

2022 年第一期长沙市轨道交通集团有限公司

公司债券信用评级报告

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：胡 娟 jhu@ccxi.com.cn

张赛一 syzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 04 月 02 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，未受发行人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。

■ 本次信用评级结果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。

■ 本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 [2022]0972D 号

长沙市轨道交通集团有限公司：

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“2022 年第一期长沙市轨道交通集团有限公司公司债券”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

二零二二年四月二日

发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
长沙市轨道交通集团有限公司	计划发行额为 20 亿元，其中基础发行额为 10 亿元，弹性配售额为 10 亿元	10 年	单利按年计息，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	10 亿元拟用于长沙市轨道交通 6 号线及 7 号线工程项目建设，10 亿元拟用于补充营运资金

评级观点：中诚信国际评定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；评定“2022 年第一期长沙市轨道交通集团有限公司公司债券”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，公司业务具有区域垄断性、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，公司收入结构单一、受政策影响较大，经营性业务盈利能力较差、利润对财政补贴依赖度高等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	2021.9
总资产（亿元）	1,247.44	1,408.05	1,612.07	1,670.45
所有者权益合计（亿元）	569.20	628.75	670.19	685.03
总负债（亿元）	678.23	779.30	941.87	985.43
总债务（亿元）	569.34	646.20	785.86	836.49
营业总收入（亿元）	38.59	18.04	37.56	31.06
经营性业务利润（亿元）	2.46	1.12	-1.64	-15.98
净利润（亿元）	2.93	3.35	0.69	-15.89
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	29.40
收现比(X)	0.97	1.04	0.57	1.09
营业毛利率(%)	0.44	51.31	29.02	18.64
应收类款项/总资产(%)	4.19	4.31	5.44	5.04
资产负债率(%)	54.37	55.35	58.43	58.99
总资本化比率(%)	50.01	50.68	53.97	54.98
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 年三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 年三季度财务报表未经审计，且公司未提供 2021 年三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。**2019~2021 年，长沙市分别实现地区生产总值（GDP）11,574.22 亿元、12,142.52 亿元和 13,270.70 亿元，同比分别增长 8.1%、4.0%和 7.50%，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。

■ **业务具有区域垄断性，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。**公司自成立以来持续得到长沙市及各级政府在项目投融资、土地获取、财政补贴及资产注入等方面的大力支持，轨道交通项目建设资金来源较有保障。

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 9 月末，公司主要在建及拟建地铁项目尚需投资 615.67 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，主要靠公司自筹，债务规模呈持续扩张趋势，截至 2021 年 9 月末，公司总资本化比率已上升至 54.98%，未来财务杠杆水平或将持续上升。

■ **收入结构单一，受政策影响较大。**除地铁运营票价收入外，公司营业收入主要来源于土地出让业务和乘客票价补贴，收入结构单一，且土地出让业务受政府规划及土地市场的影响具有较大不确定性。

■ **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；经营性业务利润持续下降，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

发行人概况

长沙市轨道交通集团有限公司系 2007 年 11 月 29 日由长沙市人民政府批准，由长沙市轨道交通建设管理办公室和长沙市环线建设开发总公司共同出资成立。2009 年长沙市委、市政府批示，长沙市政府为公司出资人并授权长沙市财政局履行出资人职责，当年长沙市轨道交通建设管理办公室和长沙市环线建设开发总公司将所持股权转让予长沙市财政局。2019 年 7 月，长沙市委、市政府研究决定，公司股东由长沙市财政局变更为长沙市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“长沙市国资委”），持股比例为 100%。截至 2021 年 9 月末，公司注册资本及实收资本均为 50.00 亿元，公司股东为长沙市国资委，实际控制人为长沙市人民政府。

公司经营范围为轨道项目投资、建设、运营管理；土地一级整理、开发；市政基础设施的建设；建筑材料的销售等。

表 1：公司主要子公司

全称	简称
长沙市轨道交通置业发展有限公司 ¹	置业公司
长沙市武广新城开发建设有限责任公司	武广公司
长沙市轨道交通六号线建设发展有限公司	六号线公司
湖南长株潭轨道交通西环线建设有限责任公司	西环公司
长沙市轨道交通基础设施建设有限公司	基础设施公司
长沙市轨道交通运营有限公司	运营公司
长沙市轨道交通一号线建设发展有限公司	一号线公司

