

长沙市轨道交通集团有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：胡 娟 jhu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 29 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 2341号

长沙市轨道交通集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“13 长沙轨道债/PR 长轨交”、“15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01”、“15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02”、“15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03”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

二零二一年六月二十九日

评级观点：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 **AAA**，评级展望为稳定；维持“13 长沙轨道债/PR 长轨交”、“15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01”、“15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02”、“15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了长沙市经济实力持续增强公司，业务维持区域垄断性、主体地位重要，公司可获得有力的外部支持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，2020 年公司配合政府启动第三轮规划调整工作，部分地铁线路建设进展不及预期，经营性业务盈利能力较差，利润对财政补贴依赖度高因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

长沙轨道（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,247.44	1,408.05	1,612.07	1,642.43
所有者权益合计（亿元）	569.20	628.75	670.19	667.49
总负债（亿元）	678.23	779.30	941.87	974.94
总债务（亿元）	569.34	646.20	785.86	827.51
营业总收入（亿元）	38.59	18.04	37.56	2.69
经营性业务利润（亿元）	2.46	1.11	-1.64	-8.61
净利润（亿元）	2.93	3.35	0.69	-8.60
EBITDA（亿元）	11.35	17.06	21.18	--
经营活动净现金流（亿元）	44.43	8.59	0.44	10.41
收现比(X)	0.97	1.04	0.57	4.67
营业毛利率(%)	0.44	51.31	29.02	-44.98
应收类款项/总资产(%)	4.19	4.31	5.44	4.49
资产负债率(%)	54.37	55.35	58.43	59.36
总资本化比率(%)	50.01	50.68	53.97	55.35
总债务/EBITDA(X)	50.17	37.87	37.11	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.38	0.52	0.59	--

注：1、中诚信国际根据公司 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司各期末长期应付款中的带息部分调至长期债务；3、公司 2021 年一季度财务报表未经审计，且公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料及利息支出数据，故相关指标失效。

正面

- **长沙市经济实力持续增强。**2020 年，长沙市实现地区生产总值 12,142.52 亿元，比上年增长 4.0%。长沙市经济呈现稳中向好的发展态势，为长沙市轨道交通建设及公司发展奠定良好基础。
- **业务维持区域垄断性，主体地位重要。**公司是长沙市唯一的城市轨道交通项目建设和运营主体，业务具有区域垄断性；公司所承担的业务属于省市重大城市基建及民生项目，主体地位重要。

■ **有力的外部支持。**2020 年，公司继续得到长沙市及各区政府在财政补贴及资产注入等方面的大力支持，2020 年，公司共获得政府补贴 22.77 亿元，同时，收到长沙市财政局拨付的项目资本金 41.42 亿元。

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。**截至 2021 年 3 月末，公司在建地铁项目尚需投资 456.32 亿元，并存在较大规模的拟建项目，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，主要靠公司自筹，债务规模呈持续扩张趋势，截至 2021 年 3 月末，公司总资本化比率已上升至 55.35%，未来财务杠杆水平或将持续上升。
- **2020 年公司配合政府启动第三轮规划调整工作，部分地铁线路建设进展不及预期。**2020 年公司正配合政府实施第三轮规划线路调整，其中 4 号线北延、7 号线、1 号线北延一期等线路受此影响进度有所滞后，建设进展不及规划预期。

■ **经营性业务盈利能力较差，利润对财政补贴依赖度高。**公司地铁运营业务持续亏损，依赖长沙市政府拨付的乘客票价补贴弥补亏损；2020 年，经营性业务利润进一步下降，同时公司财务费用不断上升，对利润侵蚀较大，利润对政府补贴依赖度高。

评级展望

中诚信国际认为，长沙市轨道交通集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**长沙市经济财政实力下降；公司地位下降，致使股东支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

同行业比较

2020 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）
长沙轨道	139.30	1,612.07	670.19	58.43	37.56	0.69	0.44
天津地铁	178.60	2,621.70	1,194.08	54.45	7.97	6.78	-10.30
南京地铁	176.80	2,188.28	744.54	65.98	22.00	3.00	-1.76
武汉地铁	338.40	3,769.86	1,149.92	69.50	84.74	16.68	-16.25

注：“天津地铁”为“天津市地下铁道集团有限公司”简称；“南京地铁”为“南京地铁集团有限公司”简称；“武汉地铁”为“武汉地铁集团有限公司”简称。

资料来源：通车里程数据来自《城市轨道交通 2020 年度统计和分析报告》，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
13 长沙轨道债	AAA	AAA	2020/06/05	25.00	7.50	2013/04/23	提前偿还条款

/PR 长轨交						~2023/04/23	
15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01	AAA	AAA	2020/06/05	30.00	18.00	2015/04/03 ~2025/04/03	流动性支持、提前偿还条 款
15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02	AAA	AAA	2020/06/05	30.00	21.00	2015/07/14 ~2025/07/14	提前偿还条款
15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03	AAA	AAA	2020/06/05	20.00	14.00	2015/12/21 ~2025/12/21	提前偿还条款

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“13 长沙轨道债/PR 长轨交”募集资金 25 亿元，用于长沙市轨道交通 1 号线一期工程项目，截至 2021 年 3 月末，已全部使用完毕。

“15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01”、“15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02”和“15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03”共计募集资金 80 亿元，用于长沙市轨道交通 3 号线一期工程项目。截至 2021 年 3 月末，已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，

但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别

是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。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，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

随着“52 号文”的出台，城市轨道交通建设对地区财政实力及出行需求提出更高要求，各地兴建热潮逐步降温，行业朝着有序的方向良性发展。2020 年，受疫情影响遭遇客流量断崖式下跌，运营业务收支平衡压力上升，盈利对财政补贴的依赖程度加大，但拥有完善的运营线路以及多元化经营模式的企业将具备更强的利润修复能力

整体态势：为应对城镇化率不断提高带来的人口净流入、公交负荷沉重以及城市道路拥堵的现象，城市轨道交通凭借其载运量大、安全性高、准时性强等特点，日益成为大中城市交通体系的重要组成部分。根据国家交通运输部数据，截至 2020 年末，全国（不含港澳台，下同）已有 45 个城市开通城市轨道交通，较 2019 年末增加天水、三亚和太原三个城市；截至 2020 年末，全国城市轨道交通运营里程由 2015 年的 3,195.4 公里增长至 7,545.5 公里，年复合增长率为 18.75%。从城市轨道交通系统的制式结构来，2020 年末地铁在城轨交通系统运营线路中占比达到了 79.0%，在城轨交通格局中占据主导

