

# 2021 年第二期武汉地铁集团有限公司 绿色债券信用评级报告

---

项目负责人：鄢 红 hyan@ccxi.com.cn

项目组成员：吴 萍 pwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 4 月 16 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

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

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

■ 本次评级结果中的信用等级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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]0979D 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及贵公司拟发行的“2021年第二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。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期绿色债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年四月十六日

**发行要素**

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
武汉地铁集团有限公司	10 亿元	10 年	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	本期债券募集资金为 10 亿元，其中 2 亿元用于武汉市轨道交通 11 号线三期武昌段首开段项目，3 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，1 亿元用于武汉市轨道交通 6 号线二期工程项目，4 亿元用于补充营运资金

**评级观点：**中诚信国际评定武汉地铁集团有限公司（以下简称“武汉地铁”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；评定“2021 年第二期武汉地铁集团有限公司绿色债券”的债项信用等级为 AAA。中诚信国际肯定了武汉市极强的经济实力为地铁建设奠定坚实的基础，公司业务具有垄断性，主体地位重要，武汉市及各级政府政策、资金等方面继续给予公司大力支持，2019 年公司地铁运营客流量不断提高，票款收入大幅提升等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司在建及拟建地铁项目资本支出压力较大、债务规模呈持续扩张趋势，地铁票价市场化程度较低以及土地市场行情的波动带来的不确定性等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

**概况数据**

武汉地铁（合并口径）	2017	2018	2019	2020.9
总资产（亿元）	2,378.67	3,007.13	3,425.35	3,659.73
所有者权益合计（亿元）	729.98	966.06	1,087.55	1,134.61
总负债（亿元）	1,648.69	2,041.08	2,337.79	2,525.13
总债务（亿元）	1,397.48	1,819.65	2,148.89	2,358.33
营业总收入（亿元）	120.57	102.55	90.28	37.89
经营性业务利润（亿元）	11.66	12.89	12.28	-0.02
净利润（亿元）	12.85	14.36	15.65	0.06
EBITDA（亿元）	51.56	60.17	26.36	--
经营活动净现金流（亿元）	47.31	-42.67	-29.14	-15.41
收现比(X)	0.81	0.85	0.69	1.18
营业毛利率(%)	37.31	50.11	10.22	-19.44
应收类款项/总资产(%)	6.63	8.93	10.46	10.46
资产负债率(%)	69.31	67.87	68.25	69.00
总资本化比率(%)	65.69	65.32	66.40	67.52
总债务/EBITDA(X)	27.10	30.24	81.51	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.65	0.60	0.37	--

注：1、公司各期财务报告均依照新会计准则编制；2、将 2017~2020 年 9 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 2020 年三季度现金流量表补充资料及利息支出，故相关指标失效。

**正面**

■ **武汉市极强的经济实力为地铁建设奠定坚实的基础。**2018~2019 年，武汉市地区生产总值分别为 14,928.72 亿元和 16,223.21 亿元，同比分别增长 8.0% 和 7.4%；2020 年受新冠肺炎疫情的影响，武汉市实现地区生产总值 15,616.06 亿元，同比下降 4.70%，但降幅较一季度收窄 35.8 个百分点，经济复苏情况明显好于预期，很强的区域经济为地铁建设奠定了良好的基础。

**同行业比较**

2019 年部分轨道交通企业主要指标对比表

公司名称	通车里程（公里）	资产总额（亿元）	所有者权益合计（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
武汉地铁	339.00	3,425.35	1,087.55	68.25	90.28	15.65	-29.14
西安轨道	132.61	914.93	482.89	47.21	22.50	0.39	20.16
南京地铁	176.80	1,936.14	684.84	64.63	28.63	2.75	2.35
长沙轨道	81.80	1,408.05	628.75	55.35	18.04	3.35	8.59

注：1、“西安轨道”为“西安市轨道交通集团有限公司”简称；“南京地铁”为“南京地铁集团有限公司”简称；“长沙轨道”为“长沙市轨道交通集团有限公司”简称；2、通车里程数据来自《城市轨道交通 2019 年度统计和分析报告》。

资料来源：中诚信国际整理

■ **业务具有垄断性，主体地位重要。**公司是武汉市唯一的城市轨道交通项目建设和运营主体，业务具有垄断性；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。

■ **武汉市及各级政府政策、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，在项目投融资、财政补贴和股权划转等方面继续得到了武汉市及各级政府的大力支持。

■ **公司地铁运营客流量不断提高，票款收入大幅提升。**随着线路的陆续建成并投入运营，武汉地铁“网络效应”逐渐显现，客流量逐年增长，加之 2019 年的票款提价效应，当年票款收入大幅增长 58.83%。

**关注**

■ **公司在建及拟建地铁项目资本支出压力较大，债务规模呈持续扩张趋势。**公司在建及拟建轨道交通项目 2020 年 10 月~2022 年末尚需投资 657.34 亿元，资本支出压力较大；项目资金来源除了政府拨付的项目资本金，仍主要靠公司自筹，债务规模呈持续扩张趋势，未来财务杠杆水平或将持续上升。

■ **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。

■ **土地市场行情的波动带来的不确定性。**公司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，公司土地一级开发业务在未来一段时间或将面临一定的不确定性。

**评级展望**

中诚信国际认为，武汉地铁集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**武汉市经济财政实力持续大幅下滑；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。

## 发行主体概况

公司原名“武汉市轨道交通有限公司”，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，初始股东包括武汉市城市建设投资开发集团有限公司、武汉市水务集团有限公司和武汉市轨道交通建设公司。2007年5月15日，上述股东将所持公司股权全部转让给武汉市国资委，武汉市国资委成为公司唯一股东；2007年6月13日，公司更为现名，公司系负责武汉市轨道交通项目投资、建设、运营和管理的唯一主体。

产权结构：截至2020年9月末，公司注册资本及实收资本均为88.00亿元，其中武汉市国资委持股88.06%，国开发展基金有限公司持股11.94%。

表 1：公司主要子公司

全称	简称	持股比例
武汉地铁运营有限公司	运营公司	100%
武汉地铁资源经营有限公司	资源公司	100%
武汉市轨道交通建设有限公司	建设公司	79%
武汉轨道交通发展有限公司	发展公司	100%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

### 发行条款

本期债券发行总额为10亿元，本期债券期限为10年，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

本期债券募集资金为10亿元，其中2亿元用于武汉市轨道交通11号线三期武昌段首开段项目，3亿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，1亿元用于武汉市轨道交通6号线二期工程项目，4亿元用于补充营运资金。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2020年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP同比增长2.3%，

是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体。受低基数影响，2021年经济增长中枢将显著高于2020年，全年走势前高后低。

2020年经济运行基本遵循了“疫情冲击—疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度GDP同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下CPI回落，需求疲弱PPI低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的GDP环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

**宏观风险：**尽管经济持续修复，但2021年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。再次，2020年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021年随着政策调整以及债务到期压力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021年随着对地方政府债务管理的加强，

地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

**宏观政策：**2020年12月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在2020年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

