.67	-10.81
总债务/EBITDA(X)	71.31	27.10	30.25	-
经营净现金流/总债务(X)	0.01	0.03	-0.02	-
EBITDA利息倍数(X)	0.33	0.65	0.60	-
经营净现金流/利息支出(X)	0.21	0.59	-0.43	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，受债务规模持续扩大和收入及利润波动影响，公司现金流对债务本息的保障程度较低，主要依靠再融资维持资金平衡，整体偿债能力较弱。

从债务到期情况来看，截至2019年3月末，公司总债务达到1,909.55亿元，其中2019年4~12月及2020~2022年到期债务的金额分别为83.40亿元、100.57亿元、108.85亿元和90.63亿元，未来几年偿债压力较大。

表10：截至2019年3月末公司债务到期分布情况(亿元)

到期时间	2019.4~12	2020	2021	2022
到期金额	83.40	100.57	108.85	90.63

资料来源：公司提供

银行授信方面，公司能够保持与银行的良好合作关系。截至2019年3月末，公司获得银行的授信额度2,362.23亿元，其中已使用额度为1,512.58亿元，未使用额度为849.65亿元，充足的授信额度为公司提供了较好的流动性支持。

截至2019年3月末，公司无重大诉讼、仲裁事项，对外担保金额为5.10亿元，期限为3年。

受限资产方面，截至2019年3月末，公司受

限资产包括地铁收费权、融资租赁标的物及部分货币资金。截至 2019 年 3 月末，公司以 1 号线二期、2 号线一期、4 号线一期、4 号线二期、3 号线一期、6 号线一期、7 号线一期等轨道交通项目的线路经营期收费权等作为质押物，获得银团借款 1,000.22 亿元；公司以轨道交通部分资产为标的物获得融资租赁款 299.43 亿元；子公司一卡通公司受限货币资金总额 0.07 亿元。

总体而言，武汉市平稳增长的区域经济实力为地铁建设奠定坚实的基础；武汉市政府在政策、资金等方面给予公司的大力支持；地铁客流量和票款收入持续增长以及物业租赁业务未来发展潜力较大等因素将对公司发展发挥积极影响。同时，中诚信证评也关注到公司面临较大的资本支出压力、地铁票价市场化程度较低以及土地政策变化带来的风险、面临一定偿债压力等对公司未来整体信用状况的影响。

## 结 论

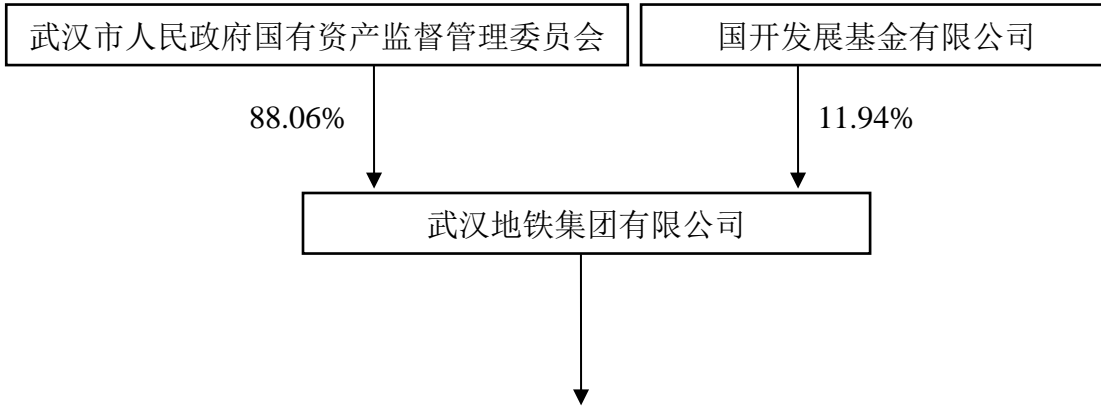
综上，中诚信证评评定武汉地铁集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2019 年第一期武汉地铁集团有限公司绿色债券”债项的信用等级为 **AAA**。