地位。

我国城市轨道交通建设起步较晚，初期发展较缓慢。2016 年以来，部分城市面对经济下行压力，出于刺激经济等目的，罔顾区域财政实力有限、城市客流量不足的状况，盲目上马城市轨道交通项目，导致了国内 2016 年~2017 年上半年间城市轨道交通建设大赶快上的现象，其中 2017 年全国城市轨道交通投资完成额 4,762 亿元，同比增速达到了 23.8%。2017 年下半年，国家发改委暂停了城轨项目的批复，2018 年 6 月，国务院出台《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（以下简称“52 号文”），其中对申建地铁的城市地区生产总值标准由 1,000 亿元以上提高至 3,000 亿元以上，一般公共预算收入由 100 亿元以上提升至 300 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上。此外，“52 号文”明确了政府财政性资金比例，除规划明确采用特许经营项目外，财政资金不低于 40%。政策收紧大幅提高了城市轨道交通建设的准入门槛，推动行业进入良性发展的阶段，过热的局面有所控制。同时，“52 号文”的出台重启了城轨项目的审批工作，2019 年，国家发改委批复 4 个城市轨道交通重大项目，共计 30 条线路，新批复里程为 684.82 公里，总投资为 4,926.07 亿元；2020 年，国家发改委批复 4 个城市的新一轮城市轨道交通建设规划，4 市获批建设规划线路 21 条，长度 455.36 公里，总投资额 3,364.23 亿元，另有 4 城市的地铁规划调整获批，获批调整方案涉及项目新增线路 14 条，长度 132.59 公里，新增总计划投资额 1,345.63 亿元；2021 年前 3 个月，国家发改委批复 1 个城市轨道交通重大项目，共计 3 条线，长度 115.8 公里，总投资额 772.13 亿元。根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2020 年度统计和分析报告》，截至 2020 年末，我国大陆地区有 57 个城市（个别由地方政府批复项目未纳入统计）在建城轨线路总规模 6,797.5 公里（含部分 2020 年当年仍有建设进展和投资额发生的新投运项目），在建线路 297 条（段），其中 23 个城市的在建线路超过 100 公里。此外，2021 年 2

月 24 日，中国中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，第一次在中央层面确定了国家中长期交通网规划建设要求，研究推进超大城市间高速磁悬浮通道布局和试验线路建设，轨道交通市场前景广阔。

2020 年，在新冠疫情冲击下，全国轨道交通客流量断崖式下跌；随着疫情的有效控制，国内各大城市轨道交通客流逐步恢复，客运量的有序回升将为行业发展注入运营活力。随着常态化疫情防控措施的落实，各大城市的城市轨道交通全面恢复运行，客运量有序回升。根据国家交通部数据，2021 年 1 月末，全国中心城市的城市轨道交通客运总量为 171,970 万人次，成为疫情爆发一年来首次出现同比转正的月份；2 月末，全国中心城市累计客运总量为 302,162 万人次，同比增长 77.78%，达到了 2019 年 2 月末累计客运量的 94.01%，行业发展整体迎来运营活力。

运营情况：城市轨道交通基础设施作为基本建设投资，具有投资规模大、建设及运营非盈利导向的特性，长期以来，我国城市轨道交通运营主体多数处于亏损状态，全国仅少数大城市能够维持收支的基本平衡。以我国城市轨道交通系统的主要制式地铁运营情况为例，我国地铁票价主要由所在城市物价主管部门批复，起步价大部分为 2~3 元，按照“分级递进、递远递减”的原则实行按里程计价的票价模式，短期内票价上涨预期不足。相比低廉的票价，地铁项目的投资成本及运营成本高昂，初始投入方面，目前国内地铁单公里造价为 7 亿元左右，在地质条件较差、地形建造难度大、城市拆迁成本高等因素的影响下，部分城市单公里地铁造价达到 12 亿元及以上，导致地铁运营主体长期面临高额的固定资产折旧成本。除庞大的投资规模外，地铁线路投建后的资金支出还包括日常运营成本（人力成本、电费）、设备中大修成本、设备更新成本及融资成本等，根据深圳地铁 2017 年分析报告，30 年运营成本总额相当于建设成本的 3.3~3.7 倍。同时，面对突如其来的疫情，城市轨道交通运营主体防疫

成本激增，运营压力进一步增加。

2020 年全国城轨交通平均单位车公里运营收入 15.9 元，同比下降 0.8 元；平均单位人公里运营收入 0.48 元，同比增长 0.01 元。在运营收入无法覆盖运营成本的情况下，多数城市的城市轨道交通运营主体往往需要依靠当地政府的财政资金补贴以维持正常运营。通常而言，政府补贴的形式主要包括票价补贴、折旧及利息补贴、政策性补贴等，其中票价补贴、折旧及利息补贴等主要系政府对城市轨道交通运营主体在投资及运营环节的补贴，具有普遍适用性。政策性补贴主要系政府不直接以资金方式给予运营主体补贴，而是通过注入沿线的土地资产、土地及房地产开发权等，以丰富运营主体的收入结构并提升其经营性业务利润规模。多元化经营模式的并行，使得城市轨道交通运营企业的经营成效亦有分化，目前我国各大城市中，北京地铁、武汉地铁和杭州地铁等少量运营主体能够通过物业租赁、房地产开发等多元化业务实现盈利。

整体来看，我国各大城市的城轨运营长期处于普遍亏损状态，虽然以沿线土地等资源开发、上盖物业开发为代表的非运营业务盈利较强，但尚不能覆盖运营业务形成的收支缺口，盈利对财政补贴的依赖度极大，财政补贴支持力度是影响企业利润总额的主要因素。

中诚信国际认为，作为城市交通系统的重要构成，我国城市轨道交通的通车里程和覆盖范围持续提升，开通城市从北上广深等一线城市向大量二三线城市全面扩张。在经历了国务院出台 52 号文整顿盲目申请、超强度兴建的阶段后，我国城市轨道交通行业已进入有序发展的良性阶段。未来随着城市化进程的持续推进，以及国家重大政策的加持，城市轨道交通发展前景广阔，投资规模及新增里程数将继续保持增长态势。受城市轨道交通投资总额大、运营成本高、公益性强等特点影响，我国各大城市的城轨运营长期处于亏损状态，以沿线土地等资源开发、上盖物业开发为代表的非运营业务盈利较强，但尚不能覆盖运营业务形成的收支缺口。在

新冠疫情冲击下，全国各大城市轨道交通客流量断崖式下跌，截至 2021 年 2 月尚未恢复至 2019 年同期水平，但随着疫情的有效控制，2020 年下半年以来轨道交通客流量逐步恢复，为行业发展注入运营活力。同时，疫情影响下城轨企业盈利对财政补贴的依赖度加大，而运营线路完善程度及多元化经营模式拓展程度的差异，导致业内企业在盈利能力上有所分化。行业内企业的杠杆率水平整体较高，且随着在建项目推进，预计未来财务杠杆仍将处于较高水平，但企业债务期限结构较合理、收现比良好，短期偿债压力可控。

2020 年，新冠肺炎疫情冲击下，长沙市经济运行加速回升向好，长沙市经济和财政实力持续增强，为长沙市轨道交通建设及公司发展奠定了良好的经济基础

财政级次及特殊地位：长沙市是湖南省省会，其经济生产总值约占全省的 30%，远高于湖南省其他 13 个市（州），是湖南省的政治、经济、文化中心和我国长江以南地区最重要的中心城市之一。长沙市下辖 6 区（芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、望城区、雨花区）、3 县（县级市）（长沙县、宁乡市和浏阳市），辖区总面积 1.18 万平方公里。根据第七次全国人口普查结果，截至 2020 年 11 月 1 日，长沙市常住人口为 1,004.79 万人，与 2010 年第六次全国人口普查的 704.10 万人，增加 300.70 万人，增长 42.71%，年平均增长率为 3.62%。