**宏观展望：**疫后修复仍然是2021年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021年中国经济增长中枢将显著高于2020年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

**中诚信国际认为，**虽然2021年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 行业及区域经济环境

**2019年，我国轨道交通新增运营里程继续保持稳步增长态势，未来仍面临很大的建设需求；为应对融资压力大、后期运营期亏损等问题，各地城市轨道交通融资模式由政府主导向多元化发展；国务院出台相关文件保证轨道交通规范有序和持续健康发展；需关注疫情对轨道交通行业的影响**

**整体态势：**2000年以来，我国轨道交通每年运营里程不断增长，2000年末，我国轨道交通运营里程146.0公里。截至2019年末，我国（不含港澳台）40个城市合计运营轨道交通6,736.2公里，共计208条线路。2019年全年累计完成客运量237.1亿人次，同比增长12.5%，总进站量为149.4亿人次，总客运周转量为2,003.1亿人公里。从运营线网规模看，共计18个城市的线网规模达到100公里或以上。从客运量情况来看，北京、上海、广州、深圳4市客运量占全国总客运量的54.6%，全年累计完成客运量分别为39.6亿人次、38.8亿人次、33.1亿人次和17.9亿人次；成都、南京、武汉和重庆累计完成客运量均突破10亿人次。截至2019年末，共有56个城市（部分由地方政府批复项目未纳入统计）在建线路总规模6,902.5公里，同比增长8.3%，可研批复投资额累计46,430.3亿元；在建线路279条（段）。2019年全年共完成城轨交通建设投资5,958.9亿元，同比增长8.9%。共有24个城市的在建线路超过100公里。2019年轨道交通行业延续快速发展态势，随着投运线路增加，运营规模和效率继续提升，同时规划、在建线路数量和里程均超过在运营规模，轨道交通的建设需求依旧很大。

**融资模式：**城市轨道交通是巨大的综合性复杂系统，具有建设规模大、建设周期长、项目投资大等特点。城市轨道交通作为城市公共交通系统的重要组成部分，具有明显的公益性，商业性相对较弱，导致民间资本进入城市轨道交通行业的动力较弱，城市轨道交通建设需由政府来主导。从世界上城市轨道交通较为发达城市的建设运营经验来看，纽约、伦敦、新加坡、香港等城市轨道交通建设初期均由政府主导，政府除提供项目建设资金外，都配置了相应的运营补贴及优质资源对城市轨道交通建设运营给予支持，待城市轨道交通通车线路达到一定规模、形成一定的网络后，政府逐步开始利用市场资源对外融资。为了应对我国轨道交通快速增长的发展需求，各地在轨道交通融资模式上开拓创新。在投融资方面，我国轨道交通经历了三个阶段

段，阶段一：完全政府性投资，以北京、上海、广州地铁建设初期为例，政府财政资金支付超过60%，辅以部分银行贷款。阶段二：政府引导性投资，由政府提供资本金，注入融资平台，再由融资平台在公开市场上进行多元化融资。阶段三：多元化融资创新阶段，其中以吸引社会资本的PPP模式和一体化开发模式（轨道+物业+资源开发+资本运作）为重点发展方向。总的来看，在我国轨道交通需求量大和资源限制因素较多的背景下，轨道交通建设和运营的融资模式正处于多元化发展的创新阶段，无论是吸引社会资本的PPP模式还是综合利用轨道交通资源的一体化模式，最终的目标均是在量力而行的前提下，更好的应对投资压力大的困难，更加有效的推动轨道交通的建设和发展。未来，随着多元化融资模式的深入发展和不断完善，其在轨道交通建设领域的应用或将进一步得到推广。

**相关政策：**2018年7月，为保证轨道交通规范有序、持续健康的发展，国务院办公厅发布52号文件，文件强调地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，并提高了申报建设地铁和轻轨的城市一般公共预算收入和地区生产总值标准至300亿元和3,000亿元，新增拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里0.7万人次、0.4万人次的要求。除提高相关标准和新增客运强度要求外，52号文件还提出了特许经营模式外的轨道交通项目资本金比例不得低于40%，将地方政府债务率纳入审核标准，原则上本轮建设规划实施最后一年或规划项目总投资完成70%以上方可开展新一轮建设规划报批等新增要求。由此，轨道交通建设规划已获得国家批复的44个城市中，完全符合最新轨道交通申报要求的只有30个，其余14个城市未完全符合最新申报要求，其中南宁、呼和浩特、包头、昆明、西安、兰州、沈阳、哈尔滨、贵阳9个城市不符合政府债务率要求；包头、兰州、洛阳、呼和浩特、南通、福州6个城市不符合市区常住人口要求；太原市不符合一般公共预算收入要求；乌鲁木齐市不符合地区生产总值要求。

14个未完全符合最新申报要求的城市中，除包头市地铁项目被整体叫停外，其余城市已开工建设项目不受52号文件影响可继续建设，但新建项目批复受到约束。52号文件的出台，对近期在建或已批轨道项目影响有限，但或将在一定程度上抑制我国轨道交通建设规模和每年投入的过快增长，保障了轨道交通行业的可持续发展。此外，2018年国务院办公厅印发了《关于保障城市轨道交通运行意见》（国办发〔2018〕13号），交通运输部印发了《城市轨道交通运营管理规定》。2019年交通运输部围绕上述2个文件连续颁布了9个规范性文件以及4个配套服务文件，初步建成了轨道交通运营管理体系。整体上，未来几年，国内轨道交通的建设需求依旧很大，融资模式方面继续保持向多元化发展。同时，由于其建设和运营对当地经济财政实力具有较高依赖，受宏观经济形势影响，地方政府收入增长放缓，加之国家相关政策调整，未来轨道规划审批项目或将有所减少。

**疫情影响：**2020年春节期间，全国爆发新冠肺炎疫情。国家采取延迟上班及学校开学时间、部分城市封城封路封小区、市民取消出行等相关措施予以应对。在有效控制疫情的同时，也对包括城市轨道交通在内的城市公共交通行业造成了一定冲击。2020年3月份以来，全国各地陆续复工，但由于疫情反复，防控形势依然严峻，城市居民交通出行的频次及选择公共交通出行的意愿下降，短期内包括城市轨道交通在内的城市公共交通行业恢复较为缓慢。预计2020年全国轨道交通客运量总体将有所下滑，将直接影响轨道交通运营主体的票务收入及站点和地下空间相关设施的运营收入和现金流。

**中诚信国际认为，**2019年，我国轨道交通新增运营里程继续保持增长态势，运营规模和效率稳步发展；在建及规划项目数量和规模保持高位，轨道交通的建设需求依旧很大；为应对城市轨道交通融资压力大、后期运营期亏损等问题，各地城市轨道交通融资模式由政府主导向多元化发展；由于轨道交通建设和运营对当地经济财政实力具有较高依

赖，为保证轨道交通规范有序、持续健康的发展，国务院出台相关文件，或将在一定程度上抑制我国轨道交通建设规模和每年投入的过快增长，轨道交通建设和运营管理更加规范。2020年，疫情对轨道交通行业冲击较大，中诚信国际将持续关注疫情对轨道交通行业的影响。

