



信用等级通知书

信评委函字[2016]Y0057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“2016年第一期武汉地铁集团有限公司可续期公司债券”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；“2016年第一期武汉地铁集团有限公司可续期公司债券”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

二零一六年九月三十日

2016 年第一期武汉地铁集团有限公司 可续期公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	武汉地铁集团有限公司
发行规模	20亿元
债券期限	以每3个计息年度为1个重定价周期，在每个重定价周期末附发行人续期选择权，公司有权选择将本期债券期限延长1个重定价周期，或选择全额兑付本期债券
债券利率	本期债券采用浮动利率形式
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。附设发行人延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制

概况数据

武汉地铁	2013	2014	2015	2016.3
所有者权益（亿元）	284.23	372.19	511.02	581.50
总资产（亿元）	860.26	1,184.93	1,520.86	1,637.96
总债务（亿元）	517.91	750.08	919.78	961.88
营业总收入（亿元）	26.09	24.04	31.23	4.28
营业毛利率（%）	34.27	24.36	18.89	-0.94
EBITDA（亿元）	10.21	13.28	13.09	-
所有者权益收益率（%）	4.22	3.01	1.95	-
资产负债率（%）	66.96	68.59	66.40	64.50
总债务/EBITDA（X）	50.70	56.49	70.26	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.34	0.35	0.28	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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“2016 年第一期武汉地铁集团有限公司可续期公司债券”信用等级为 AAA，该级别反映了本次债券的信用质量极高，信用风险极低。


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”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体武汉地铁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。中诚信证评肯定了区域经济发展良好、武汉市政府对公司的大力支持、地铁客流量和票款收入大幅增长以及物业租赁业务未来发展潜力较大等因素对公司业务发展及信用水平的支持作用；同时中诚信证评也关注到公司资本支出压力较大、地铁票价市场化程度较低、土地政策变化带来的风险以及面临一定偿债压力等因素对公司未来整体信用状况的影响。

正面

- 区域经济发展良好。近年来武汉市经济平稳增长，财政实力不断增强，交通基础设施投入较大，为公司业务运营提供良好的外部经济条件。
- 武汉市政府对公司大力支持。公司是武汉市轨道交通投资建设的唯一主体，政府授权公司进行土地开发整理，未来土地开发收益将为公司地铁项目提供资金支持。此外，自 2013 年开始，武汉市财政将通过多种渠道每年筹集不少于 30 亿元的资金用于充实轨道交通项目资本金。
- 公司客流量和票款收入大幅增长。随着地铁四号线（含一期和二期）开通运营，武汉地铁“网络效应”逐渐显现，带动客流量大幅攀升，2015 年公司客流量和票款收入均较 2014 年大幅增长。未来随着 6 号线一期、机场线等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。

分析师

张和 hzhang@ccxr.com.cn



夏敏 mxia@ccxr.com.cn



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年9月30日



- 公司物业租赁业务未来发展潜力较大。公司在地铁线路沿线和站点周边进行物业项目开发，根据公司规模，至 2020 年，公司地铁沿线物业项目建筑面积将达到 2,160 万平方米左右，具有较大的升值空间和发展潜力。

关注

- 资本支出压力较大。公司 2016~2018 年计划投资约 1,000 亿元左右，较大的资本支出将给公司的资金周转带来较大压力。
- 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。土地资源开发受国家宏观政策特别是房地产政策的影响较大，公司土地开发业务面临土地政策变化带来的风险。
- 面临一定偿债压力。近年来公司总债务规模增长较快，截至 2015 年末，公司总债务为 919.78 亿元，2015 年相关偿债指标有所弱化，面临一定偿债压力。

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，初始注册资本 5,000.00 万元，主要负责武汉市轨道交通的建设、运营和管理。2012 年 1 月，经武汉市人民政府同意，公司通过增资扩股方式引入 40 亿元股权投资，投资方方正东亚信托有限责任公司（以下简称“方正东亚信托”）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，届时武汉市国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）将回购该部分股权。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，增资后公司注册资本和实收资本为 88 亿元，武汉市国资委、国开发展基金、华能贵诚信托和方正东亚信托持股比例分别为 80.22%、11.94%、6.86% 和 0.98%。武汉市国资委为公司实际控制人。