经济发展水平：2020 年，长沙市经济持续增长，且增速高于湖南省和全国平均水平。2020 年，长沙市地区生产总值（GDP）为 12,142.52 亿元，同比增长 4.0%，其中，第一、二、三产业对经济增长的贡献率分别为 2.7%、50.7%和 46.6%。同期，固定资

产投资完成额增长 6.2%。

财政及债务水平：2020 年，长沙市一般公共预算收入 1,100.09 亿元，保持继续增长的趋势。同期，长沙市财政平衡率为 74.32%，近三年财政自给情况持续改善。2020 年，长沙市实现政府性基金收入 1,093.41 亿元，随着地价的持续攀升及土地出让规模的增加呈快速上升趋势。截至 2020 年末，长沙市政府债务余额为 2,222.48 亿元，市本级政府债务余额为 983.77 亿元，政府债务压力总体可控。

表 1：2020 年中部地区主要省会城市经济及财政概况

地区	GDP (亿元)	GDP 增速 (%)	一般公共预算收入 (亿元)
武汉市	15,616.06	-4.70	1,230.29
长沙市	12,142.52	4.00	1,100.09
郑州市	12,003.04	3.00	1,259.21
合肥市	10,045.72	4.30	762.90
南昌市	5,745.51	3.60	483.86

资料来源：各省会城市人民政府官网，中诚信国际整理

未来发展机遇：长沙市作为湖南省省会城市，目前仍处于重大战略机遇期。在湖南省省委、省政府高度重视和支持省会城市高质量发展的背景下，长沙市将继续发挥示范引领、辐射带动作用，22 条产业链持续壮大，重大项目作用逐步显现，智能制造和现代服务业“双轮驱动”基础不断强化，经济社会平稳运行的支撑更加有力。

公司地铁项目投资规模较大、未来面临较大资本支出压力；同时，2020 年公司配合政府启动第三轮规划调整工作，部分地铁线路建设进展不及规划预期

国家发改委已分别于 2009 年、2012 年和 2017 年批复了《长沙市城市快速轨道交通近期建设规划（2008~2015 年）》、《长沙市城市快速轨道交通近期建设规划（2012~2018 年）》和《长沙市城市轨道交通第三期建设规划（2017~2022 年）》。

表 2：长沙市轨道交通建设规划批复情况

批次/批复时间	线路	起点~终点	规划长度（公里）	计划总投资（亿元）	规划建设期
2009 年/第一期	1 号线一期	开福区政府~尚双塘	23.55	130.35	2010~2016
	2 号线一期	望城坡~光达	21.92	119.00	2009~2013
2012 年/第二期	2 号线西延一期	梅溪湖西~望城坡	4.50	24.66	2012~2015
	3 号线一期	莲坪大道~龙角路	35.60	236.28	2012~2016
	4 号线一期	普瑞大道~桂花大道	33.50	219.38	2013~2017

2017 年//第三期	5 号线一期	蟠龙路~时代大道	22.70	156.63	2014~2018
	1 号线北延一期	彩霞路~开福区政府	9.93	53.37	2017~2021
	2 号线西延二期	金桥~梅溪湖西	14.72	95.13	2017~2021
	4 号线北延	连江路~普瑞大道	14.26	68.31	2018~2022
	5 号线南延	大托东~时代阳光大道	8.43	67.27	2018~2022
	5 号线北延	纬三路~蟠龙路	3.65	14.09	2019~2022
	6 号线西段	梧桐路~麓谷西	10.05	75.65	2018~2022
	6 号线中段	麓谷西~东四线	26.50	223.60	2017~2021
	6 号线东段	东四线~西航站区	12.15	61.40	2018~2022
	7 号线一期	匍园路~云塘	21.60	181.32	2017~2021
合计			263.06	1,726.44	--

注：各线路实际投资可能与原始批复可能有差异。

资料来源：国家发改委网站，中诚信国际整理

长沙市城市轨道交通 2020 年线网由 7 条线组成，总长度约 260 公里，共设车站 182 座，其中换乘站 31 座；远景年线网由 12 条线路组成，总长度约 456 公里，共设车站 286 座，其中换乘站 63 座。总体看，长沙轨道交通线网总体结构布局为“米字型构架，双十字拓展”，在与城市空间的吻合上，整体上呈主副中心轴带放射形态。

截至 2021 年 3 月末，公司已完工线路包括 2 号线一期、2 号线西延一期、1 号线一期、4 号线一期、3 号线一期和 5 号线一期，并分别于 2014 年 4 月、2015 年 12 月、2016 年 6 月、2019 年 5 月、2020 年 6 月和 2020 年 6 月开通试运营。

表 3：截至 2021 年 3 月末长沙轨道在建及完工地铁线路情况（公里、亿元）

完工线路	开工时间	起止点	建设长度	总投资	已投资	完工时间
1 号线一期	2010	开福区政府-尚双塘	23.55	141.95	138.91	2016
2 号线一期	2009	望城坡~光达站	22.92	119.00	119.00	2014
2 号线西延一期	2011	望城坡~梅溪湖西	4.45	29.27	29.27	2015
4 号线一期	2014	杜家坪站~罐子岭站	33.51	239.76	163.04	2019
3 号线一期	2013	山塘站~龙角路站	36.41	260.28	206.53	2020
5 号线一期	2015	蟠龙大道站~时代阳光大道站	22.50	165.71	121.52	2020
完工合计	--	--	143.35	955.97	778.27	--
在建线路	开工时间	起止点	长度	总投资	已投资	2021 年投资计划
6 号线	2016	雷梅片区~黄花机场	48.11	369.43	165.11	73.00
长株潭城际轨道交通西环线一期	2019	湘潭北站~山塘站（不含）	17.29	95.88	19.66	60.00
1 号线北延一期	2020	彩霞路站~开福区政府站（不含）	9.84	59.90	3.11	4.60
2 号线西延二期	2020	长沙西站~梅溪湖西站	13.82	120.00	1.01	2.50
在建合计	--	--	89.06	645.21	188.89	140.10
总计	--	--	232.41	1,601.18	967.16	--

注：1、长株潭城际轨道交通西环线一期项目上位依据为《国家发展改革委关于长株潭城市群城际轨道交通规划（2019~2020 年）的批复》（发改基础[2019]2583 号）及《湖南发展和改革委员会关于长株潭城际轨道交通西环线一期工程可行性研究报告的批复》（湘发改基础[2019]388 号）等文件；2、表中已完工是指已经投入运营的线路，后续仍可能会有部分投资。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司在建线路包括 6 号线、长株潭城际轨道交通西环线一期、1 号线北延一期和 2 号线西延二期，在建线路全长 89.06 公里，预计总投资 645.21 亿元，其中资本金 255.00 亿元；截至 2021 年 3 月末，已累计到位资本金 64.14 亿