**武汉市为湖北省省会城市，是国家重点建设的国家中心城市之一，也是我国重要的工业、科教基地和综合交通枢纽，经济发展水平和财政实力于省内一枝独秀，需关注新冠肺炎疫情后经济与财政复苏情况**

武汉市地处我国中部，是湖北省省会、全国副省级城市之一；也是我国重要的工业、科教基地和综合交通枢纽。武汉市下辖 13 个市辖区及 6 个功能区，其中 6 个功能区包括两个国家级经济技术开发区和一个国家级高新技术产业开发区。

国家战略层面，2016年，国务院出台的《促进中部地区崛起规划（2016至2025）》中指出：支持武汉建设国家中心城市、推动武汉城市圈大力实施创新驱动发展战略；以合肥、芜湖、武汉为中心积极打造平板显示器产业链，支持武汉、合肥建设存储器产业基地等。同年，国务院印发的《长江经济带发展规划纲要》则提出以长江黄金水道为依托，发挥上海、武汉、重庆的核心作用，以沿江主要城镇为节点，构建沿江绿色发展轴；增强武汉、长沙、南昌中心城市功能，促进三大城市组团之间的资源优势互补、产业分工协作、城市互动合作，加强湖泊、湿地和耕地保护，提升城市群综合竞争力和对外开放水平；加快上海国际航运中心、武汉长江中游航运中心、重庆长江上游航运中心和南京区域性航运物流中心建设，积极培育高端航运服务业态，大力发展江海联运服务；发挥上海、武汉、重庆等超大城市和南京、杭州、成都等特大城市引领作用；打造重庆西部开发开放重要支撑和成都、武汉、长沙、南昌、合肥等内陆开放型经济高地。2016年12月，国家发改委原则同意并支持武汉建设国家中心

城市。

图 1：武汉市行政区划图



资料来源：中诚信国际整理

2018~2020年，武汉市地区生产总值（GDP）分别为 14,928.72 亿元、16,223.21 亿元和 15,616.06 亿元，同比分别增长 8.0%、7.4%和-4.70%，占同期湖北省全省 GDP 的比重分别为 35.60%、35.71%和 35.95%，占比极高。2020年受新冠肺炎疫情导致停工停产数月的影响，武汉市经济总量有所下滑，但去年降幅较一季度收窄 35.8 个百分点，经济复苏情况好于预期，仍表现出较好的经济韧性。

武汉市 2018~2020年的一般公共预算收入分别为 1,528.70 亿元、1,564.12 亿元和 1,230.29 亿元，其中 2018~2019年的税收占比维持在 84%左右。同期，财政平衡率分别为 79.23%、69.92%和 51.11%，财政自给能力逐年弱化，2020年受新冠肺炎疫情影响，中央加大对湖北省、武汉市的转移支付力度，导致财政平衡率进一步走低；政府性基金收入随土地市场行情变化有所波动。

表 2：2018~2020年武汉市经济及财政概况（亿元、%）

项目	2018	2019	2020
GDP	14,847.29	16,223.21	15,616.06



一般公共预算收入	1,528.70	1,564.12	1,230.29
其中：税收收入	1,294.21	1,320.34	--
政府性基金收入	1,895.57	1,744.39	1,529.02
一般公共预算支出	1,929.54	2,237.10	2,407.19
公共财政平衡率	79.23	69.92	51.11

资料来源：武汉市财政局官网，中诚信国际整理

## 业务运营

公司主营业务主要为地铁运营产生的票款收入和土地一级开发收入，二者收入合计占到公司营业总收入的90%左右；其他业务收入，如物业租赁收入、广告代理收入等系公司营业收入的有效补充。

**表 3：公司主要板块收入结构（亿元）**

收入	2017	2018	2019
主营业务收入	113.01	93.64	81.21
其中：票款收入	14.42	16.20	25.73
土地一级开发收入	98.59	77.44	55.48
其他业务收入	7.55	8.91	9.07
<b>合计</b>	<b>120.57</b>	<b>102.55</b>	<b>90.28</b>

注：其他业务收入主要包括租赁收入、资金使用费收入以及广告代理等。

**表 4：截至报告出具日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	2004.07	29.00	26	88.50
	1 号线二期	2010.07			
2 号线	2 号线一期	2012.12	28.00	21	154.57
	南延长线	2019.02	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			
	4 号线三期	2019.9			
1 号线	汉口北延长线	2014.05	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 号线一期	2017.12	17.00	12	135.84
8 号线	8 号线三期	2019.11	4.90	3	25.97
	8 号线二期	2021.01	17.60	12	147.15
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
	11 号线三期葛店段	2021.01	3.70	1	16.25
<b>合计</b>	-	-	<b>360.27</b>	<b>241</b>	<b>2,395.27</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着轨道交通线路的陆续建成并投入运营，武汉地铁“路网效应”逐渐形成，客流量亦呈逐年增长趋势；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，使得全年公司票款收入大幅提高；新冠疫情的爆发导致公司2020年一季度停运较长时间，前三季度客流量较上年全年相比亦大幅缩减

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。截至报告出具日，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）、纸坊线（7号线南延长线）、蔡甸线（4号线三期）、8号线三期、8号线二期和11号线三期葛店段，运营里程达360.27公里，站点数合计241个。

客流量方面，随着轨道交通的陆续建成并投入运营，武汉地铁“路网效应”逐渐形成，客流量增长较快，2019年全年客流量为12.29亿乘次，同比增长17.72%；2020年前三季度，受新冠疫情影响，武汉地铁于2020年1月23日~2020年3月27日期间停运，加之市民乘坐地铁等公共交通出行意愿下降，导致前三季度客流量仅为上年全年客流量的30.19%。

票价方面，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，新标准的执行能够使公司最大限度地获取票款收入。受益于此次票款提价，2019年，公司实现票款收入25.73亿元，同比大幅增加58.83%；受地铁停运较长时间的影响，2020年前三季度公司实现的票款收入仅为8.59亿元，为上年全年的33.39%。

**表 5：武汉地铁客流量和票款收入统计**

项目	2017	2018	2019	2020.1-9
客流量（亿乘次）	9.27	10.44	12.29	3.71
票款收入（亿元）	14.42	16.20	25.73	8.59

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 2019年，国家发改委批复了武汉市城市轨道交通第四期建设规划（2019-2024年）；公司在建及拟建轨道交通项目投资规模较大，仍需关注未来资本支出压力

国家发改委于2019年1月批复了武汉市城市

轨道交通第四期建设规划（2019-2024年），按照规划，至2024年，公司还将建成12号线等轨道交通项目，形成14条线路运营、总长606公里的轨道网，全面实现“主城连网、新城通线”。