注：1、原名“长沙市轨道交通实业有限公司”，2021 年 11 月 5 日更名。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期债券计划发行额为 20.00 亿元，其中基础发行额为 10.00 亿元，弹性配售额为 10.00 亿元，发行期限为 10 年。本期债券采用单利按年付息，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。本期债券拟募集资金不超过 20.00 亿元，所筹资金 10.00 亿元拟用于长沙市轨道交通 6 号线及 7 号线工程项目建设，10.00 亿元拟用于补充营运资金。

根据长沙市住房和城乡建设委员会批复的工

程初步设计，长沙市轨道交通 6 号线工程项目总投资约 369.43 亿元，其中项目资本金比例为 40%，由长沙市财政预算安排，项目计划建设工期 5 年，计划 2022 年全线通车。截至 2021 年 9 月末，轨道交通 6 号线工程建设项目已投资 228.85 亿元，已到位资本金 39.33 亿元。

根据湖南省发展和改革委员会关于长沙市轨道交通 7 号线一期工程（云塘站-五里牌站）可行性研究报告的批复，长沙市轨道交通 7 号线工程估算总投资为 165.59 亿元，其中项目资本金比例为 40%，由长沙市财政预算安排。7 号线一期工程（云塘站-五里牌站）项目于 2021 年 12 月 24 日正式开工，全线分 3 个标段，施工合同已签。全线 16 个站点，已有 14 个站点进行了围挡施工，主要开展绿化迁移、交通疏解、管线迁改施工。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年中国经济持续修复，全年实现 8.1% 的同比增长，两年复合增速 5.2%，基本回归至潜在增速水平，受基数效应影响，全年经济增长呈现出显著的前高后低特征。展望 2022 年，虽然经济运行面临供给冲击、需求收缩和预期转弱三重压力，但考虑到政策稳增长力度加强，经济下行仍有“底”，预计全年增速或呈现前低后稳走势，但下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的力度和效果。

回顾 2021 年，经济运行基本遵循疫后修复的逻辑，低基数影响下一季度 GDP 同比大幅上升，二、三季度以来经济增速逐季回调。从生产端来看，工业生产总体保持较高增速但全年走势前高后低，疫情反复散发服务业生产增长较为缓慢。从需求端来看，投资、消费及出口呈现结构分化的特征。在投资内部，政策性因素影响的投资修复力度弱化、市场化因素驱动的投资修复有所加快，具体来看，基建投资增速总体保持低位运行，房地产投资在行业严调控以及局部风险释放拖累下增速持续回落，市场化程度较高的制造业投资成为投资增长的主

要贡献力量。居民消费受疫情反复拖累总体表现偏弱，两年复合增速仅有 3.9%。出口总体保持了一定韧性，2021 年全年出口累计同比增长 29.9%，对我国制造业投资修复起到了有力支撑。从价格端来看，CPI 与 PPI 经历了一轮走势分化过程，特别是供给冲击影响下 PPI 突破近年来新高，直至 11 月才出现回调拐点。总体看，供给冲击、需求收缩、预期转弱三重压力影响下 2021 年经济修复动能边际趋弱。

宏观风险：尽管经济持续修复，但 2022 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，全球主要经济体的货币政策转向收紧也会扰动我国金融市场运行与货币政策稳定，此外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，经济复苏仍然面临多重挑战。首先，疫情反复叠加严格的疫情防控政策，消费与生产之间的失衡或仍延续，潜在增速或在前期各种结构性政策的非预期性叠加影响下延续下行。其次，碳达峰、碳中和目标的长期约束或会对我国短期经济增长起到一定拖累作用，碳减排下的产业结构调整可能会导致行业分化加剧与行业尾部风险上升。再次，房地产行业风险暴露加速，降低经济增长的地产依赖进程中仍需警惕其风险的外溢与传导。第四，债务压力持续处于高位，债务风险依然是我国经济运行中必须直面的“灰犀牛”。

宏观政策：2021 年 12 月中央经济工作会议明确提出，“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”，这意味着 2022 年宏观经济政策总体将偏向稳增长。财政政策将在 2022 年更加注重效能，并着力于节奏前置和结构优化；货币政策将坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，适度宽货币、宽信用，推动稳增长政策效果尽早显现。随着短期结构性政策约束的边际缓解，宏观政策将对绿色低碳、创新驱动等长期增长要素延续扶持力度，经济增长的新旧动能转换或有所加速。

宏观展望：2022 年宏观经济增速或将持平于潜

在增速。从全年经济增速水平来看，2022 年中国经济增长中枢将显著低于 2021 年。随着财政前置落地以及宽信用政策效果的持续显现，2022 年各季度增速或将整体呈现前低后稳的态势，其中下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的力度和效果。