元，未来公司资本支出压力仍然较大。同期末，公司拟建项目主要有轨道交通 6 号线东延段和长沙磁浮东延线接入 T3 航站楼工程，计划投资合计 59.16 亿元。

表 4：截至 2021 年 3 月末轨道项目资本金到位情况（亿元）

状态	项目	总投资	资本金	已到位资本金
完工	1 号线一期	141.95	49.68	49.68
完工	2 号线一期	119.00	51.17	51.17
完工	2 号线西延线	29.27	10.24	10.24
完工	4 号线一期	239.76	83.92	47.69
完工	3 号线一期	260.28	91.28	59.19
完工	5 号线一期	165.71	66.28	30.76
完工项目合计		955.97	352.57	248.73
在建	6 号线	369.43	147.77	28.33
在建	长株潭城际轨道交通西环线一期	95.88	38.00	35.81
在建	1 号线北延一期	59.90	23.23	0.00
在建	2 号线西延二期	120.00	46.00	0.00
在建项目合计		645.21	255.00	64.14
合计		1,601.18	607.57	312.87

注：表中已到位资本金为公司已获得的总资本金数值，包含尚未进行投资的资本金。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，2020 年公司正配合政府实施第三轮规划线路调整，其中 4 号线北延、7 号线、1 号线北延一期等线路受此影响进度有所滞后，进度不及规划预期。

2020 年公司土地开发收入同比大比上升，仍需关注公司河西先导区、高塘岭片区和苏托垸片区等地块的开发进度；轨道交通发展专项资金、区县分摊资金、政府债券资金等仍为公司轨道交通项目建设提供有力支撑

长沙市轨道交通项目建设资金主要来源于轨道交通发展专项资金（以下简称“轨道专项资金”）、区县分摊资金、政府债券资金等来源于政府的资金和公司向银团贷款及其他方式的自筹资金。

其中轨道专项资金主要包括长沙市政府划拨土地及轨道交通用地的土地开发收益和长沙市财

政从全市土地出让收入中统筹的专项资金。根据《长沙市人民政府关于设立长沙市轨道交通发展专项资金的通知》（长政函[2009]8 号文）及《长沙市人民政府关于印发<长沙市轨道交通发展专项资金管理办法>》（长政发[2010]8 号文）的相关说明，公司所属二级子公司通过对政府划拨土地及轨道交通用地进行一级开发，相关土地收益及市本级部分全部支付公司用于长沙市轨道交通建设。公司逐年将土地开发成本结转为土地出让收入，同时长沙市政府将其余部分作为轨道项目资本金给予公司。

2011 年长沙市政府将武广片区 31 宗土地划拨给长沙市武广新城开发建设有限责任公司（以下简称“武广公司”），评估入账价值为 344.56 亿元，评估单价平均为 4,712.3 元/平方米，截至 2020 年末账面划拨地余额为 280.64 亿元。2012 年以来长沙市政府将河西先导区、高塘岭片区和苏托垸片区等土地的开发主体确定为公司。目前，上述地块中只有武广地块已处于开发建设过程中，其他地块未进入实质性开发阶段。截至 2021 年 3 月末，武广公司已累计完成投资 256.91 亿元。

受政府规划影响，公司土地出让收入波动较大，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别出让土地 393.69 亩、32.16 亩、308.69 亩和 19.00 亩，出让总金额分别为 38.13 亿元、2.28 亿元、39.55 亿元和 1.88 亿元，分别确认收入 29.72 亿元、0.16 亿元、14.93 亿元和 0.00 亿元，各期回款（不含超过成本的部分）分别为 28.23 亿元、1.99 亿元、8.53 亿元和 6.00 亿元。2019 年及 2020 年公司在整理土地面积分别为 3,434 亩和 548.22 亩。2021~2023 年，公司计划分别开发并出让土地 1,149 亩、1,115 亩和 904 亩。

表 5：截至 2021 年 3 月末公司控制的主要土地资源情况（亿元、元/平方米）

地块名称	位置	土地面积（亩）	计划总投资	累计完成投资	是否获得土地证	评估单价	评估价值	2020 年一级土地开发收入
武广片区	雨花区黎托乡京珠高速以东，浏阳河以西，劳动路以南，湘府东路以北	原总面积 16,700 亩（其中 2014 年底已出让净地 383.89 亩）	291.16	256.91	已获得土地证	4,712.35	344.56	14.93
河西先导区	雷锋镇境内	1,150	4,650	--	仅市政府	未评估	--	--

	亩，含浦镇境内 2,500 亩，坪塘镇境内 1,000 亩				批复文件			
苏托垌片区	开福区，东、南至捞刀河，西至捞刀河—京广铁路，北至绕城高速公路	34,095	560.84	2.00	仅市政府批复文件	未评估	--	--
高塘岭片区	望城区境内北横线以北，宝粮路、喻家坡路以南、环城西路、袁家岭安置小区以西，黄桥大道两厢	4,000	--	--	仅市政府批复文件	未评估	--	--

注：1、武广片区评估价值中不含 4 宗绿地，武广片区的投资总额中包含武广配套项目的投资，武广片区原批复土地面积，扣除部分安置土地等，公司实际获得土地面积约为 1.3 万亩；2、目前高塘岭片区、河西先导区土地地区目前正在进行概念性规划方案编制、产业策划定位的招标前期工作。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，为进一步统筹轨道交通发展专项资金、推进轨道交通项目建设，2019 年 4 月长沙市同意从相关土地出让收入¹中统筹 3%用于轨道交通事业发展，作为轨道专项资金，同时要求市、区县（市）两级财政按要求、按时间节点及时安排应分摊的资本金到位，并将资本金到位情况纳入市对区县（市）年度绩效考核范围。市区政府的大力支持有望进一步拓宽公司资金来源、强化轨道项目资本金落实力度。公司轨道交通建设资金其他来源包括政府债券资金、银团贷款和债券融资等。

表 6：近年来主要来源于政府的资金情况（亿元）

分类	2018	2019	2020
项目资本金			
区县分摊	34.30	27.72	32.71
政府债券资金	13.86	0.00	28.20
城区骨干路网资金	2.40	0.00	0.00
政府补贴	--	13.77	9.02
		11.88	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年公司地铁运营里程增加，但仍处于亏损状态，业务持续亏损，主要依靠乘客票价补贴弥补亏损

公司地铁运营业务仍由子公司长沙市轨道交通运营有限公司负责。截至 2021 年 3 月末，公司运营的线路包括 2 号线一期、2 号线西延一期、1 号线一期、4 号线一期、3 号线一期和 5 号线一期，线路总里程 143.35 公里，其中 3 号线一期和 5 号线一

期均系 2020 年 6 月正式开通试运营。

目前长沙市地铁收费执行《长沙市物价局关于核定长沙地铁票价的通知》（长价商[2014]92 号）要求，按里程分段计价，起步价为 2 元，超过 6 公里采用“递远递减”的计价原则。

长沙市现行地铁运营时间为 06:30~23:00，采用 6 节编组，每列车可载客 1,460 人，地铁高峰发车间隔为 5 分 13 秒，平峰发车间隔略大于高峰时段，为 5 分 30 秒，低峰发车间隔 6 分 32 秒（周六日）。随着地铁车辆数的增加，发车间隔将逐渐缩短，高峰时段行车间隔时间计划达 5 分钟以内。