截至 2015 年末，公司总资产 1,520.86 亿元，所有者权益 511.02 亿元，资产负债率为 66.40%；2015 年，公司实现营业总收入 31.23 亿元，净利润 8.60 亿元，经营活动净现金流 1.63 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司总资产 1,637.96 亿元，所有者权益 581.50 亿元，资产负债率 64.50%；2016 年一季度，公司实现营业总收入 4.28 亿元，净利润-0.16 亿元，经营活动净现金流-2.72 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	2016 年第一期武汉地铁集团有限公司可续期公司债券
发行总额	20 亿元
债券期限	以每 3 个计息年度为 1 个重定价周期，在每个重定价周期末附发行人续期选择权，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个重定价周期，或选择全额兑付本期债券
债券利率	本期债券采用浮动利率形式
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。附设发行人延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制
募集资金用途	用于武汉市轨道交通 6 号线一期工程项目和补充营运资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

轨道交通属于城市公共交通业，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 2015 年末，我国累计有 25 座城市开通运营轨道交通路线，运营里程达 3,286.51 公里，车站 2,257 座。2015 年中国城市轨道交通新增运营里程 334.68 公里，车站 259 座，新增运营线路共计 20 条；新增青岛、淮安、南昌 3 座运营城市。

国家发改委、交通运输部于 2016 年 3 月发布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》提出，将加大力度推进国家已批复规划的城市轨道交通项目实施，完善北京、上海、广州等超大城市和大城市中心城区轨道交通建设，构建多层次、多模式、一体化的城市轨道交通系统。“十三五”时期是交通基础设施重大工程建设的重要阶段，2016~2018 年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目 303 项，涉及项目总投资约 4.7 万亿元，其中 2016 年项目 131 个，投资约 2.1 万亿

元；2017 年项目 92 个，投资约 1.3 万亿元；2018 年项目 80 个，投资约 1.3 万亿元。城市轨道交通方面，加强规划建设管理，有序推进城市轨道交通建设，逐步优化大城市轨道交通结构，重点推进 103 个项目前期工作，新建城市轨道交通 2,000 公里以上，涉及投资约 1.6 万亿元。

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，随着在建、拟建线路的建成运营，“十三五”期间轨道交通将在城市客运系统中发挥更加重要的作用。

轨道交通是典型的资本密集型产业，建设周期长，一次性投资大。国外经验表明，设备的购置、安装等费用约占轨道交通总投资的 40~50%。1999 年以前，我国轨道交通设备主要依靠进口，进口设备价格昂贵，导致建设成本居高不下。国务院办公厅于 1999 年 2 月转发的原国家计委《关于城市轨道交通设备国产化的实施意见》提出，“城市轨道交通项目，无论使用何种建设资金，其全部轨道车辆和机电设备的平均国产化率要确保不低于 70%”。自此，我国轨道交通技术设备国产化水平不断提高，有的在建线路国产化率甚至超过了 80%。按照 2012 年 9 月国家发改委新批准的 23 个城市轨道交通项目估算，城市轨道平均每公里造价为 3.23 亿元，相比 20 世纪 90 年代建成的 3 条线路平均每公里造价 6~8 亿元已有大幅下降。尽管国产化的实施使得轨道交通项目建设成本大幅下降，但总体来看，轨道交通仍然是城市基础设施建设中投资规模最大的工程，而上述建设成本通常最终沦为沉没成本。除建设成本外，轨道交通项目还面临高昂的运营费用，包括电力供应、车辆维修、设备维护、人员工资等。

轨道交通作为城市客运系统的重要组成部分，具有准公共产品的特征，是政府提供给居民的一种出行方式，其社会效益往往大于经济效益。另一方面，轨道交通具备较强的网络效应，单一线路通常缺乏吸引，随着交通线网的形成，客运规模呈现加速增长的态势。而我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，除上海、北京、广州、深圳外，其他城市建成的线路只有 1 条或 2 条。单线独立运营的局面很大程度上制约了运载能力的释放，票款收