中诚信国际认为，2022 年政策性因素对经济的支撑将持续显现，市场性因素的修复也有望保持稳定或改善，经济修复态势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”以及房地产等领域的风险释放。中长期看，中国内需释放的潜力依然巨大，能源结构转型也将带来新的投资机会，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

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、电费等）、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。

长沙市经济持续增长，产业发展向好；财政实力较强，政府债务压力总体可控

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。2020 年末，长沙市常住人口为 1,006.08 万人。

经济发展水平：近年来，长沙市经济持续增长，且增速高于湖南省和全国平均水平，但近年来增速有所下滑。2019~2021 年，长沙市分别实现地区生产总值（GDP）11,574.22 亿元、12,142.52 亿元和 13,270.70 亿元，同比分别增长 8.1%、4.0%和 7.50%。2021 年第一产业实现增加值 425.56 亿元，增长 9.1%；第二产业实现增加值 5,251.30 亿元，增长 5.2%；第三产业实现增加值 7,593.85 亿元，增长 8.9%。长沙市形成了智能装备制造、电子信息、新材料、生物制药、食品等主要产业，现代产业发展向好，规模以上工业增加值增速位居全国省会城市前列。长沙建有长沙南站、长沙站、长沙西站（在建）、黄花机场等，拥有便利的区域交通条件。国家及湖南省出台多项政策推动长株潭一体化，持续利好长沙市经济社会发展。

财政及债务水平：近年来长沙市一般公共预算收入稳步增长，2019~2021 分别实现 950.23 亿元、1,100.09 亿元和 1,188.31 亿元。同期，长沙市财政平衡率分别为 68.38%、74.32%和 77.00%，近三年

财政自给情况持续改善。2019~2021 年，长沙市分别实现政府性基金收入 821.49 亿元、1,093.41 亿元和 1,120 亿元¹，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 2021 年末，长沙市政府债务余额为 2,554.82 亿元，市本级政府债务余额为 1,297.70 亿元，政府债务压力总体可控。

表 2：2021 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	17,716.76	12.20	1,578.65
长沙市	13,270.70	7.50	1,188.31
郑州市	12,691.02	4.70	1,223.63
合肥市	11,412.80	9.20	844.20
南昌市	6,650.53	8.70	484.80

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。

业务运营

公司系长沙市唯一的轨道交通建设和运营主体，轨道交通项目属省市重大城市基建及民生项目，业务具有区域垄断性。土地出让、地铁租赁、地铁运营的票价及乘客票价补贴为公司主要收入

来源。2019 年以来公司增加了乘客票价补贴收入，系根据长沙市轨道交通乘客票价补贴政策要求所确认的收入。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~9
土地出让	29.72	0.16	14.93	13.06
地铁运营	5.30	6.43	6.53	6.65
乘客票价补贴	0.00	8.58	10.89	8.17
地铁租赁	1.76	1.82	1.39	1.12
其他业务	1.81	1.05	3.83	2.06
营业总收入	38.59	18.04	37.56	31.06
占比	2018	2019	2020	2021.1~9
土地出让	77.01	0.89	39.74	42.05
地铁运营	13.73	35.64	17.38	21.42
乘客票价补贴	0.00	47.56	29.00	26.29
地铁租赁	4.56	10.09	3.69	3.61
其他业务	4.69	5.82	10.20	6.64
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

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

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，目前公司正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 4：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
	5 号线一期	蟠龙路~时代大道	22.70	156.63	2014~2018
2017 年/第三期	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

¹ 该数据小数位以资料来源为准，不做取舍。

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 9 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 5：截至 2021 年 9 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	开福区政府站~尚双塘站	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	2022 年投资计划
6 号线	2016	谢家桥站~黄花机场	48.11	369.43	228.85	81.94
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	33.35	28.00
1 号线北延一期	2020	彩霞路站~开福区政府站（不含）	9.84	61.11	7.09	15.00
2 号线西延二期	2020	长沙西站~梅溪湖西站	13.82	120.00	1.59	25.00
在建合计	--	--	89.06	646.42	270.88	149.94
总计	--	--	232.41	1,602.39	1,049.15	--

注：1、长株潭城际轨道交通西环线一期项目依据为《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 9 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 646.42 亿元，其中资本金 255.00 亿元；截至 2021 年 9 月末，已累计到位资本金 80.90 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、长沙磁浮东延线接入 T3 航站楼工程和轨道交通 7 号线一期工程，计划投资合计 240.13 亿元。