表 7：现行长沙市地铁票制票价（公里、元）

里程	0~6	6~11	11~16	16~23	23~30	30~39
收费	2	3	4	5	6	7

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2014 年 4 月长沙首条线路 2 号线一期开通以来逐步成网，地铁线路运营的规模效应渐显，日均客运量逐渐增加，运营收入持续增长。2018~2020 年期 2021 年 1~3 月，地铁运营收入分别为 5.30 亿元、6.43 亿元、6.53 亿元和 2.06 亿元。

表 8：各线路运营数据（万人次/日、亿元、万列公里）

2 号线（含一期及西延线）	2018	2019	2020	2021.1~3
客流量	41.11	47.17	39.95	46.97
票务收入	3.50	3.83	2.71	0.76
运营里程	404.56	404.66	404.50	107.72
1 号线	2018	2019	2020	2021.1~3
客流量	26.56	31.17	21.14	33.31

¹ 省直管国有土地、市级统筹棚改项目用地、工业用地处置所得的土地

出让收入，不列入轨道交通发展专项资金统筹基数。

票务收入	1.80	2.12	1.65	0.47
运营里程	256.68	267.71	272.09	73.56
4 号线一期	2019	2020	2021.1~3	
客流量	21.82	20.26	25.77	
票务收入	0.84	1.10	0.33	
运营里程	205.00	358.56	97.55	
3 号线一期	2020.6~12	2021.1~3		
客流量	19.59	19.62		
票务收入	0.71	0.33		
运营里程	181.26	93.85		
5 号线一期	2020.6~12	2021.1~3		
客流量	14.44	14.78		
票务收入	0.35	0.17		
运营里程	114.33	57.32		

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司地铁运营受政府定价公益性影响，运营收入难以覆盖运营成本，亏损部分主要由长沙市政府拨付的运营专项补贴予以弥补，并计入其他收益，2017~2018 年分别收到 2.00 亿元和 1.70 亿元。自 2019 年起，长沙市政府财政补贴主要分为两部分，一部分为根据长沙市轨道交通乘客票价补贴政策，长沙市政府按照线路的建设成本及利息支出、乘客票价补贴等基础数据进行全成本测算，长沙市财政按约定客流量予以补贴，并计入营业收入，2019~2020 年，以此确认的乘客票价补贴收入分别为 8.58 亿元和 10.89 亿元；另一部分为其他与运营相关的成本费用补贴，作为营运补贴计入其他收益，2019~2020 年分别为 8.96 亿元和 11.84 亿元。乘客票价补贴政策的出台有效的弥补了地铁运营亏损，大幅提升了公司的营业毛利率。

长沙市政府赋予公司轨道线网周边土地开发权及城市地下空间资源统一经营控制权，拓宽了公司收入来源和支持了轨道建设；资金占用费及其他地铁相关收入亦对营业收入形成一定补充

根据长沙市政府《关于市轨道交通集团公司第二轮建设规划项目融资工作有关问题的会议纪要》(长府阅[2011]75 号文)，公司将对轨道交通线网周

边可开发土地及各站点周边可开发土地进行统一控制、统一经营和综合开发；同时长沙市政府将城市地下空间（除公共人防工程外）全部归集到长沙轨道名下，由公司统筹建设、管理、运营，所有收入全部用于轨道建设。轨道交通线网周边开发主要包括棚户区改造及相关土地开发。

2009 年 10 月，长沙市政府将“溁湾镇窑坡山棚户区改造项目”移交给长沙轨道，要求公司在建设轨道 2 号线溁湾镇站时，结合站点建设配套设施。溁湾镇窑坡山棚户区改造项目主要由长沙轨道下属的全资子公司长沙轨道交通实业有限公司（以下简称“实业公司”）运作。2019 年以来，地铁沿线土地开发尚未实现土地开发收入。

溁湾镇窑坡山棚户区改造项目（含一期和二期）总占地面积 255.45 亩，截至 2021 年 3 月末，公司一级开发投资 28.72 亿元，于 2014 年 2 月进行公开挂牌并于 2014 年 3 月由绿地地产集团长沙置业有限公司摘牌，以 28.17 亿元的成交价格成功出让，最终收益作为轨道专项资金。

截至 2021 年 3 月末，未完工棚改项目为华狮棚改项目和南门口棚改项目。华狮棚改项目总占地面积为 86.47 亩，其中 36.23 亩被规划为道路和绿地，该项目计划总投资 12.39 亿元；截至 2021 年 3 月末，公司累计完成投资 10.66 亿元，暂未实现土地出让。

南门口棚改项目总占地面积 24 亩左右，计划总投资 9.90 亿元，截至 2021 年 3 月末，已累计完成投资 6.63 亿元，暂未实现土地出让。南门口项目合作方存在资金不足问题，为不影响地铁建设进度公司已自行投入资金推进项目建设，公司计划报告政府协调解决相关问题，该棚改项目进度可能无法按计划进度执行。

表 9：截至 2021 年 3 月末棚户区改造项目情况（亩、亿元）

项目名称	位置	土地总面积	计划总投资	累计完成投资	开发周期	一级土地开发收入
溁湾镇窑坡山棚户区改造项目（含一期和二期）	岳麓区溁湾镇望月湖办事处	255.45	38.62	28.72	2009~2013	实际到位 27.84 亿元（扣除部分政策性资金）

华狮棚改项目	韶山路与黄土岭路交界处	86.47	12.39	10.66	2013~2018	未出让土地
南门口棚改项目	南门口东南角	24.00	9.90	6.63	2012~2019	未出让土地
合计	--	365.92	60.91	46.01	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

地下空间资源方面，目前公司主要地下空间项目为五一广场、芙蓉广场和杜花路地下空间等。其中，五一广场地下空间、芙蓉广场地下空间、国金中心地下空间等项目采取“投资换经营权”的方式合作开发，由投资商投资换一定期限的经营权，后续由长沙轨道依照设计施工建设流程进行整理开发，建成后产权确定为长沙轨道，物业交付给投资商，并由投资方组织装修，在其获得一定期限的自

主经营管理期限内每年向长沙轨道缴纳一定额度的经营权转让费；武广东广场项目采取自建方式；桂花坪站地下空间暂未确定是否开发。地下空间项目产生的收益主要为地铁相关设施的租赁和站口开口费，2020 年公司实现地铁租赁收入 1.39 亿元。此外，资金占用费、资源使用费和其他地铁相关收入亦对营业收入形成一定补充，2020 年合计为 3.83 亿元，规模较小。