入远不能覆盖运营费用。

轨道交通项目投入运营后，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，实现收益弥补运营业务亏损。

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

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

目前轨道交通建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、市区共建的模式。在项目资本金的筹集上，由市、区两级政府投入资本金，将地铁建设与沿线土地开发结合，与各区经济发展结合起来；同时也在逐步尝试轨道交通项目的市场化运作，改变项目由政府独家运作的模式，广泛吸引国内外企业投资建设，充分发挥企业的积极性，由企业与企业共同筹集资本金，对规划线路实行产权清晰的项目公司运作，不断规范投资、建设、监管和运营。同时，在进行市场化运作过程中，企业可以与政府采用 PPP 等各种方式合作。

截至 2015 年末，我国共有 36 座城市获准修建

城市轨道交通路线。预计到 2020 年，具备建设轨道交通条件的城市将达到 50 个左右，城市轨道交通累计运营里程将会超过 8,500 公里。而到 2050 年规划的路线将会增加到 289 条，总里程将达 11,700 公里。城市轨道交通建设的巨额投资规模也将给各地政府财政带来一定资金压力。

区域环境

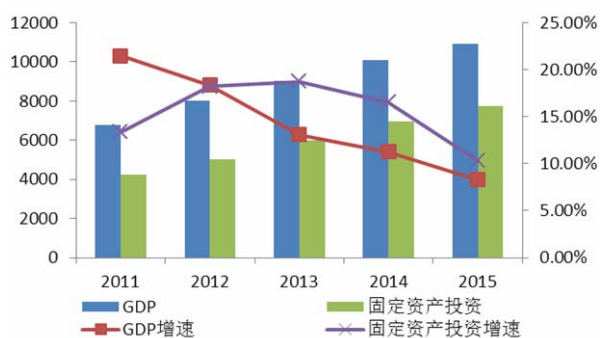
区域经济

武汉市为湖北省省会，是我国经济地理的中心，内联九省、外通海洋，系全国重要的工业基地、科教基地和综合交通枢纽，区位优势优越，交通便利。

武汉市产业基础较好，近年来经济平稳发展，生产总值逐年上升。2015 年武汉市地区生产总值（GDP）达到 10,905.60 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.8%。其中，第一产业增加值 359.81 亿元，增长 4.8%；第二产业增加值 4,981.54 亿元，增长 8.2%；第三产业增加值 5,564.25 亿元，增长 9.6%。一、二、三产业比重由上年的 3.5: 47.5: 49.0 调整为 3.3: 45.7: 51.0，第三产业增加值增加了 2 个百分点。

图 1: 2011~2015 年武汉市

地区生产总值和固定资产投资情况



资料来源：武汉市统计局，中诚信证评整理

武汉拥有钢铁、汽车、光电子、化工、冶金、纺织、造船、制造、医药等完整的工业体系，系我国重要的工业基地。近年来，受外围经济波动影响，武汉市工业经济增速略有放缓。2015 年其规模以上工业增加值为 4,081.91 亿元，同比增长 8.4%；规模以上工业总产值 12,563.95 亿元，同比增长 6.8%。其中，其中，制造业增长 8.3%，电力、热力、燃气

及水生产和供应业增长 1.7%。

在固定资产投资方面，武汉市房地产开发投资保持平稳较快增长，对固定资产投资拉动作用较强，2015 年武汉市全社会固定资产投资 7,725.26 亿元，比上年增长 10.3%。全年固定资产投资（不含农户，下同）7,680.89 亿元，比上年增长 10.3%。其中，第一产业投资 34.12 亿元，增长 52.8%；第二产业投资 2,844.65 亿元，增长 7.6%；第三产业投资 4,802.12 亿元，增长 11.8%。第二产业中，工业投资 2,769.36 亿元，增长 6.3%。