截至2020年9月末，公司主要在建及拟建轨道交通项目为5号线、7号线北延线和11号线东段二期（11号线武昌段）等线路，主要在建及拟建项目全长257.30公里，预计总投资为1,656.90亿元，累计完成投资503.15亿元，2020年10~12月以及2021~2022年计划投资额分别为80.80亿元、339.00亿元和237.54亿元，未来仍面临较大的资本支出压力。

为推进武汉市城市轨道交通建设的顺利发展，根据2008年7月11日武汉市人民政府办公厅下发的武政办（2008）160号文件，武汉市政府每年的财政预算中都将安排大量的轨道交通专项资金（以下简称“专项资金”）；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），武汉市财政每年将筹集不少于30.00亿元的资金用于充实轨道交通项目资本金，并且在全市范围内划定满足轨道交通建设资金需求的土地，相关收益用于轨道交通项目建设；此外，2015年7月27日，市政府印发《武汉市轨道交通建设发展专项资金管理暂行办法》，进一步明确了轨道交通项目建设资金来源，武汉市财政安排的轨道交通建设发展专项资金以2014年预算安排数为基数，原则上每年递增10%，其规模原则上每年应当达到当年市城建计划下达的轨道交通项目投资计划的35%，专项用于武汉市轨道交通项目建设，2017~2019年，公司分别收到武汉市财政局拨付的专项资金44.77亿元、50.00亿元和52.50亿元。

**表 6：截至2020年9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		
					2020.10-12	2021	2022
5号线	33.60	280.22	257.02	2016~2021	12.19	11.00	-
11号线东段二期	12.60	110.39	77.05	2017~2021	7.29	13.20	12.9
6号线二期	7.00	45.58	29.70	2019~2021	3.91	5.20	-
16号线	32.30	154.20	79.51	2019~2021	14.50	25.80	--
19号线	20.60	171.90	11.09	2019~2023	14.24	41.00	71.20

7号线北延线 (前川线)	33.60	175.59	13.62	2019~2024	15.14	40.00	71.70
12号线	59.90	645.06	19.25	2019~2024	5.14	171.00	62.64
11号线三期	9.90	135.15	15.91	2019~2024	8.39	31.80	19.10
<b>合计</b>	<b>209.50</b>	<b>1,718.09</b>	<b>503.15</b>	-	<b>80.80</b>	<b>339.00</b>	<b>237.54</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，中诚信国际整理

公司通过进行地铁沿线和站点周边的土地一级开发，在一定程度上平衡了地铁建设的资金缺口，但前期需要投入大量资金；考虑到土地市场波动、新冠疫情对武汉市土地市场的短期冲击和房地产行业面临的宏观调控等因素，需持续关注公司土地出让进度和收益情况。

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9.2万亩。

土地一级开发运作模式方面，公司将整理好的土地交由土地储备中心，待土地出让后，由财政局在完成相关税费规费的扣划工作，将剩余资金划入公司专用账户。公司近年来土地一级开发收入存在一定波动性，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，土地一级开发收入增长较快，占营业收入的比重较大，2018年和2019年，公司土地一级开发业务收入有所回落。

截至2020年9月末，轨道交通沿线主要地块已投入金额为209.53亿元，预计在2020年10月~2022年预计还将投入134.15亿元。

**公司利用轨道交通沿线土地开发利用价值高的特点，在地下空间以及站点周边进行商铺、写字楼、**

**停车场等物业项目开发，有效地拓展了公司收入来源；公司物业类在建及拟建项目较多，面临一定的资本支出压力；受新冠疫情影响，政府出台“三免六减半”等租金减免政策，或将对公司2020年物业租赁业务产生较大的负面影响**

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。运作模式上，公司一方面自主开发，另一方面或与其他公司组建项目公司联合开发。截至2020年9月末，公司在建及拟建物业项目主要由歌笛湖物业、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，建筑面积达139.09平方米，计划总投资为129.50亿元，已完成投资27.01亿元，未来仍面临一定程度的资本支出压力。

物业租赁经营方面，2017~2019年，公司分别实现租赁收入4.34亿元、5.83亿元和5.46亿元，占同期公司营业总收入的比重分别为3.60%、5.69%和6.05%，有效地拓展了公司收入的来源。受新冠疫情影响，武汉市政府出台“三免六减半”租金减免政策，即对承租国有资产类经营用房的中小微企业，3个月房租免收，6个月房租减半，公司积极响应该政策，预计对公司2020年全年的物业租赁收入产生较大的负面影响。

**表 7：截至 2020 年 9 月末公司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	45,000.00	41,763.60	在建
徐家棚区间物业	21,490.00	22,028.00	22,600.73	9,347.33	在建
三阳路风塔物业	20,500.00	244,920.00	163,381.00	83,819.14	在建
赵家条站物业	44,700.00	143,300.00	101,744.00	13,901.60	在建
仁和路站综合配套物业	17,179.00	76,252.00	42,003.00	39,958.37	在建
秦园路风塔配套物业	22,600.00	234,800.00	193,362.00	42,450.87	在建
江南风亭物业	15,597.00	58,221.00	60,000.00	649.25	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
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
合计	<b>307,165.00</b>	<b>1,390,860.00</b>	<b>1,294,995.73</b>	<b>270,091.12</b>	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 战略规划及管理

### 公司法人治理结构和管理体系较为完善；战略规划符合地方政府及股东对公司的定位

按照国家发展改革委的第四期建设规划批复，至 2024 年，武汉市还将建成 12 号线等项目，形成 14 条线路运营、总长 606 公里的轨道网，全面实现“主城连网、新城通线”。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。

公司建立了包括董事会、监事会和经营管理层组建的较为健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。

## 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 2017~2018 年财务报告、经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 2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年度三季度报。公司各期财务报告均按照新会计准则编制。

### 受益于客流量的增加和票款提价，公司票款收入增

幅明显，但仍处于经营性亏损状态；土地一级开发收入和毛利水平受土地出让计划影响均出现较大程度波动；受新冠疫情影响，公司 2020 年三季度收入及毛利水平表现不佳，同时亦需关注公司全年盈利情况

公司收入主要来源于地铁运营产生的票款收入以及土地一级开发收入。具体到各业务板块来看，票款收入增幅较大，尤其 2019 年较上年同期大幅增长 58.83%，一方面系地铁的全年客运量有所增加，另一方面则系受益于票款提价，因地铁运营成本较为固定，故票款毛利水平较上年同期相比也实现减亏 31.41 个百分点；受土地出让规划和出让地块区域的共同影响，公司土地一级开发收入存在一定的波动性，而土地成本主要包括拆迁补偿费、应缴各项规费以及土地平整费等构成，其中拆迁补偿费约占土地一级开发成本的 60% 以上，其他费用约占 40%，2019 年公司土地一级开发毛利率下滑较快主要系由于公司开发的地块大多处于武汉市市中心，拆迁补偿费、规划设计费及各项应缴税费较高，导致公司成本增长较快所致；其他业务如租赁收入、资金占用费以及广告代理收入等收入与毛利率近年来基本持平。