表 6：截至 2021 年 9 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	32.12
完工项目合计		955.97	352.57	250.09
在建	6 号线	369.43	147.77	39.33
在建	长株潭城际轨道交通西环线一期	95.88	38.00	36.11
在建	1 号线北延一期	61.11	23.23	3.51
在建	2 号线西延二期	120.00	46.00	1.95
在建项目合计		646.42	255.00	80.90

合计	1,602.39	607.57	330.99
----	----------	--------	--------

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，目前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。

长沙市政府从土地出让收入中统筹的轨道交通发展专项资金、区县分摊资金、政府债券资金等为公司轨道交通项目建设提供了有力支撑；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

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。公司逐年按土地开发成本确认土地出让收入，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，公司划拨地账面价值为 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 9 月末，武广公司已累计完成投资 265.22 亿元。

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 7：截至 2021 年 9 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	265.22	已获得土地证	4,712.35	344.56	14.53
河西先导区	雷锋镇境内 1,150 亩，含浦镇境内 2,500 亩，坪塘镇境内 1,000 亩	4,650	--	--	仅市政府批复文件	未评估	--	--
苏托垸片区	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、环城西线、袁家岭安置小	4,000	--	--	仅市政府批复文件	未评估	--	--

区以西，黄桥大道 两厢							
----------------	--	--	--	--	--	--	--

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²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 8：近年来主要来源于政府的资金情况（亿元）

分类	2018	2019	2020	2021.1~9
项目资本金				
区县分摊	34.30	27.72	32.71	37.89
政府债券资金	13.86	0.00	28.20	5.30
城区骨干路网资金	2.40	0.00	0.00	0.00
政府补贴	--	13.77	11.88	0.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司地铁运营业务持续亏损，主要依靠乘客票价补贴弥补亏损；2019年公司轨道交通项目财政补贴机制由运营补亏调整为市场化的乘客票价补贴

公司地铁运营业务由子公司运营公司负责。截至2021年9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。

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 9：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年及2021年1~9月，地铁运营收入分别为5.30亿元、6.43亿元、6.53亿元和6.65亿元。

表 10：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	2021.1~9
客流量	41.11	47.17	39.95	52.67
票务收入	3.50	3.83	2.71	2.42
运营里程	404.56	404.66	404.50	339.03
1 号线	2018	2019	2020	2021.1~9
客流量	26.56	31.17	21.14	36.24
票务收入	1.80	2.12	1.65	1.42
运营里程	256.68	267.71	272.09	230.66
4 号线一期	2019	2020	2021.1~9	
客流量	21.82	20.26	30.60	
票务收入	0.84	1.10	1.16	
运营里程	205.00	358.56	301.88	
3 号线一期	2020.6~12	2021.1~9		
客流量	19.59	22.54		
票务收入	0.71	1.08		
运营里程	181.26	288.81		
5 号线一期	2020.6~12	2021.1~9		
客流量	14.44	16.87		
票务收入	0.35	0.57		
运营里程	114.33	178.08		

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，

出让收入，不列入轨道交通发展专项资金统筹基数。

² 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

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置业公司运作。2019 年置业公司新增站点沿线土地开发投资 1.33 亿元；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 11：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	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	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	未出让土地
南门口棚改项目	南门口东南角	24.00	9.90	6.63	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；桂花坪站地下空间项目暂未确定是否开发。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 12：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

战略规划及管理

公司将在轨道交通投融资、建设、综合运营等职能基础上加快转型发展

公司系长沙市唯一的城市轨道交通建设和运营主体，公司将围绕职能定位继续承担长沙市轨道交通项目的投资、建设、经营以及管理工作，同时在政府支持下加快转型发展。“十四五”期间，公司将坚持“以人民为中心”，构建以轨道交通为核心的城市公共交通体系，构建以线网运营为核心、项目建设和经营开发为支撑的“一体两翼”发展格局，致力于成为国内一流的城市公共交通综合运营服务商，努力打造集民生服务、城市建设、城市运营为一体的国内一流轨道交通企业。

公司将在长沙市轨道交通规划指导下推进轨道交通项目建设，保障轨道交通项目建设。公司规划在新建轨道项目中采用 PPP，对存量项目采用 TOT、委托运营、股权合作等方式与社会资本合作，加快推进项目建设。公司规划在政府支持下通过注入优质国有企业股权、土地资产及其他具备经营条件的资产等方式做大资产规模，增强资本实力，且长沙市政府已于 2019 年将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”）49%股权无偿划转至公司。公司规划进一步规范投融资方