2012 年，国内首条穿越长江、武汉首条地铁——地铁 2 号线一期工程隧道全线贯通，武汉成为国内第五个拥有地铁的城市。未来，武汉地铁还有多条线路建成，满足多层次的交通需求。

财政实力

表 2: 2013~2015 年武汉市财政收入和支出情况

单位：亿元

全口径	2013	2014	2015
一般公共预算收入	978.52	1,101.02	1,245.63
其中：税收收入	793.49	906.76	1,015.91
非税收入	185.03	194.26	229.72
基金预算	705.83	714.32	724.48
财政收入合计	1,684.35	1,815.34	1,970.11
一般公共预算支出	1,103.59	1,179.88	1,329.21
基金预算支出	688.86	729.53	709.26
财政支出合计	1,792.45	1,909.41	2,038.47

资料来源：武汉市财政局，中诚信证评整理

从武汉市财政收入情况来看，随着经济的平稳增长，近年来武汉市财政收入规模逐年上升，为区域内城市基础设施建设提供了较好的资金支持。2013~2015 年武汉市一般公共预算收入分别为 978.52 亿元、1,101.02 亿元和 1,245.63 亿元，其中税收收入系其主要来源，收入占比分别为 81.09%、82.36%和 81.56%，税收收入对公共财政预算收入的贡献度较高。2013~2015 年，武汉市财政总收入分别为 1,684.35 亿元、1,815.34 亿元和 1,970.11 亿元，呈逐年上升态势。

从全市财政支出情况来看，2013~2015 年武汉市一般公共预算支出分别为 1,103.59 亿元、1,179.88 亿元和 1,329.21 亿元，其中，一般公共服务、教育、资源勘探电力信息、农林水、城乡社区、社会保障

和就业以及医疗卫生等为公共财政支出的主要项目；同期，武汉市基金预算支出分别为 688.86 亿元、729.53 亿元和 709.26 亿元，以国有土地使用权出让为主的基金收入为主。2013~2015 年武汉市财政总支出分别为 1,792.45 亿元、1,909.41 亿元和 2,038.47 亿元，呈逐年上升趋势。

从财政平衡情况来看，近年来武汉市一般公共预算支出均高于一般公共预算收入，2013~2015 年其财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 88.67%、93.32% 和 93.71%，地方财政自给能力有所欠缺。

总体来看，武汉市经济发展平稳，税收收入不断增长，财政实力持续增强，可对市内重大项目建设提供有力的资金支持。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。

政府支持及抗风险能力

作为武汉市轨道交通投资建设的唯一主体，公司得到了武汉市政府在政策、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，其土地出让收入专项用于轨道交通建设。

在资金支持方面，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，2013 年~2015 年，公司分别收到武汉市财政局拨付的专项资金 15.53 亿元、30.37 亿元和 68.11 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》，公司所承担的地铁建设项目免缴人防工程异地建设费、绿地临时占用费、绿化植物园及园林设施赔偿费、迁移植物残值费、城市供水工程建设资金；公司上缴（含代扣代缴）的营业税（含增值税）、房产税、土地使用税等，地方留存部分由财政列收列支，专项用于轨道交通建设。

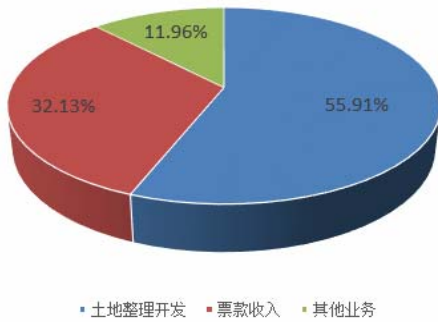
此外，为促进轨道交通的良性发展，武汉市人民政府还出具了相关支持文件，保证未来继续执行对公司的既定支持政策，包括但不限于优先考虑项目土地平衡的农用地专用计划指标和土地供应计划、财政专项补贴、土地收益返还。大规模的建设也给公司的融资能力带来了考验，公司未来将面临巨大的融资需求。武汉市政府授权公司进行地铁沿线和站点周边的土地整理业务，可以有效平衡地铁建设的资金压力，但前期需要投入规模较大的资金。