2020 年 1~9 月，公司营业总收入和毛利率分别

为 37.89 亿元和-19.44%，公司营业总收入主要系土地一级开发收入，票款收入则受新冠疫情导致的地铁停运（1 月 23 日~3 月 27 日）影响大幅下滑，同时租赁业务受“三免六减半”政策影响，收入下滑明显，中诚信国际将持续关注 2020 年公司各板块的运营恢复及盈利情况。

**表 8：近年来公司主要板块毛利率情况（%）**

毛利率	2017	2018	2019
主营业务收入	33.86	46.47	2.41
其中：票款收入	-46.18	-85.72	-54.31
土地一级开发收入	45.57	74.11	28.70
其他业务收入	88.95	88.44	80.14
<b>综合毛利率</b>	<b>37.31</b>	<b>50.11</b>	<b>10.22</b>

注：其他业务收入主要包括租赁收入、资金使用费收入以及广告代理等。  
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用以财务费用为主，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金或以剩余经营性利润逐步予以冲销，并于每年年末一次性结转至当期损益（财务费用）。2019 年，受公司结转至当期财务费用金额较小的影响，公司期间费用率较上两年下降明显。公司利润主要依靠经营性业务利润来实现，同时，公司亦持续获得政府补贴，2017~2019 年分别获得政府拨付的运营补贴合计 1.55 亿元、2.54 亿元和 5.88 亿元，呈逐年增长的趋势。

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

项目	2017	2018	2019	2020.9
期间费用合计	34.74	40.79	2.54	0.74
其中：财务费用	33.62	39.41	1.02	-0.15
营业总收入	120.57	102.55	90.28	37.89
期间费用率	28.82	39.78	2.81	1.96
利润总额	13.13	14.64	15.90	0.07
经营性业务利润	11.66	12.89	12.28	-0.02
其中：其他收益	1.55	2.54	5.88	8.39

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**受轨道交通建设持续投入的影响，公司总资产规模持续上升，资产结构变化不大；随着项目资本金的陆续到位，公司净资产保持较高的增速，但债务压力的加重使得公司财务杠杆比率仍处于高位**

近年来，公司主要资产结构变化不大，仍以非

流动资产为主，占总资产的比重均超过 76%。公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。公司货币资金余额有所波动，但一直保持着较高的现金储备规模；公司应收账款主要应收土地一级开发收入，2019 年末该部分款项占应收账款期末余额的比例高达 99.39%；其他应收款主要系公司轨道项目建成通车并停止资本化之后产生的暂未冲销的利息暂挂账，2019 年末转入当期损益的金额较前两年相比减少较多，因此其他应收款余额较上年末增长 34.93%；存货主要系土地一级开发成本和政府拨付的土地收益评估入账，截至 2019 年末，公司土地一级开发成本为 75.25 亿元，收到市政府划拨的土地收益评估入账金额为 136.36 亿元。

非流动资产则主要包括固定资产、在建工程和其他非流动资产，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（如 7 号线一期、5 号线一期等）；固定资产则主要系已竣工决算的轨道交通项目由在建工程转入；公司其他非流动资产主要系公司为构建轨道交通项目等长期资产而预先支付的工程款项，于 2018 年末由预付款项重分类而来。

公司所有者权益主要为股东投入，其中实收资本仍为 88.00 亿元，其中武汉市国资委出资 77.49 亿元，国开发展基金有限公司出资 10.51 亿元。公司资本公积随着市、区两级财政对公司轨道交通项目资本金的投入而保持快速增长。其他权益工具同样是公司所有者权益的重要组成部分，为公司永续类债券或信托。

银行借款的增加及债务工具的发行推动公司总债务规模持续上升，截至 2020 年 9 月末，公司总债务规模上升至 2,358.33 亿元，主要为银行借款，占比逾 60%，同期总资本化比率亦上升至 67.52%，债务负担有所加重。从债务结构来看，公司债务仍以长期债务为主，近年来占比变化不大，符合公司业务特征。如将公司其他权益工具调整至债务核算，同期末公司总资本化比率则高达 72.76%。

**表 10：近年来公司主要资产、资本结构情况（亿元、X）**

项目	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	71.25	134.86	132.23	107.92
应收账款	2.84	53.23	67.94	60.98
其他应收款	154.97	215.25	290.44	321.93
存货	228.86	265.63	264.89	286.05
<b>流动资产合计</b>	<b>641.10</b>	<b>716.91</b>	<b>812.40</b>	<b>836.59</b>
固定资产	512.32	1,078.12	1,316.87	1,312.64
在建工程	1,191.41	987.83	1,038.60	1,179.39
其他非流动资产	2.14	184.43	212.04	285.68
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,737.57</b>	<b>2,290.22</b>	<b>2,612.95</b>	<b>2,823.14</b>
<b>资产合计</b>	<b>2,378.67</b>	<b>3,007.13</b>	<b>3,425.35</b>	<b>3,659.73</b>
<b>应收类款项/总资产</b>	<b>6.63%</b>	<b>8.93%</b>	<b>10.46%</b>	
实收资本	88.00	88.00	88.00	88.00
其他权益工具	74.21	116.53	122.53	137.71
资本公积	454.18	638.24	745.09	778.45
未分配利润	68.38	76.16	82.76	77.22
<b>所有者权益</b>	<b>729.98</b>	<b>966.06</b>	<b>1,087.55</b>	<b>1,134.61</b>
<b>总债务</b>	<b>1,397.48</b>	<b>1,819.65</b>	<b>2,148.89</b>	<b>2,358.33</b>
<b>总资本化比率</b>	<b>65.69</b>	<b>65.32</b>	<b>66.40</b>	<b>67.52</b>
<b>短期债务/总债务</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.02</b>	<b>0.03</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司经营活动现金流受土地回款时间的影响存在波动性，因地铁建设对资金需求很高，公司投资活动现金流保持净流出状态，公司现金缺口主要靠筹资活动来补给；公司债务规模进一步扩大，偿债指标趋于弱化，但货币资金对短期债务仍能足额覆盖

由于公司土地一级开发前期投入较大，而土地一级开发收入的实现具有一定滞后性，导致公司经营净现金流存在一定波动性，2019年缺口较上年有所收窄；投资活动方面，由于公司仍处于地铁项目建设高峰期，公司投资活动保持较高的现金流出规模；公司经营活动及投资活动现金缺口主要通过筹资活动进行平衡，其中大部分筹资依赖举债实现。

随公司盈利状况的趋弱，加之债务规模持续增加，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力减弱；由于公司经营活动净现金流表现不佳，其无法覆盖债务本息。

短期偿债指标方面，由于公司保持较高的货币资金储备量，公司各期末货币资金均能足额覆盖短期债务，短期偿债压力不大。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