式，推动地方政府专项债券等融资方式的落实，依法依规开展政府层面融资。

法人治理结构相对完善，公司业务受长沙市政府影响较大

公司已建立了由出资人、董事会、监事会和经理层组成的相对健全的法人治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。公司项目建设资金需求量大，建立了资金支付管理制度，确保资金安全、及时支付。公司对子公司管控能力较强，但在公司实际运作过程中，长沙市国资委是其唯一股东、长沙市政府是公司实际控制人，对公司治理结构稳健性、投融资产业布局、未来发展战略等方面形成较大影响。

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 年三季度财务报表。其中分析时 2018~2020 年及 2021 年三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

2019 年政府补贴方式的改变使得公司营业毛利率大幅提升，但主营业务盈利能力仍较弱，且期间费用规模较大，对公司利润形成一定侵蚀，利润较为依赖政府补贴

公司作为长沙市唯一的城市轨道交通项目主体，地铁运营是其主要收入来源，土地出让及地铁租赁为公司的轨道交通建设提供了一定的资金支持。公司土地出让业务受政府规划及土地市场的影响具有较大不确定性，近年来波动较大；地铁租赁能为公司带来稳定的资金支持，但规模不大；地铁运营是公司最主要且最为稳定的收入来源，但基于轨道交通业务的特殊性，公司地铁运营处于持续亏损状态，弥补亏损主要依赖政府补贴。自 2019 年起，乘客票价补贴根据长沙市轨道交通乘客票价补贴政策确认为主营业务收入，有效的弥补了运营亏损。2021 年 1~9 月，公司营业总收入为 31.06 亿元，主要是地铁运营收入、土地出让收入和乘客票价补贴。

营业毛利率方面，公司土地出让按成本确认收入，故毛利率为零，对营业毛利率无影响；地铁租赁业务虽毛利率较高，但由于规模较小，对营业毛利率影响不大；地铁运营业务持续处于亏损状态，毛利率为负。2019 年以来受政府补贴政策的变化影响，新增乘客票价补贴规模较大，公司营业毛利率大幅提高；2020 年，受新冠肺炎疫情冲击，地铁运营业务毛利率大幅下滑，公司营业毛利率随之有所下滑。未来随着线路的陆续建成并投入运营，长沙市地铁“网络效应”逐渐显现，地铁运营收入有望稳步提升。

表 13：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2018	2019	2020	2021.1~9
土地出让	0.00	0.00	0.00	0.00
地铁运营	-30.76	-24.11	-59.09	-79.13
乘客票价补贴	--	100.00	100.00	100.00
地铁租赁	85.80	87.36	85.13	94.35
其他收入	15.47	60.95	70.12	88.80
营业毛利率	0.44	51.31	29.02	18.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用以财务费用为主，近年来财务费用占期间费用的比重均在 80%左右，2019 年以来公司财务费用大幅增加，主要系公司债务规模扩张，同时地铁 4、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。公司管理费用整体呈逐年上升的趋势，主要是为应对地铁线路开通运营及集团内部管理提升，加大了人员招聘和内部管理投入，未来随着新增地铁线路的开通运营，管理费用或将进一步上升。整体来看，公司期间费用规模较大，但受营业总收入波动影响，公司期间费用收入占比指标或存在较大波动。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。

因公司地铁运营收入规模较小且利润水平很低，长沙市政府以各种补贴的形式弥补公司日常运营成本，政府补助是公司利润总额的重要来源。2019 年起，根据长沙市轨道交通乘客票价补贴政策要求，公司将乘客票价补贴计入主营业务收入，将与运营相关的成本费用补贴作为营运补贴计入其他收益，2020 年，公司乘客票价补贴和其他收益分别为 10.89 亿元和 11.88 亿元。2019 年公司经营性业务利润降幅较大，主要是财务费用增加，对利润侵蚀较大，2020 年仍保持下降趋势，主要是受新冠肺炎疫情影响。此外，投资收益是公司利润总额的重要补充，主要为权益法核算下确认的对长沙国投投资损益。2021 年 1~9 月，公司利润总额为-15.89 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。

近年来，公司收现比指标呈现波动态势，2020 年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，2021 年 1~9 月，公司收现比指标有所回升。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~9
营业总收入	38.59	18.04	37.56	31.06
其中：乘客票价补贴	0.00	8.58	10.89	8.17
期间费用合计	10.55	15.80	22.99	20.09