总体来看，公司作为武汉市轨道交通投资建设的唯一主体，公司得到了武汉市政府在政策、资金和土地等方面的大力支持，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开发整理收入、地铁运营收入、轨道交通衍生资源开发业务等。2015 年公司实现营业收入 31.23 亿元其中，土地开发整理收入 17.46 亿元（由土地出让收入和委托整理土地收益组成，下同），占当期营业总收入的比重为 55.91%；实现票款收入 10.04 亿元，占当期营业总收入比重为 32.13%。

图 2：2015 年公司营业总收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

地铁运营

2013 年 12 月，4 号线一期的开通，标志着武汉形成“工”字形的轨道交通网，武汉三大火车站被地铁串起。截至 2016 年 3 月底，公司运营线路包括地铁 1 号线（一期、二期和北延长线）、地铁 2 号线一期、地铁 4 号线（一期和二期）和地铁 3 号线一期共计 4 条线路，营运里程达 123.21 公里，地铁的网络化运营效益逐步显现。

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，东至江汉区的堤角站，途经硚口区、江汉区和江岸区，整条线路成“U”字型，全长 28.5 公里。一期工程于 2004 年 7 月建成通车，二期工程于 2010 年 7 月开通运营，沿途共设车站 26 站，包括硚口站、友谊路站、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 5.60 公里，从堤角站引出，至汉口北，设车站 3 座，已于 2014 年 5 月建成通车。

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 27.73 公里，设车站 21 座，该项目于 2012 年 12 月开通运营，是连接长江以西的汉口和以东的武昌的重要地下交通轨道。

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 16.48 公里，设车站 15 座。项目依长江江岸而建，南部与四号线二期接于武昌火车站，是连接武汉市长江以南两大火车站的重要线路，是市民出行的首选交通方式，该项目于 2013 年 12 月通车。

4 号线二期项目西起黄金口站，东至武昌火车站，线路全长 16.90 公里，设站 13 座。该项目途经汉阳火车站，并与四号线一期衔接，形成“汉阳火车站-武昌火车站-武汉火车站”三站连接的格局，是沟通长江两岸的又一重要地铁线，已于 2014 年 12 月通车。

地铁 3 号线一期线路全长 28 公里，设站 24 座，是第一条下穿汉江的地铁线路，于 2015 年 12 月 28 日开通。

表 3：截至 2016 年 3 月底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	28.50	26	88.50
	1 号线二期	2010.7			
2 号线	2 号线一期	2012.12	27.73	21	154.57
4 号线	4 号线一期	2013.12	16.48	15	108.81
1 号线	汉口北延长线	2014.5	5.60	3	23.50
4 号线	4 号线二期	2014.12	16.90	13	118.05
3 号线	3 号线一期	2015.12	28.00	24	221.28
合计	-	-	123.21	102	714.71

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年，武汉地铁客流量大幅增加，全年客流量由 2014 年的 35,446 万人次增长到 2015 年的 44,277 万人次，主要是由于地铁 4 号线一期、4 号线二期分别于 2013 年 12 月 28 日和 2014 年 12 月 28 日开通运营形成“网络效应”带动客流量大幅攀

升。从票款收入来看，2015 年武汉地铁实现票款收入 10.04 亿元，较 2014 年有较大幅度的增长。3 号线一期已于 2015 年 12 月开通，未来，随着 6 号线一期等线路逐步建成通车，武汉地铁“工”字线网效应充分发挥，客流量和票款收入有望进一步增长。

2016年1~3月，武汉地铁实现客流量11,232万人次，日均客运量132.14万人次，实现票款收入2.79亿元。

表4：武汉地铁客流量和票款收入统计

	2013	2014	2015	2016.1~3
客流量(万人次)	24,145	35,446	44,277	11,232
车票收入(万元)	57,719	80,665	100,351	27,866

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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