表 10：截至 2021 年 3 月末公司获得的地下空间项目（平方米、亿元）

地下空间名称	面积	经营性质	计划总投资	累计已投资	项目进展	建设模式
五一广场地下空间	79,000	车库/商铺	5.40	7.44	完工、投入运营	投资换经营权
芙蓉广场地下空间	20,320.58	车库/商铺	2.50	1.74	在建	投资换经营权
杜花路地下空间	33,557	车库/商铺	1.71	1.77	暂处于停工状态	--
国金中心地下空间	27,792	车库/商铺	3.46	4.18	完工、投入运营	投资换经营权
五一里地下空间	9,777.97	车库/商铺	1.80	1.80	完工、投入运营	投资换经营权
侯家塘站地下空间	4,145	车库/商铺	1.12	0.11	在建	--
桂花坪站地下空间	6,000	车库/商铺	--	--	--	暂未确定是否开发
运达广场地下空间	2,400	车库/商铺	0.40	0.41	完工、投入运营	投资换经营权
朝阳村站地下空间	4,488.86	车库/商铺	0.40	0.10	完工	投资换经营权
武广东广场	116,696	车库/商铺	16.00	14.80	完工、投入运营	自建

注：部分项目已投资额大于计划总投资额主要是完工后办证及相关手续费支出。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年审计报告、经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年审计报告和公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表。其中分析时 2018~2020 年及 2021 年一季度财务数据均为财务报表期末数。公司各期财务报表均按新会计准则编制。

盈利能力

2020 年，土地出让收入的实现使公司营业总收入大幅上升；但新冠肺炎疫情冲击下，公司营业毛利率大幅下滑；财务费用大幅上涨，对公司利润形成侵蚀；利润仍较为依赖政府补贴

2020 年，公司营业收入大幅上升，主要是公司当期土地出让收入实现较多所致。收入来源方面，公司作为长沙市唯一的城市轨道交通项目主体，地铁运营及乘客票价补贴仍是其最主要也是最为稳定的收入来源，2020 年，随着地铁 3 号线一期和 5 号线一期项目的完工试运营及地铁运营效率的提升，在新冠肺炎疫情冲击下，公司地铁运营收入小幅提升。此外，2020 年，资金占用费、资源使用费和其他地铁相关收入规模有所提升，对公司营业收入形成一定补充。2021 年 1~3 月，公司营业总收入为 2.69 亿元，主要是地铁运营收入。

2020 年，公司营业毛利率大幅下降，主要系受新冠肺炎疫情冲击，地铁运营业务毛利率大幅下滑所致。公司土地出让因按成本确认收入，故毛利率仍为零；地铁租赁业务毛利率仍保持较高水平，但

由于规模较小，对营业毛利率影响不大。

表 11：近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2020.1~3
土地出让	29.72	0.16	14.93	0.00
地铁运营	5.30	6.43	6.53	2.06
乘客票价补贴	0.00	8.58	10.89	0.00
地铁租赁	1.76	1.82	1.39	0.36
其他业务	1.81	1.05	3.83	0.27
合计	38.59	18.04	37.56	2.69
毛利率	2018	2019	2020	2020.1~3
土地出让	0.00	0.00	0.00	--
地铁运营	-30.76	-24.11	-59.09	-86.61
乘客票价补贴	--	100.00	100.00	--
地铁租赁	85.80	87.36	85.13	96.99
其他收入	15.47	60.95	70.12	82.80
营业毛利率	0.44	51.31	29.02	-44.98

注：其他业务收入包括经营权开口费、资金占用费及其他地铁相关收入。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，公司期间费用仍以财务费用为主，财务费用占期间费用的比重为 87.41%，期间费用规模大幅上涨，主要系公司债务规模扩张，同时地铁 3、5 号线相继通车运营，相关利息支出不再资本化，计入财务费用所致。同期管理费用规模较 2019 年变化不大。受益于 2020 年营业总收入上升，公司期间费用率有所下滑，但仍处于较高水平，中诚信国际将持续关注公司费用化利息支出和管理费用增加对公司盈利能力的影响。

公司地铁运营收入规模较小且利润水平很低，公司利润总额对政府补助依赖性强。2020 年，受新冠肺炎疫情，叠加期间费用上涨影响，公司经营性业务利润由正转负，持有长沙市国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“长沙国投”）确认的投资收益是公司利润总额的重要补充。2021 年 1~3 月，公司利润总额为-8.60 亿元，亏损规模较大，主要系计入其他收益的政府补贴尚未到账所致。

2020 年，公司收现比指标大幅下降，主要系新冠肺炎疫情影响，土地出让收入回款和乘客票价补贴到账相对滞后所致。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
营业总收入	38.59	18.04	37.56	2.69
其中：乘客票价补贴	0.00	8.58	10.89	0.00
期间费用合计	10.55	15.80	22.99	6.86
其中：财务费用	8.04	12.89	20.09	6.20
期间费用率(%)	27.34	87.60	61.20	255.11
经营性业务利润	2.46	1.11	-1.64	-8.61
其他收益	13.77	9.02	11.88	0.05
投资收益	0.45	2.20	3.19	0.00
利润总额	2.93	3.40	0.78	-8.60
收现比（X）	0.97	1.04	0.57	4.67

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

2020 年，公司资产规模进一步增加，地铁线路及划拨土地仍是公司主要资产构成，公司资产流动性偏弱；项目建设资金需求量大，公司财务杠杆率有所提升

2020 年，随着地铁建设项目的持续推进及政府资本性投入，公司资产同比增加 204.02 亿元至 1,612.07 亿元，2021 年 3 月末小幅增加至 1,642.43 亿元。以轨道交通建设为主的特点使得公司资产以固定资产和在建工程等非流动资产为主，2020 年末非流动资产占总资产比重为 71.30%。

2020 年末，公司归属母公司所有者权益同比增长 28.91 亿元，主要系收到长沙市财政局拨付的项目资本金 41.42 亿元，计入了资本公积所致。同时，长沙市政府收回公司账面价值为 13.12 亿元的土地使用权，资本公积有所减少，未来仍需关注政府向公司收回部分土地使用权并减少公司资本公积的情况。

因轨道交通建设资金需求量大，建设资金除政府拨付的项目资本金外，主要依靠公司自筹，2020 年，公司负债总额进一步扩张，负债结构仍以长期借款和应付债券等有息债务为主，总债务占负债总额的比重均在 80%以上。截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 59.36%和 55.35%，较 2019 年末均有所上升。债务结构方面，以长期债务为主的债务结构符合公司项目投资回

收期长的特点，短期债务占比不高。

公司资产仍是由流动性较弱的各地铁线路、配套项目以及长沙市政府以资本投入方式划拨的土地使用权构成。其中，2020 年末公司存货中划拨地账面价值为 280.64 亿元，均未缴纳土地出让金。此外，公司通过参与当地企业的股权投资获取一定的投资收益，2019 年，长沙市政府将长沙国投 49% 的股权无偿划转至公司，公司投资收益大幅增加。整体来看，公司资产具有一定的收益性，但流动性较弱。

截至 2021 年 3 月末，公司应收类款项余额 73.71 亿元，主要是其他应收款 71.06 亿元，应收类款项余额占当期总资产的 4.49%，占比较低。其他应收款主要系应收其他长沙市政府所属相关国有企业及雨花区政府的拆借资金，主要包括应收长沙市环线建设开发有限公司（以下简称“环线公司”）往来款 40.38 亿元、长沙轨道万科置业有限公司 7.17 亿元、长沙长房地铁置业有限公司 5.02 亿元、长沙市财政局 4.70 亿元、长沙轨道中建信和置业有限公司 4.62 亿元，其他应收款账龄多在 2 年及以上，存在一定的回收风险。