## 关于2019年第一期武汉地铁集团有限公司 绿色债券的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

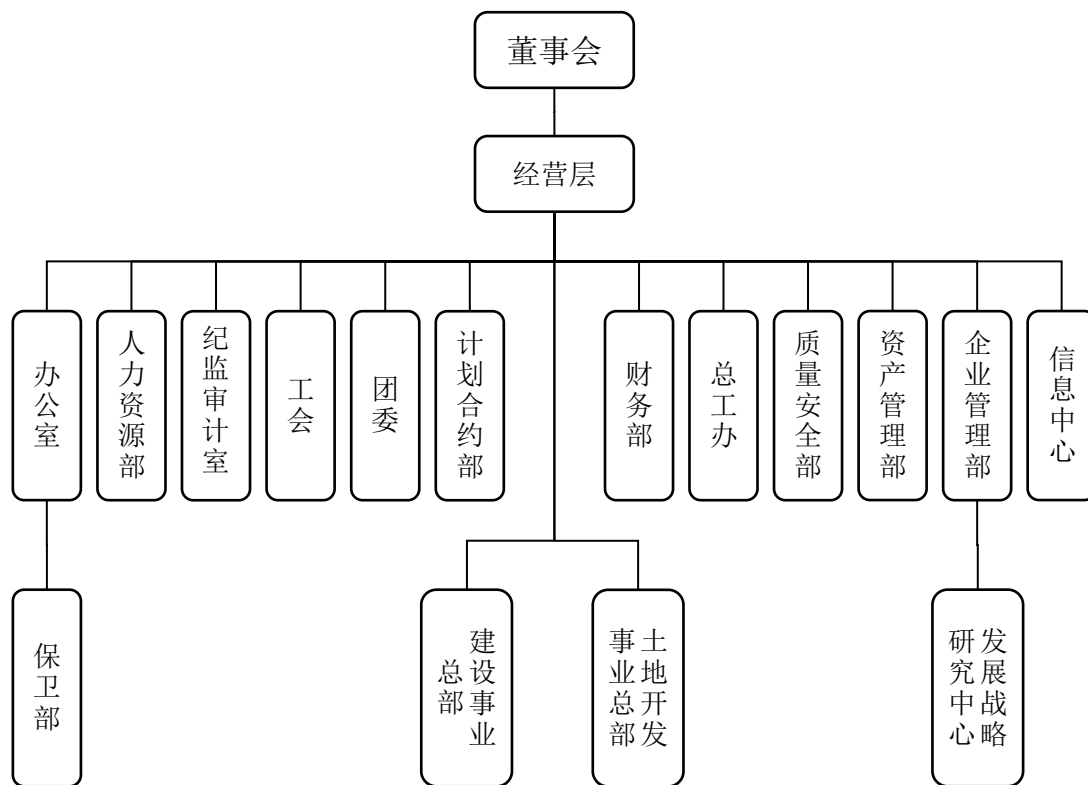
附一：武汉地铁集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



序号	子公司名称	持股比例	类别
1	武汉地铁运营有限公司	100%	全资
2	武汉市轨道交通咨询有限公司	100%	全资
3	武汉地铁桥隧管理有限公司	100%	全资
4	武汉地铁资源经营有限公司	100%	全资
5	武汉市轨道交通建设有限公司	79%	控股
6	武汉地铁移动电视传媒有限责任公司	50%	控股
7	武汉城市一卡通有限公司	58%	控股
8	武汉轨道交通发展有限公司	100%	全资
9	武汉地铁股份有限公司	100%	全资
10	武汉地铁集团（香港）有限公司	100%	全资

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 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