听证，因此收费定价机制市场化程度较低。

总体来看，武汉地铁1号线、2号线一期和4号线运营良好，3号线一期的开通运营以及更多新线的逐步开通有望带动公司客流量和票务收入大幅增长。但地铁票价具有公益性性质，在一定程度上限制了地铁运营业务的盈利水平，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，新线的较快投入也考验公司的运营管理和安全生产能力。

地铁建设

截至2016年3月底，公司共有10个在建项目。截至2016年3月底，公司以上在建项目已完成地铁建设投资647.81亿元。2013年~2015年和2016年1~3月，公司分别收到武汉市财政局拨付的专项资金15.53亿元、30.37亿元、68.11亿元和10亿元。

表5：截至2016年3月底公司在建项目情况

线路名称	全长(公里)	总投资(亿元)	累计完成投资(亿元)	建成通车时间	未来计划投资(亿元)		
					2016	2017	2018
3号线一期	27.9	221.28	208.68	2015年	25.20	-	-
6号线一期	36	270.52	154.31	2016年	100.13	44.64	-
7号线一期	30.9	326.02	140.07	2017年	55.52	129.54	42.38
8号线一期	16.7	135.84	49.69	2017年	26.51	64.75	17.66
机场线	19.77	100.48	47.74	2016年	56.52	13.17	-
21号线	35.01	165.64	18.61	2018年	14.28	43.62	87.49
27号线	13.50	110.20	7.42	2019年	5.15	12.33	30.82
11号线东段	19.69	144.53	13.04	2018年	6.52	15.36	38.39
2号线南延线	13.35	126.77	7.51	2018年	5.63	13.51	33.77
1号线涪河延长线	4.03	17.57	0.74	2018年	1.55	4.65	9.30
合计	216.85	1,618.85	647.81	-	297.01	341.57	259.81

注：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；总投资额按照初步设计投资额列示。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

6号线一期北起假日广场站南至体育中心北站，全长36.00公里，设站27座，概算总投资270.52亿元，预计2016年底建成通车，截至2016年3月底已完成投资154.31亿元。

7号线一期工程起自东方马城站，止于野芷湖站，线路全长30.90公里，设站19座，概算总投资326.02亿元，预计2017年底建成通车。截至2016年3月底，七号线一期工程已完成投资140.07亿元。

8号线一期工程是跨长江的地铁线，北起三金

潭车辆段站，并分别与2号线一期、1号线和4号线相接于幸福大道站、黄浦路站和岳家嘴站。8号线一期全长16.70公里，设站12座，概算总投资135.84亿元。截至2016年3月底已完成投资49.69亿元，预计2017年底建成通车。

机场线(2号线北延线)自天河机场站至金银滩站，总里程19.77公里，总投资达100.48亿元，截至2016年3月底已完成投资47.74亿元，预计2016年底建成通车。

21 号线全长 35.01 公里，设站 15 座，概算总投资 165.64 亿元。截至 2016 年 3 月末，已完成投资 18.61 亿元。预计将于 2018 年底建成通车。

27 号线全长 13.50 公里，设车站 6 座，概算总投资 110.20 亿元。截至 2016 年 3 月底已累计完成投资 7.42 亿元，预计于 2019 年底建成通车。

11 号线东段全长 19.69 公里，设车站 13 座，概算总投资 144.53 亿元，截至 2016 年 3 月底已累计完成投资 13.04 亿元，预计于 2018 年 12 月建成通车。

2 号线南延线全长 13.35 公里，设车站 10 座，概算总投资 126.77 亿元，截至 2016 年 3 月底已累计完成投资 7.51 亿元，预计于 2018 年底建成通车。

总体来看，2016 年至 2019 年，每一年至少有二个项目建成通车，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。2016 年~2018 年，公司的在建轨道交通项目计划总投资约 900 亿元左右，同期新开工项目计划投资 102 亿元左右，大规模的建设也给公司的融资能力带来了考验，公司未来将面临巨大的融资需求。