表 13：近年来公司资本结构及资产质量相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	93.47	48.79	92.60	100.48
存货	295.15	296.44	281.95	281.89
固定资产	284.93	439.87	735.82	736.61
在建工程	497.76	495.41	340.74	364.28
总资产	1,247.44	1,408.05	1,612.07	1,642.43
实收资本	50.00	50.00	50.00	50.00
资本公积	418.72	474.22	502.81	508.68
未分配利润	70.28	73.00	72.82	64.23
少数股东权益	30.09	30.78	43.31	43.31
所有者权益合计	569.20	628.75	670.19	667.49
总债务	569.34	646.20	785.86	827.51
非流动资产/总资产 (%)	64.63	71.12	71.30	72.20
应收类款项/总资产 (%)	4.19	4.31	5.44	4.49
短期债务/总债务 (X)	0.07	0.08	0.05	0.07
资产负债率 (%)	54.37	55.35	58.43	59.36
总资本化比率 (%)	50.01	50.68	53.97	55.35

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

2020 年，项目建设投资支出规模较大，投资缺口仍主要依赖筹资活动弥补；部分偿债指标有所弱化，但短期偿债压力可控

公司经营活动现金流入主要包括土地出让及各项业务收入回款、政府补贴收入等，经营活动现金流出主要是与地铁营运、租赁等业务相关的支出，而各项投资支出，包括地铁线路、武广片区开发的投入均体现在投资活动现金流，因此公司经营活动现金流表现较好，而投资活动现金流呈大规模净流出状态。2020 年公司经营活动现金净流入规模下降主要系往来款项支出规模增加所致；2021 年 1~3 月，随着土地开发收入以及财政补贴到账，公司经营活动现金净流入规模增加。公司主要通过筹资活动来弥补投资活动现金缺口，2020 年筹资活动现金流净流入规模大幅上升。

2020 年，EBITDA 规模有所增长，但公司债务规模较大，仍无法覆盖债务本息；经营活动净现金流亦无法覆盖债务本息，且 2020 年随着净流入大幅下降，对债务本息的覆盖能力进一步减弱。短期偿债方面，2020 年末，公司货币资金能完全覆盖短期债务，短期偿债压力可控。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	44.43	8.59	0.44	10.41
投资活动净现金流	-107.66	-118.79	-132.00	-44.29
筹资活动净现金流	70.92	65.53	175.37	41.75
经营净现金流/总债务	0.08	0.01	0.00	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.50	0.26	0.01	--
EBITDA	11.35	17.06	21.18	--
总债务/EBITDA	50.17	37.87	37.11	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.38	0.52	0.59	--
货币资金/短期债务	2.29	0.99	2.18	1.74

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务到期分布方面，2021 年 4~12 月及 2022~2024 年，公司到期债务规模分别为 50.55 亿元、27.69 亿元、47.87 亿元和 78.86 亿元，公司债务压力主要集中在 2024 年及以后，短期偿债压力

较小。

表 15：截至 2021 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2021.4~12	2022	2023	2024	2025 及以后
到期金额	50.55	27.69	47.87	78.86	643.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

备用流动性充足，公司或有负债风险可控且受限资产比例较低

公司与多家银行建立了良好的合作关系，截至 2021 年 3 月末，公司获得银行授信总额 1,168.91 亿元，已使用额度为 849.59 亿元，未使用额度为 319.32 亿元，备用流动性充足。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保金额 64.80 亿元，占同期末净资产的比重为 9.71%。被担保方为长沙市长东投资发展有限公司、长沙市城市建设投资开发集团有限公司、湖南磁浮交通发展股份有限公司和长沙长房地铁置业有限公司，均为长沙市的国有企业，或有风险相对可控。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计为 95.95 亿元，占同期末总资产的比重为 5.84%，其中受限的固定资产账面价值为 74.48 亿元，在建工程的账面价值为 21.37 亿元，货币资金 0.10 亿元。

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 4 月 12 日，公司银行信用记录良好，不存在未结清不良信贷记录和已结清不良信贷记录；未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。

外部支持

长沙市作为湖南省省会城市，2020 年经济和财政实力仍保持增长，现代产业发展向好，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源能力。

公司仍为长沙市唯一的城市轨道交通项目投资、建设、经营和管理主体，公司业务具有区域垄断性，区域地位重要。2020 年，公司继续得到长沙市及各级政府的大力支持，共获得政府补贴 22.77 亿元，包括计入营业收入的乘客票价补贴；同时，