其中：财务费用	8.04	12.89	20.09	18.03
期间费用率(%)	27.34	87.60	61.20	64.67
经营性业务利润	2.46	1.11	-1.64	-15.98
其他收益	13.77	9.02	11.88	0.10
投资收益	0.45	2.20	3.19	0.00
利润总额	2.93	3.40	0.78	-15.89
收现比(X)	0.97	1.04	0.57	1.09

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

地铁线路及划拨土地是公司主要资产构成，公司资产流动性偏弱，持有的长沙国投股权每年贡献一定规模投资收益；项目建设资金需求量大，需关注长沙市财政局拨付项目资本金到位情况及公司的融资压力

随着地铁建设项目的持续推进及政府资本性投入，公司资产呈快速增长趋势。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，近年来非流动资产占总资产的比重均维持在 60%以上。

公司非流动资产主要由在建工程和固定资产构成。其中，在建工程主要为在建的轨道交通项目和武广片区土地开发及配套项目等；固定资产则主要系由在建工程转入的已竣工决算的轨道交通及配套项目资产等，2019 年末和 2020 年末固定资产大幅增长，分别系 4 号线一期工程和 3、5 号线一期工程竣工通车，其线路固定资产由在建工程转入固定资产所致。

近年来，公司资本实力持续增强。资本公积的增长主要来源于长沙市政府无偿划转的国有企业股权和长沙市财政局下拨的项目资本金，2019 年，长沙市政府无偿划转长沙国投 49%的股权，增加资本公积 33.88 亿元；2019~2020 年及 2021 年 1~9 月，公司收到长沙市财政局拨付的项目资本金分别为 21.81 亿元、41.42 亿元和 30.96 亿元。2018~2020 年，长沙市政府收回土地使用权的账面价值分别为 25.20 亿元、0.07 亿元和 13.12 亿元，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。

轨道交通建设资金需求量大，资金来源于政府拨付的项目资本金及公司自筹。近年来，公司负债总额呈快速扩张态势，公司负债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 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 58.99%和 54.98%，均较 2020 年末小幅上升。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，近年来短期债务/总债务略有波动。公司作为长沙市轨道交通项目建设的唯一主体，在建及拟建地铁线路投资规模较大，项目建设资金需求大，未来财务杠杆水平或将有所提升，未来需关注长沙市财政局拨付的项目资本金到位情况及公司的融资压力。

公司资产主要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 9 月末，公司应收类款项余额 84.13 亿元，主要是其他应收款 80.11 亿元，应收类款项余额占当期总资产的 5.04%，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 40.97 亿元、长沙轨道万科置业有限公司 10.33 亿元、长沙长房地铁置业有限公司 4.28 亿元、长沙市财政局 3.65 亿元、长沙轨道中建信和置业有限公司 2.22 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 15：近年来公司资本结构及资产质量相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	93.47	48.79	92.60	86.65
存货	295.15	296.44	281.95	281.64
固定资产	284.93	439.87	735.82	736.64

在建工程	497.76	495.41	340.74	390.95
总资产	1,247.44	1,408.05	1,612.07	1,670.45
实收资本	50.00	50.00	50.00	50.00
资本公积	418.72	474.22	502.81	533.34
未分配利润	70.28	73.00	72.82	56.75
少数股东权益	30.09	30.78	43.31	43.61
所有者权益合计	569.20	628.75	670.19	685.03
总债务	569.34	646.20	785.86	836.49
非流动资产/总资产(%)	64.63	71.12	71.30	72.88
应收类款项/总资产(%)	4.19	4.31	5.44	5.04
短期债务/总债务(X)	0.07	0.08	0.05	0.06
资产负债率(%)	54.37	55.35	58.43	58.99
总资本化比率(%)	50.01	50.68	53.97	54.98

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

项目投资支出规模较大，投资缺口主要依赖筹资活动弥补；偿债指标表现不佳，但债务结构相对合理，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。2019 年公司经营活动现金净流入规模大幅下降，主要是土地出让资金回款规模的下降；2020 年公司经营活动现金净流入规模进一步下降主要系往来款项支出规模增加所致；2021 年 1~9 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，筹资活动现金流主要包括银行贷款、融资租赁、理财融资款、债券融资、长沙市财政局财政拨款及部分往来款。实际上，政府拨付的项目资本金及债券资金无法完全满足长沙市轨道交通建设的巨大投资支出，外部融资是弥补资金缺口的主要来源。预计未来一段时期，债务融资仍将为公司地铁建设资金的主要来源。