项目	2017	2018	2019	2020.9
经营活动净现金流	47.31	-42.67	-29.14	-15.41
投资活动净现金流	-404.68	-328.79	-284.84	-183.02
筹资活动净现金流	354.65	435.02	311.77	174.13
<b>总债务</b>	<b>1,397.48</b>	<b>1,819.65</b>	<b>2,148.89</b>	<b>2,358.33</b>
货币资金	71.25	134.86	132.23	107.92
<b>总债务/EBITDA</b>	<b>27.10</b>	<b>30.24</b>	<b>81.51</b>	<b>--</b>
EBITDA 利息覆盖倍数	0.65	0.60	0.37	--
经营活动净现金流/总债务	0.03	-0.02	-0.01	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.59	-0.43	-0.41	--
货币资金/短期债务	3.48	7.20	3.55	1.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司的备用流动性较为充足且或有负债风险可控

公司 2021~2023 年的到期债务分别为 121.16 亿元、63.79 亿元和 120.74 亿元，公司未来几年面临一定的偿债压力。

银行授信方面，公司能够保持与银行的良好合作关系。截至 2020 年 9 月末，公司获得国家开发银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行和交通银行的授信总额为 2,879.38 亿元，其中上述六家银行中尚未使用的授信额度为 1,255.54 亿元，备用流动性较为充足。

受限资产方面，截至 2020 年 9 月末，公司受限资产包括地铁收费权和融资租赁标的物。截至 2019 年末，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 1,177.87 亿元；公司以轨道交通部分资产为标的物获得融资租赁款 332.17 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司对外担保余额为 5.10 亿元，被担保对象均为国有企业，因对外担保引致的或有风险可控。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 01 月 20 日，报告期内，公司无已结清和未结清不良信贷记录，也

未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

## 外部支持

### 支持能力

**资源投入及协调能力：**武汉市地处我国中部，是湖北省省会、全国副省级城市之一；也是我国重要的工业、科教基地和综合交通枢纽；武汉经济实力及财政实力在全国排名靠前；2016年，国家发改委正式复函要求加快武汉发展建成国家中心城市，并以武汉为中心引领长江中游城市群的发展；武汉战略地位重要，综合经济实力雄厚，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

### 支持意愿

**区域垄断性及地位重要性：**公司是武汉市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体，业务具有极强的区域垄断性，在武汉市具有非常重要的地位。

**历史支持记录：**从历史获得支持情况来看，上级股东主要从政策、资本金注入以及政府补贴三个方面进行支持。

政策方面，为推进武汉市城市轨道交通建设的顺利发展，根据2008年7月11日武汉市人民政府办公厅下发的武政办〔2008〕160号文件，武汉市政府每年的财政预算中都将安排大量的轨道交通专项资金。同时，为支持武汉市城市轨道交通建设的发展，武汉市政府根据武汉市人民政府办公厅武政办〔2008〕137号、武政办〔2011〕147号等文件精神，明确将地铁沿线土地开发收益专项用于城市轨道交通项目建设。根据2012年7月29日武汉市人民政府办公厅印发的《关于研究轨道交通项目建设运营及管理体制等问题的纪要》，今后武汉市将建立政府轨道交通及城建重点项目偿债机制，按全市土地出让金的10.00%纳入成本，专项用于轨道交通及重大基础设施建设。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），武汉市财政每年将筹

集不少于30.00亿元的资金用于充实轨道交通项目资本金，并且在全市范围内划定满足轨道交通建设资金需求的土地，相关收益用于轨道交通项目建设。2015年7月27日，市政府印发《武汉市轨道交通建设发展专项资金管理暂行办法》，进一步明确了轨道交通项目建设资金来源，武汉市财政安排的轨道交通建设发展专项资金以2014年预算安排数为基数，原则上每年递增10%，其规模原则上每年应当达到当年市城建计划下达的轨道交通项目投资计划的35%，专项用于武汉市轨道交通项目建设。

资本金注入方面，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），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，2017~2019年，公司分别收到武汉市财政局拨付的专项资金44.77亿元、50.00亿元和52.50亿元。

政府补贴方面，为补偿公司地铁运营的经营性亏损，政府每年给予公司一定的经营性补贴，2017~2019年，公司分别收到政府补贴1.55亿元、2.54亿元和5.88亿元。

中诚信国际认为，鉴于武汉市极强的经济实力，公司在武汉市重要的主体地位以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将继续获得股东及各方支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定武汉地铁集团有限公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；评定“2021年第二期武汉地铁集团有限公司绿色债券”的债项信用等级为AAA。

## 中诚信国际关于 2021 年第二期武汉地铁集团有限公司绿色债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期公司债券的存续期内对本期公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

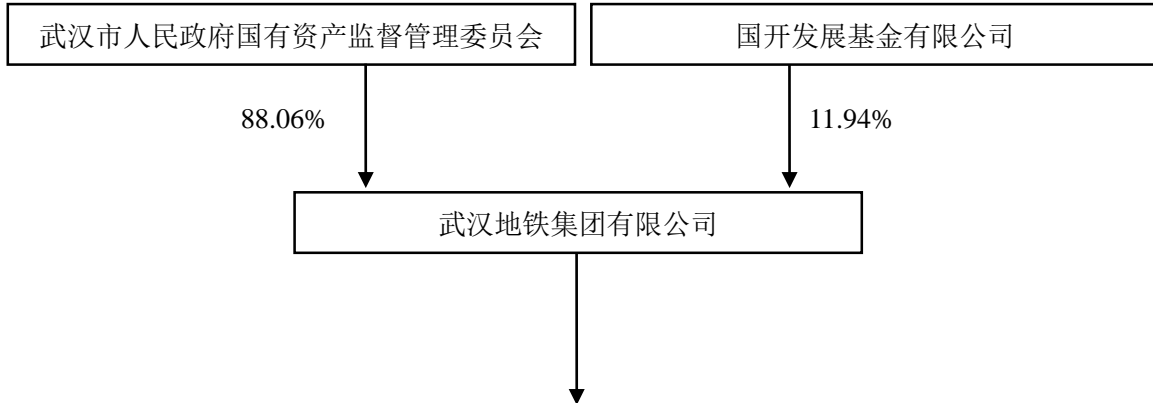
我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 4 月 16 日