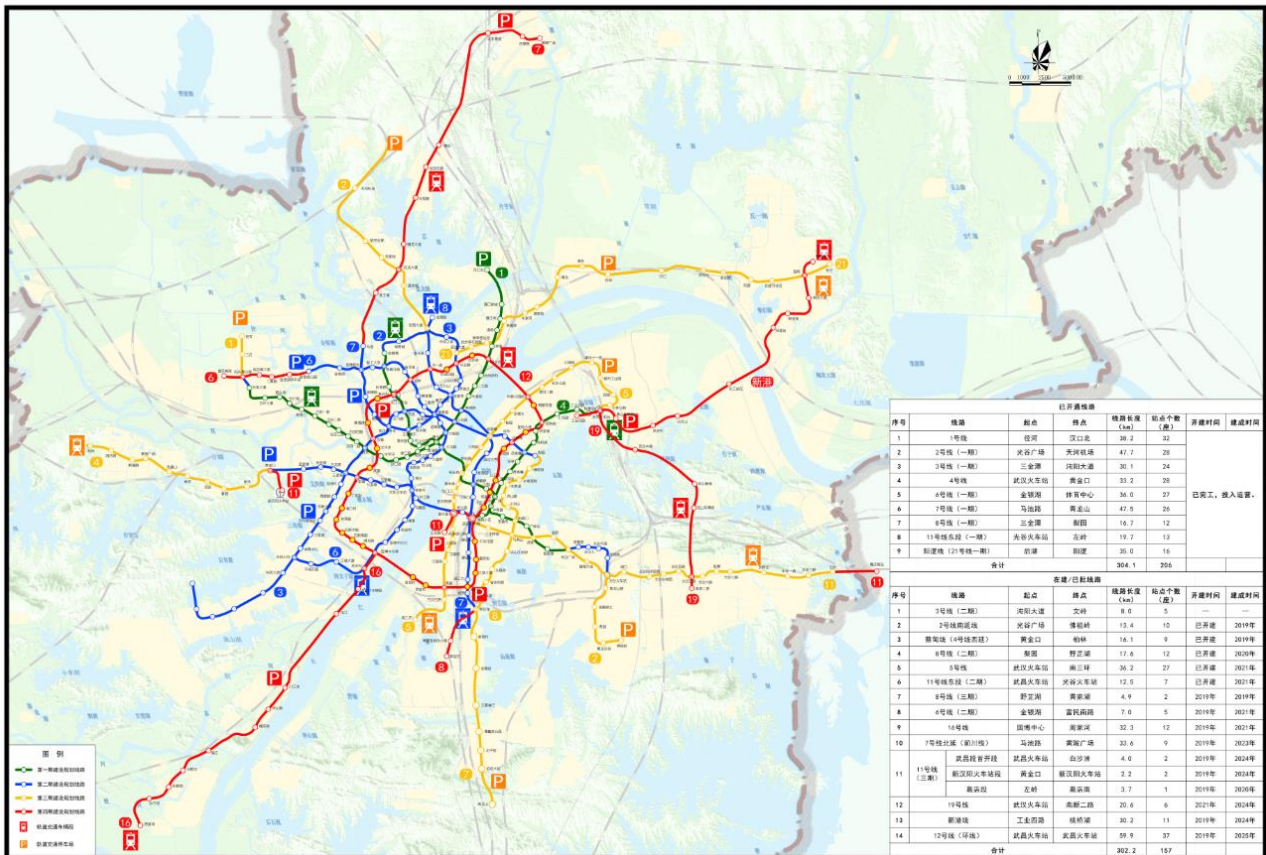
附三：武汉地铁轨道交通运营图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附四：武汉市城市快速轨道交通建设规划（截至2019年3月末）