因公司债务规模较大，EBITDA 和经营活动净现金流均无法覆盖债务本息，且覆盖能力有待加强。公司短期债务规模较小且货币资金较为充足，

各期末货币资金基本能覆盖短期债务，公司短期偿债压力可控。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.9
经营活动净现金流	44.43	8.59	0.44	29.40
投资活动净现金流	-107.66	-118.79	-132.00	-88.88
筹资活动净现金流	70.92	65.53	175.37	53.52
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	1.86

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，截至 2021 年末，2022~2024 年，公司到期债务规模分别为 53.90 亿元、48.08 亿元、84.57 亿元和 33.08 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 17：截至 2021 年末公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2022	2023	2024	2025	2026 及以后
到期金额	53.90	48.08	84.57	33.08	652.89

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 9 月末，公司获得银行授信总额 1,206.58 亿元，已使用额度为 865.50 亿元，未使用额度为 341.08 亿元，备用流动性充足。

截至 2021 年 9 月末，公司对外担保金额 58.20 亿元，占同期末净资产的比重为 8.50%。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 9 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 5.74%，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 12 月 09 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。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

支持能力

资源投入及协调能力：长沙市作为湖南省省会城市，近年来经济实力持续增长，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。

支持意愿

区域垄断性及地位重要性：公司是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。

历史支持记录：从历史获得支持情况来看，公司自成立以来持续得到长沙市及各区政府的大力支持，轨道交通项目建设资金来源较有保障。

城市轨道交通建设方面，长沙市政府将根据公司各条轨道交通线路建设进度情况，从土地出让收入中统筹的轨道交通发展专项资金、区县分摊资金、政府债券资金等途径解决项目资金缺口问题，支持轨道交通项目建设。此外，长沙市政府授予公司长沙市所有地下空间资源统一经营控制权和地铁沿线部分棚户区改造项目开发权，并明确相关土地收益及市本级的税费将全部归公司所有。

政府补贴方面，长沙轨道交通运营票价相对较低、票务收入无法覆盖运维成本，长沙市政府暂对轨道交通运营亏损给予补贴，待轨道运营形成线网且运营较为稳定后，再专题报请市政府明确轨道交通运营补贴机制相关事项。长沙轨道于每年年初提供上一年度轨道交通运营财务报表、收入与支出数据构成及分析等相关资料，由市财政审核后，报市政府确认上年度补贴额度。2019 年公司轨道交通项

目财政补贴机制由运营补亏调整为市场化的乘客票价补贴，并将该部分补贴计入营业收入。

表 18：2018~2020 年及 2021 年 1~9 月政府补助情况

时间	金额（亿元）
2018 年	13.77
2019 年	17.60
2020 年	22.77
2021 年 1~9 月	8.26
合计	62.40

注：包括其他收益和计入营业收入中的乘客票价补贴。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产注入方面，2019 年长沙市国资委将长沙市国有资本运营投资集团有限公司 49% 股权无偿划入公司。