轨道交通衍生资源开发业务

公司的轨道交通衍生资源开发业务主要包括地铁站点自有物业租赁、场地出租、一卡通服务费、地铁沿线广告等业务。

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，未来公司将探索“地铁+物业”的盈利模式，通过租赁上述物业项目来获取利润。公司租赁业务主要包括通信系统租赁和商铺租赁等。通信系统租赁业务收入产生自通信系统运营商因租用公司铺设的通信电缆或占用地铁空间铺设通信电缆而向公司支付的费用。通信系统租赁不仅为乘客提供无缝隙、不间断的移动通信服务，还能为公司带来一定的收入。商铺租赁方面，公司将地铁站点附近的空资源进行整合，统一建设适合在地铁站点附近经营的商铺，有效利用空间资源。截至 2016 年 3 月底，公司已建成洪山广场地下物业、常青花园站物业、傅家坡物业等地铁物业项目，总建筑面积达到

60 万平方米。此外，公司还有岳家嘴地下物业、田田广场地下物业和徐家棚 K9 综合楼物业等在建物业项目，建筑面积约 159.94 万平方米。目前，公司已启动了联合开发的相关准备工作，公司的上述物业项目将于 2020 年前陆续建成完工。2015 年和 2016 年一季度分别实现物业租赁收入 2.00 亿元和 1.15 亿元。

公司在建的物业项目均位于线路沿线和站点周边的交通建设用地，未来，公司将积极争取变更物业项目的土地性质，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。根据公司规划，至 2020 年，预计公司持有物业项目将达到 2,160 万平方米左右，公司所建的物业项目均在地铁线路沿线和站点周边，未来具有较好的升值空间，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。

一卡通经营业务主要由子公司武汉城市一卡通有限公司运营，该业务收入主要由“武汉通卡”服务费收入以及其他领域刷卡消费手续费收入组成。

广告经营业务主要由公司本部和子公司武汉地铁移动电视传媒有限责任公司负责运营。广告经营业务收入主要为站内、列车广告以及站外围挡等广告收入以及地铁列车电子媒体出租收入。

表 6: 截至 2016 年 3 月底主要物业项目情况

项目	用地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	总投资 (亿元)	累计完成投资 (亿元)	项目进度
洪山广场地下物业	100,000	37,300	3.27	3.27	已完工
常青花园站物业	18,000	40,000	3.33	3.33	已完工
傅家坡物业	9,500	25,400	0.64	0.64	已完工
中南路物业	2,300	14,500	1.16	1.16	已完工
汉西一路物业	2,600	22,300	2.03	2.03	已完工
金银潭物业	6,300	22,800	1.86	1.86	已完工
梅苑小区物业	6,278	14,119	0.67	0.67	已完工
江汉路站还建物业	17,736	78,800	4.50	4.50	已完工
铁路局小区还建物业	5,144	19,800	1.00	1.00	已完工
头道街还建物业	21,950	120,000	6.60	6.60	已完工
王家墩东站配套物业	2,735	8,800	0.37	0.37	已完工
岳家嘴地下物业	10,788	32,364	1.61	0.35	在建
田田广场地下物业	21,100	65,000	3.25	0.29	在建
徐家棚 K9 综合楼物业	8,842	76,519	2.12	0.46	在建
黄金口物业	18,000	63,000	1.60	0.60	在建
汉阳火车站还建物业	51,000	198,800	4.71	1.95	在建
总关配套物业	13,698	56,600	1.36	0.36	在建
常青车辆段开发物业	411,600	520,000	24.00	8.40	在建
三阳路风塔物业开发	27,500	276,000	6.90	0.38	在建
K9 综合楼项目	9,568	79,474	2.12	0.66	在建
赵家条站物业开发	44,700	231,702	4.60	0.35	在建
合计	809,339	2,003,278	77.70	39.23	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地开发整理