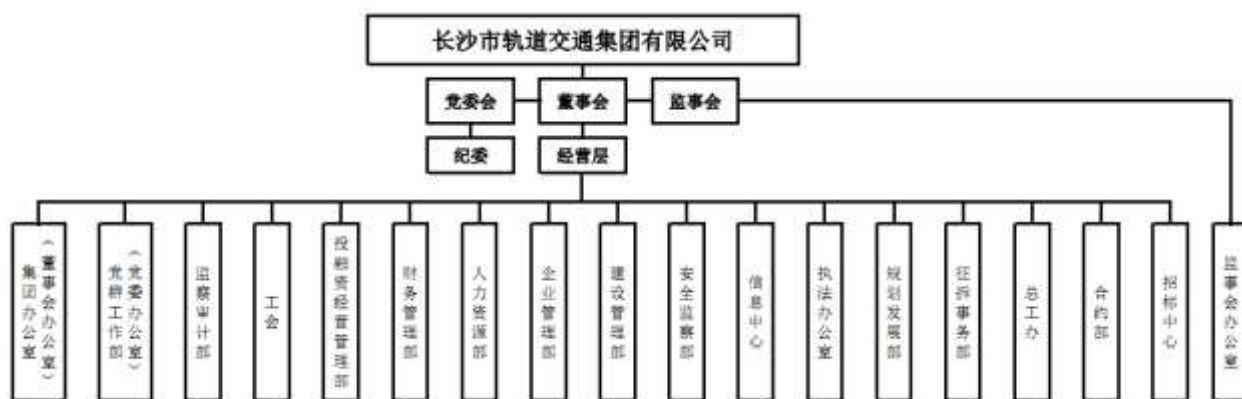
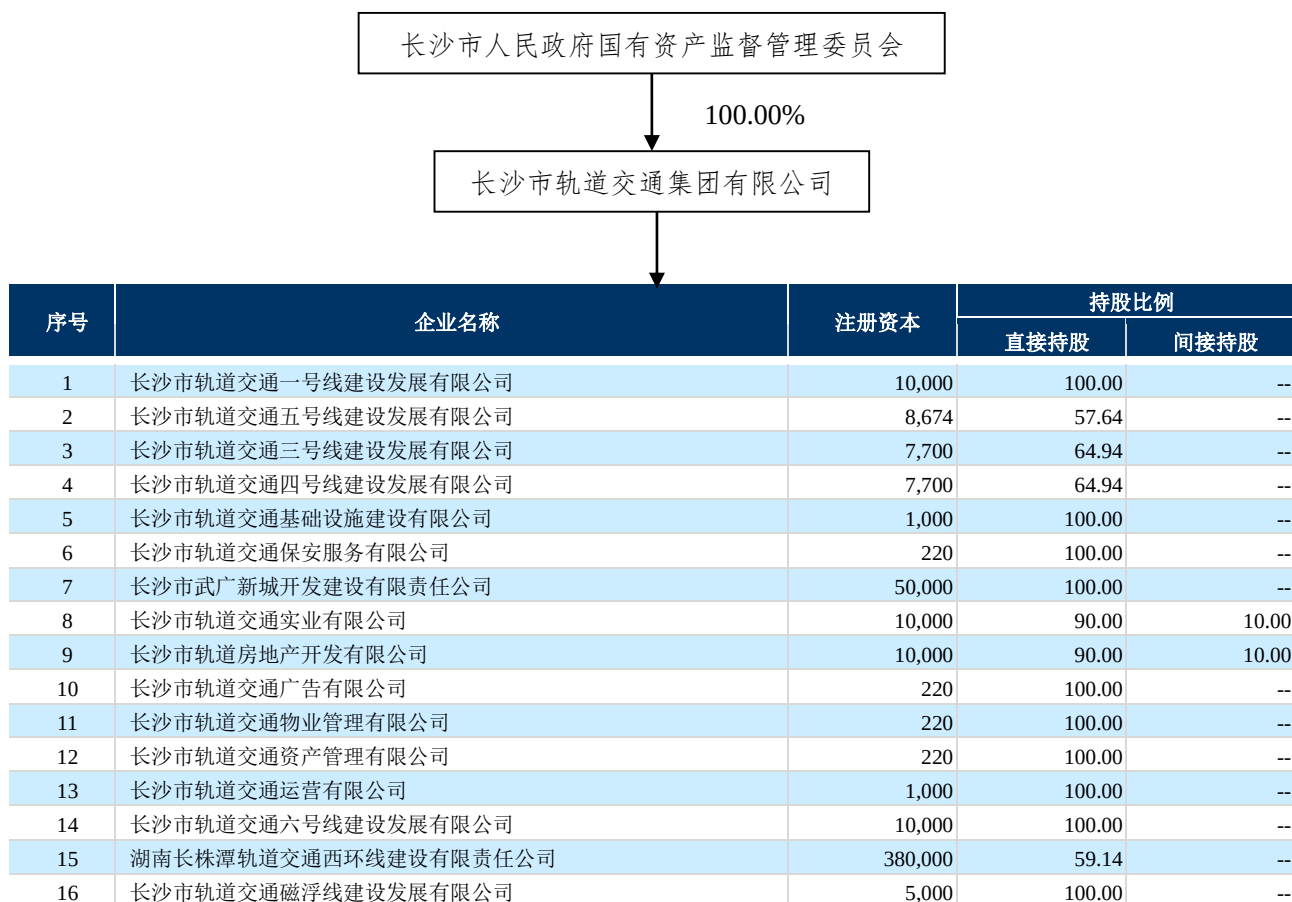
收到长沙市财政局拨付的项目资本金 41.42 亿元，计入了资本公积。

中诚信国际认为，鉴于长沙市极强的经济实力、公司在长沙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的大力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持长沙市轨道交通集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“13 长沙轨道债/PR 长轨交”、“15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01”、“15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02”、“15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：长沙市轨道交通集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：长沙市轨道交通集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	934,677.17	487,929.35	926,041.04	1,004,806.99
应收账款	813.97	5,695.96	26,071.06	26,461.46
其他应收款	522,461.38	600,561.26	850,330.34	710,608.29
存货	2,951,546.91	2,964,403.85	2,819,461.33	2,818,925.95
长期投资	104,670.86	468,969.40	515,271.04	613,271.04
在建工程	4,977,621.24	4,954,096.42	3,407,434.15	3,642,829.59
无形资产	1,780.37	1,570.04	1,353.65	1,366.02
总资产	12,474,358.90	14,080,461.63	16,120,669.70	16,424,275.74
其他应付款	198,471.02	204,234.65	294,525.63	318,465.26
短期债务	407,453.42	491,901.84	424,710.25	576,794.44
长期债务	5,285,947.90	5,970,144.97	7,433,902.30	7,698,352.84
总债务	5,693,401.33	6,462,046.80	7,858,612.55	8,275,147.28
总负债	6,782,346.09	7,793,008.89	9,418,730.83	9,749,385.83
费用化利息支出	81,575.25	135,650.26	203,003.03	--
资本化利息支出	215,337.90	190,053.47	154,699.36	--
实收资本	500,000.00	500,000.00	500,000.00	500,000.00
少数股东权益	300,906.64	307,763.40	433,100.00	433,099.88
所有者权益合计	5,692,012.81	6,287,452.75	6,701,938.87	6,674,889.91
营业总收入	385,940.01	180,385.67	375,577.80	26,872.22
经营性业务利润	24,618.69	11,121.34	-16,399.43	-86,051.15
投资收益	4,522.82	21,960.22	31,863.86	--
净利润	29,321.80	33,452.95	6,899.24	-85,994.42
EBIT	110,899.08	169,605.06	210,763.48	--
EBITDA	113,474.32	170,621.43	211,763.86	--
销售商品、提供劳务收到的现金	375,916.25	188,441.58	213,599.72	125,594.22
收到其他与经营活动有关的现金	173,277.96	92,571.17	128,297.60	50,602.36
购买商品、接受劳务支付的现金	32,111.00	63,439.66	51,714.27	16,393.71
支付其他与经营活动有关的现金	4,461.89	53,944.50	179,965.03	2,750.92
吸收投资收到的现金	--	7,763.40	125,336.60	--
资本支出	1,052,219.72	1,162,755.95	1,378,000.05	344,585.50
经营活动产生现金净流量	444,292.51	85,858.29	4,359.60	104,123.19
投资活动产生现金净流量	-1,076,648.04	-1,187,920.66	-1,319,982.69	-442,881.14
筹资活动产生现金净流量	709,155.77	655,314.55	1,753,734.78	417,523.89
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	0.44	51.31	29.02	-44.98
期间费用率(%)	27.34	87.60	61.20	255.11
应收类款项/总资产(%)	4.19	4.31	5.44	4.49
收现比(X)	0.97	1.04	0.57	4.67
总资产收益率(%)	0.91	1.28	1.40	--
资产负债率(%)	54.37	55.35	58.43	59.36
总资本化比率(%)	50.01	50.68	53.97	55.35
短期债务/总债务(X)	0.07	0.08	0.05	0.07
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.02	--
FFO 利息倍数(X)	0.37	0.44	0.50	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.50	0.26	0.01	--
总债务/EBITDA(X)	50.17	37.87	37.11	--
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.35	0.50	--
货币资金/短期债务(X)	2.29	0.99	2.18	1.74
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.38	0.52	0.59	--

注：1、中诚信国际根据公司 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司各期末长期应付款中的带息部分调至长期债务；3、公司 2021 年一季度财务报表未经审计，且公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料及利息支出数据，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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
	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”。

附四：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。