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

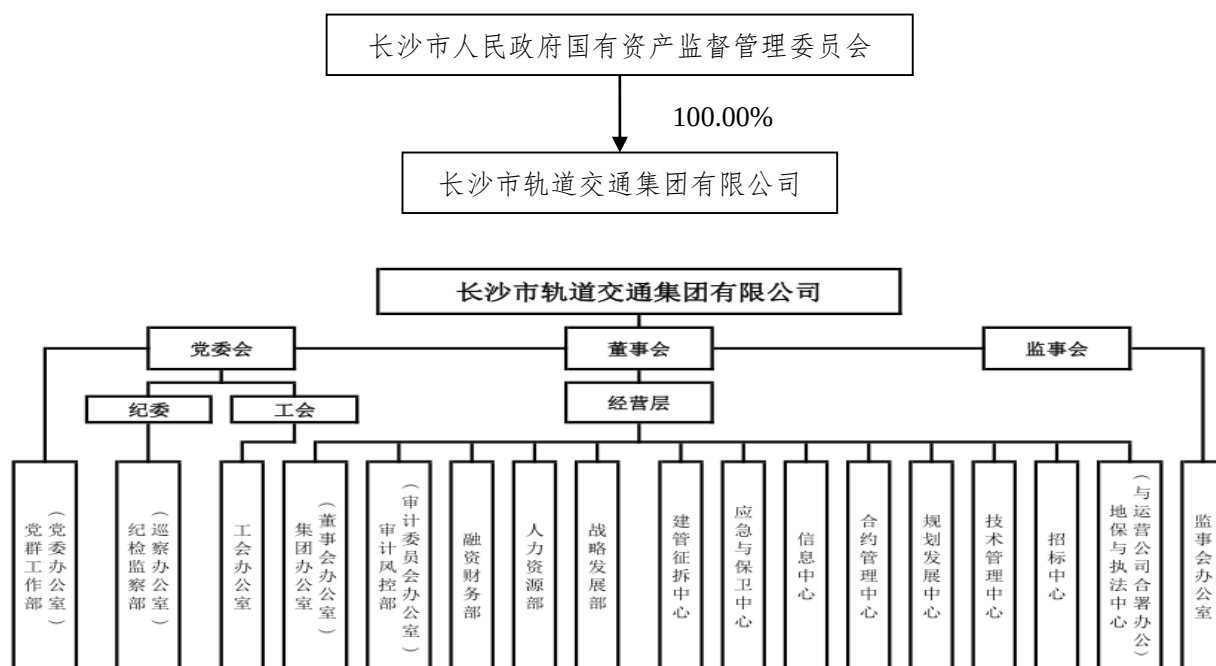
综上所述，中诚信国际评定长沙市轨道交通集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2022 年第一期长沙市轨道交通集团有限公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于 2022 年第一期长沙市轨道交通集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期债券的存续期内对其每年进行跟踪评级。

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人公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行人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，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

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 9 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	2021.9
货币资金	934,677.17	487,929.35	926,041.04	866,482.57
应收账款	813.97	5,695.96	26,071.06	40,207.88
其他应收款	522,461.38	600,561.26	850,330.34	801,102.06
存货	2,951,546.91	2,964,403.85	2,819,461.33	2,816,406.35
长期投资	104,670.86	468,969.40	515,271.04	633,984.23
在建工程	4,977,621.24	4,954,096.42	3,407,434.15	3,909,520.82
无形资产	1,780.37	1,570.04	1,353.65	3,584.11
总资产	12,474,358.90	14,080,461.63	16,120,669.70	16,704,522.18
其他应付款	198,471.02	204,234.65	294,525.63	299,756.81
短期债务	407,453.42	491,901.84	424,710.25	465,709.48
长期债务	5,285,947.90	5,970,144.97	7,433,902.30	7,899,210.12
总债务	5,693,401.33	6,462,046.80	7,858,612.55	8,364,919.60
总负债	6,782,346.09	7,793,008.89	9,418,730.83	9,854,260.17
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	436,099.59
所有者权益合计	5,692,012.81	6,287,452.75	6,701,938.87	6,850,262.01
营业总收入	385,940.01	180,385.67	375,577.80	310,631.00
经营性业务利润	24,618.69	11,121.34	-16,399.43	-159,760.07
投资收益	4,522.82	21,960.22	31,863.86	13.19
净利润	29,321.80	33,452.95	6,899.24	-158,894.46
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	337,757.96
收到其他与经营活动有关的现金	173,277.96	92,571.17	128,297.60	124,842.72
购买商品、接受劳务支付的现金	32,111.00	63,439.66	51,714.27	47,265.73
支付其他与经营活动有关的现金	4,461.89	53,944.50	179,965.03	9,190.78
吸收投资收到的现金	--	7,763.40	125,336.60	3,000.00
资本支出	1,052,219.72	1,162,755.95	1,378,000.05	720,402.63
经营活动产生现金净流量	444,292.51	85,858.29	4,359.60	294,043.82
投资活动产生现金净流量	-1,076,648.04	-1,187,920.66	-1,319,982.69	-888,805.75
筹资活动产生现金净流量	709,155.77	655,314.55	1,753,734.78	535,203.46
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率(%)	0.44	51.31	29.02	18.64
期间费用率(%)	27.34	87.60	61.20	64.67
应收类款项/总资产(%)	4.19	4.31	5.44	5.04
收现比(X)	0.97	1.04	0.57	1.09
总资产收益率(%)	0.91	1.28	1.40	--
资产负债率(%)	54.37	55.35	58.43	58.99
总资本化比率(%)	50.01	50.68	53.97	54.98
短期债务/总债务(X)	0.07	0.08	0.05	0.06
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	1.86
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 年三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 年三季度财务报表未经审计，且公司未提供 2021 年三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)
偿债能力	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。