武汉市轨道交通一、二、三、四期建设规划线网图



资料来源：公司提供

**附五：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）	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	740,328.79	712,533.45	1,348,571.49	1,223,677.08
应收账款	78,560.61	28,401.47	532,267.36	588,405.89
其他应收款	1,039,414.60	1,549,749.15	2,152,479.77	2,278,546.13
存货	2,273,279.36	2,288,593.55	2,656,344.10	2,701,329.42
可供出售金融资产	18,550.00	18,550.00	29,550.00	29,550.00
长期股权投资	38,765.12	2,031.43	3,390.84	3,390.84
在建工程	9,339,151.50	11,914,126.40	9,878,268.33	10,484,383.88
无形资产	535.24	415.94	408.76	449.02
总资产	18,951,972.53	23,786,740.30	30,071,319.68	30,961,923.22
其他应付款	889,249.60	1,106,539.93	1,432,052.45	1,348,360.60
短期债务	406,469.07	204,922.20	187,272.67	188,457.71
长期债务	9,727,909.29	13,769,914.34	18,013,106.46	18,906,994.48
总债务	10,134,378.36	13,974,836.54	18,200,379.13	19,095,452.19
总负债	12,344,992.98	16,486,947.22	20,410,766.75	21,087,892.21
费用化利息支出	10,527.91	340,938.52	399,678.63	-
资本化利息支出	419,404.00	456,785.25	601,451.08	-
实收资本	880,000.00	880,000.00	880,000.00	880,000.00
少数股东权益	441,933.56	443,812.16	461,602.52	468,087.28
所有者权益（含少数股东权益）	6,606,979.55	7,299,793.08	9,660,552.93	9,874,031.01
营业总收入	293,073.80	1,205,679.04	1,025,544.10	157,258.52
经营性业务利润	55,911.50	116,637.94	128,886.90	11,079.31
投资收益	454.31	1,799.21	445.40	0.00
营业外收入	21,125.36	126.65	9,372.85	53.09
净利润	95,021.39	128,512.57	143,649.59	11,114.76
EBIT	112,982.08	472,237.48	546,075.85	-
EBITDA	142,122.13	515,584.02	601,723.28	-
销售商品、提供劳务收到的现金	445,850.92	975,509.78	876,557.13	65,317.12
收到其他与经营活动有关的现金	187,639.82	215,066.64	239,544.92	43,828.21
购买商品、接受劳务支付的现金	289,545.63	436,721.40	1,278,977.50	126,304.41
支付其他与经营活动有关的现金	158,984.05	174,481.18	95,554.01	34,646.82
吸收投资收到的现金	1,406,562.11	613,210.00	1,303,524.72	210,800.94
资本支出	2,731,446.35	3,688,014.01	3,324,519.09	839,409.31
经营活动产生现金净流量	90,517.62	473,069.98	-426,730.67	-108,130.03
投资活动产生现金净流量	-2,775,482.49	-4,046,765.28	-3,287,860.77	-833,242.70
筹资活动产生现金净流量	2,667,034.26	3,546,467.17	4,350,203.40	818,473.04

财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率 (%)	25.20	37.31	50.11	7.23
三费收入比 (%)	5.75	28.82	39.78	2.17
应收类款项/总资产 (%)	5.90	6.63	8.93	9.26
收现比 (X)	1.52	0.81	0.85	0.42
总资产收益率 (%)	0.66	2.21	2.03	-
流动比率 (X)	3.43	3.74	3.05	3.43
速动比率 (X)	2.02	2.41	1.92	2.17
资产负债率 (%)	65.14	69.31	67.87	68.11
总资本化比率 (%)	60.53	65.69	65.33	65.92
长短期债务比 (X)	0.04	0.01	0.01	0.01
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.01	0.03	-0.02	-
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.22	2.31	-2.28	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	0.21	0.59	-0.43	-
总债务/EBITDA (X)	71.31	27.10	30.25	-
EBITDA/短期债务 (X)	0.35	2.52	3.21	-
货币资金/短期债务 (X)	1.82	3.48	7.20	6.49
EBITDA 利息倍数 (X)	0.33	0.65	0.60	-

注：1、公司各期财务报告均依照新会计准则编制；2、将 2016~2019 年 3 月末公司长期应付款中带息部分纳入长期债务核算；  
3、因公司未提供 2019 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

**附六：基本财务指标的计算公式**

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+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+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

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

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

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

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

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

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

## 附七：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。