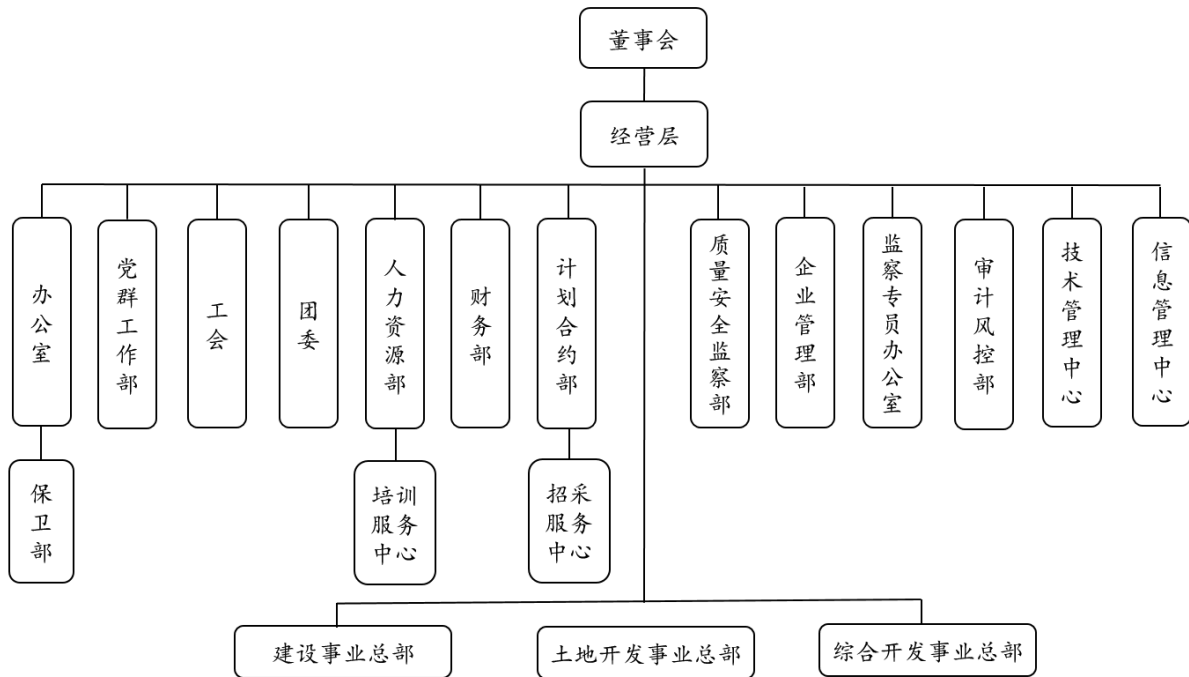


### 附一：武汉地铁集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 9 月末）



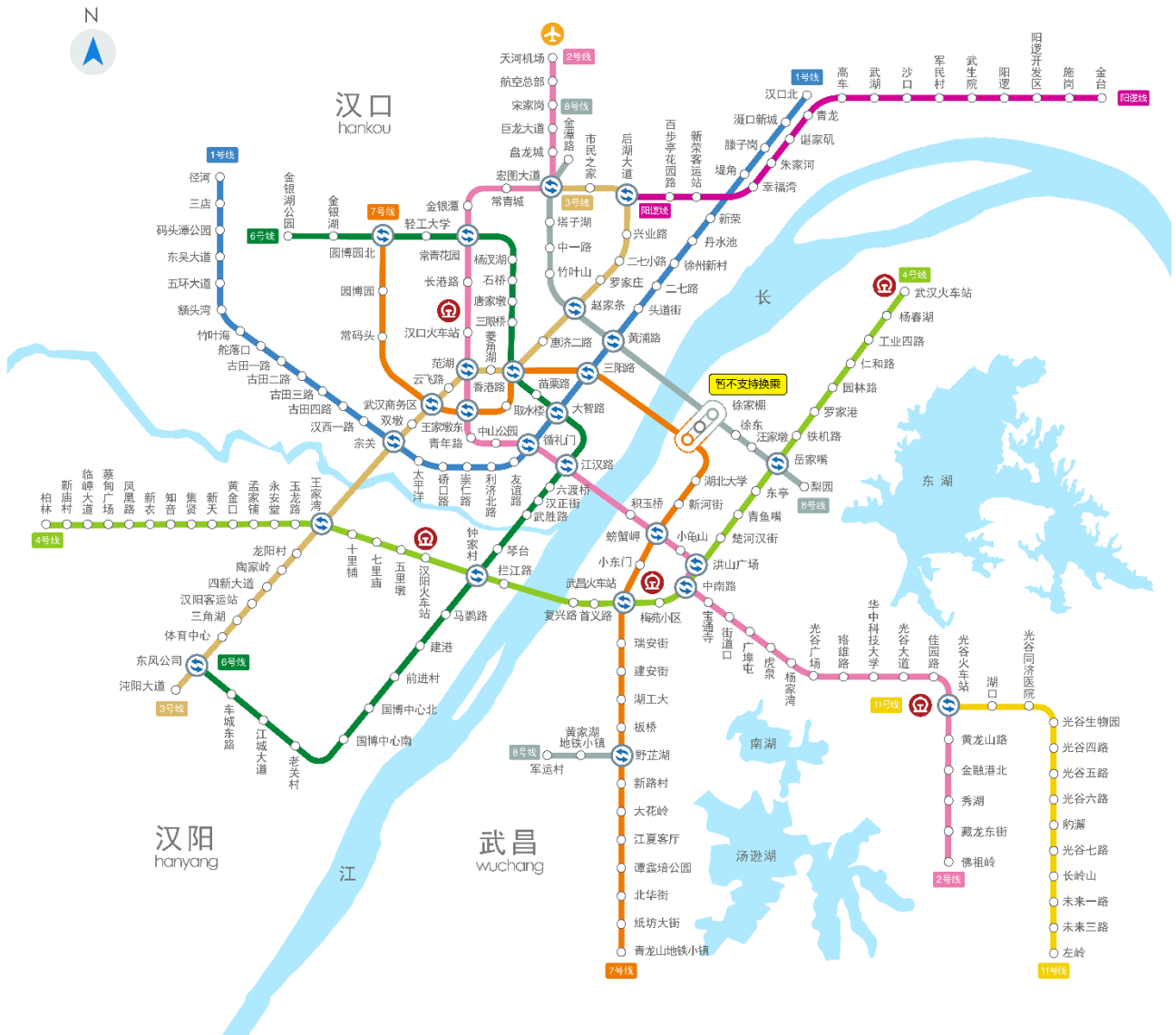
序号	子公司名称	持股比例	类别
1	武汉地铁运营有限公司	100%	全资
2	武汉市轨道交通咨询有限公司	100%	全资
3	武汉地铁桥隧管理有限公司	100%	全资
4	武汉地铁资源经营有限公司	100%	全资
5	武汉市轨道交通建设有限公司	79%	控股
6	武汉地铁移动电视传媒有限责任公司	50%	控股
7	武汉轨道交通发展有限公司	100%	全资
8	武汉地铁股份有限公司	100%	全资
9	武汉地铁集团（香港）有限公司	100%	全资
10	武汉迅和物业管理有限公司	100%	全资
11	武汉迅博文体育广告发展有限公司	100%	全资
12	武汉地铁控股有限公司	100%	全资

资料来源：公司提供



资料来源：公司提供

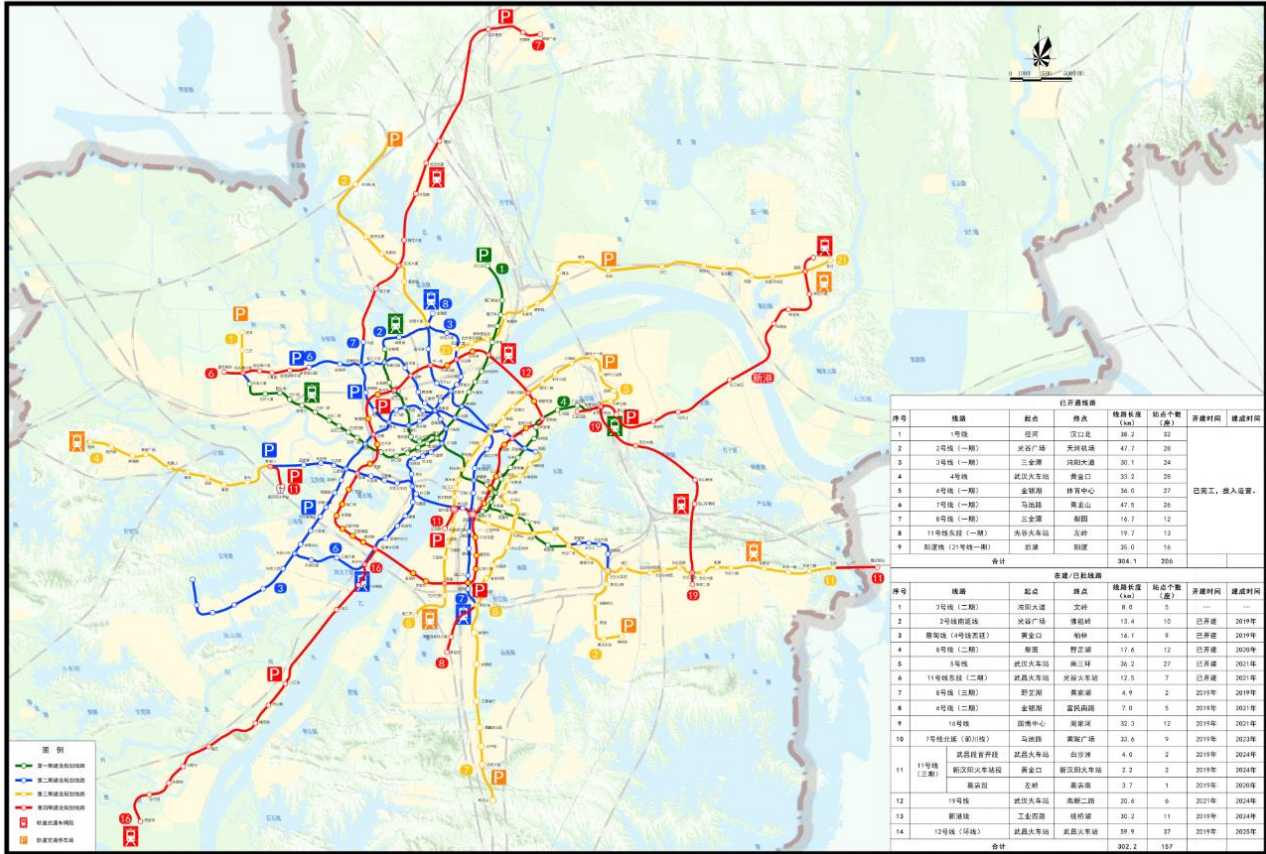
## 附二：武汉地铁轨道交通运营图（截至 2020 年 9 月末）



资料来源：公司提供

### 附三：武汉市城市快速轨道交通建设规划（截至 2020 年 9 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

## 附四：武汉地铁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）	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	712,533.45	1,348,571.49	1,322,284.43	1,079,167.31
应收账款	28,401.47	532,267.36	679,435.04	609,754.30
其他应收款	1,549,749.15	2,152,479.77	2,904,431.67	3,219,256.99
存货	2,288,593.55	2,656,344.10	2,648,936.39	2,860,532.51
长期投资	20,581.43	32,940.84	61,211.71	61,211.71
在建工程	11,914,126.40	9,878,268.33	10,385,975.23	11,793,898.26
无形资产	415.94	408.76	416.62	369.66
总资产	23,786,740.30	30,071,319.68	34,253,475.72	36,597,320.32
其他应付款	1,106,539.93	1,432,052.45	1,142,902.53	982,318.57
短期债务	204,922.20	187,272.67	372,995.83	618,025.00
长期债务	13,769,914.34	18,009,269.76	21,115,861.05	22,965,286.56
总债务	13,974,836.54	18,196,542.43	21,488,856.88	23,583,311.56
总负债	16,486,947.22	20,410,766.75	23,377,945.30	25,251,264.57
费用化利息支出	340,938.52	399,678.63	33,540.11	--
资本化利息支出	456,785.25	601,451.08	673,490.17	--
实收资本	880,000.00	880,000.00	880,000.00	880,000.00
少数股东权益	443,812.16	461,602.52	481,159.47	519,461.04
所有者权益合计	7,299,793.08	9,660,552.93	10,875,530.42	11,346,055.74
营业总收入	1,205,679.04	1,025,544.10	902,836.30	378,854.82
经营性业务利润	116,637.94	128,886.90	122,773.09	-172.84
投资收益	1,799.21	445.40	781.35	0.43
净利润	128,512.57	143,649.59	156,459.30	573.71
EBIT	472,237.48	546,075.85	192,514.39	--
EBITDA	515,584.02	601,723.28	263,631.15	--
销售商品、提供劳务收到的现金	975,509.78	876,557.13	618,742.48	446,938.95
收到其他与经营活动有关的现金	215,066.64	239,544.92	306,739.95	175,458.20
购买商品、接受劳务支付的现金	436,721.40	1,278,977.50	860,141.04	628,157.55
支付其他与经营活动有关的现金	174,481.18	95,554.01	142,086.81	3,459.54
吸收投资收到的现金	613,210.00	1,303,524.72	1,153,664.65	512,518.61
资本支出	3,688,014.01	3,324,519.09	2,683,718.56	1,846,726.65
经营活动产生现金净流量	473,069.98	-426,730.67	-291,369.37	-154,106.18
投资活动产生现金净流量	-4,046,765.28	-3,287,860.77	-2,848,443.82	-1,830,197.69
筹资活动产生现金净流量	3,546,467.17	4,350,203.40	3,117,669.64	1,741,309.67
财务指标	2017	2018	2019	2020.9
营业毛利率(%)	37.31	50.11	10.22	-19.44
期间费用率(%)	28.82	39.78	2.81	1.96
应收类款项/总资产(%)	6.63	8.93	10.46	10.46
收现比(X)	0.81	0.85	0.69	1.18
总资产收益率(%)	2.21	2.03	0.60	--
资产负债率(%)	69.31	67.87	68.25	69.00
总资本化比率(%)	65.69	65.32	66.40	67.52
短期债务/总债务(X)	0.01	0.01	0.02	0.03
FFO/总债务(X)	0.04	0.03	0.01	--
FFO 利息倍数(X)	0.63	0.58	0.32	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.59	-0.43	-0.41	--
总债务/EBITDA(X)	27.10	30.24	81.51	--
EBITDA/短期债务(X)	2.52	3.21	0.71	--
货币资金/短期债务(X)	3.48	7.20	3.55	1.75
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.65	0.60	0.37	--

注：1、公司各期财务报告均依照新会计准则编制；2、将 2017-2020 年 9 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 2020 年三季度现金流量表补充资料及利息支出，故相关指标失效。

## 附五：基本财务指标的计算公式

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

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

## 附六：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。