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，武汉市政府授权公司对地铁沿线地块进行土地开发整理，其土地出让收益将为地铁建设提供一定的资金支持。政府陆续将地铁周边土地划拨给公司进行土地一级开发整理，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 16,172.25 亩）储备土地；地铁 3 号线和 4 号线沿线共 60 宗（面积总计 2,523.05 亩）储备土地；轨道交通 3 号线和 4 号线二期工程沿线 4 宗储备土地（合计约为 80.16 亩）；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）储备土地，目前上述土地部分已进行土地整理开发。2013 年，公司将东西湖区吴家山新城 5,500 亩土地收益（评估价值为 150.18 亿元）评估入账，增强了公司的资本实力。2014 年，根据《市政府关于支持地铁建设的土地资源筹集意

见和方案的批复》，同意整合全市中心城区和新城区轨道站点周边的土地资源供给 16,896 亩（中心城区 3,896 亩，新城区 13,000 亩）用于地铁新中心和地铁小镇建设。

对于上述地块的土地开发整理，公司需要进行前期征地、拆迁、土地平整等投资，所整理的土地出让后，武汉市政府将根据相应文件对公司进行土地出让收益返还。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。2013 年~2015 年以及 2016 年一季度，公司已出让土地 12 宗，实现土地出让收入 49.78 亿元，截至 2016 年 3 月末，公司累计出让土地面积 1,099.75 亩，实现土地出让收入 124.57 亿元。2016~2021 年，公司计划出让土地 8,439 亩，预计

实现土地出让收益返还 352 亿元，拟收储及出让地块主要位于 1 号线、2 号线一期、3 号线一期、4 号线一期、4 号线二期、6 号线一期、7 号线一期、8 号线一期沿线等。

总体来看，武汉市政府授权公司进行地铁沿线和站点周边的土地整理业务，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。

公司管治

武汉地铁是武汉市大型国有控股企业，武汉市国资委为公司实际控制人。截至 2016 年 3 月底，武汉地铁拥有 5 家二级子公司，分别是武汉地铁运营有限公司、武汉市轨道交通建设有限公司、武汉城市一卡通有限公司、武汉地铁移动电视传媒有限责任公司和武汉轨道交通咨询有限公司。

武汉地铁根据自身实际情况设立了办公室、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、纪检监察室 11 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。

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。由于公司是武汉市唯一的轨道交通基础设施建设运营主体，在某些重大项目上受政府影响较大，投资决策的自主权方面存在一定欠缺。

战略规划

根据《武汉市城市轨道交通第三期建设规划（2015 年至 2021 年）》，武汉市城市轨道交通网由 25 条线路组成，总长约 1,045 公里，设车站 603 座。2016 年至 2021 年公司还将建设 5 号线、8 号线二期、11 号线武昌段和蔡甸线等，计划投资额为 1,717.85 亿元，其中政府投资 687.14 亿元，贷款和通过其他方式融资 1,030.71 亿元，建设轨道交通线路里程约 300 公里。目前，上述项目正在进行前期工作，未来两年内或将陆续开工建设。

在轨道交通运营方面，公司计划到 2016 年底，轨道交通 1、2、3、4、6 号线及机场线实现联合运营，运营总里程达到 178.98 公里，初步形成武汉市轨道交通运营网络，预计 2016 年武汉轨道交通日均客流量达到 161.10 万人次，运营票款年收入达到 14.70 亿元。

公司根据轨道交通近期建设项目，对批准的地块进行土地储备整理，其土地增值收益专项用于轨道交通建设。2016 年~2021 年，计划出让土地 8,439 亩，预计实现收益 352 亿元。

在轨道交通附属资源开发方面，地铁集团以物业管理与租赁、广告、小商铺以及通信资源等主要业务为重点，拓宽地铁资源综合开发渠道。预计 2016 年资源开发年收入超过 3.00 亿元。

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，未来三年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。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的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2013年~2015年三年连审财务报告及公司提供的未经审计的2016年一季度财务报表。

资本结构

随着地铁项目建设进度的推进以及武汉市政府的资产注入，近年来公司的资产规模不断增长。2013年~2015年及2016年3月末，公司的总资产分别为860.26亿元、1,184.93亿元、1,520.86亿元和1,637.96亿元。从资产结构来看，截至2015年末，公司流动资产和非流动资产占总资产比例分别为34.87%和65.13%。

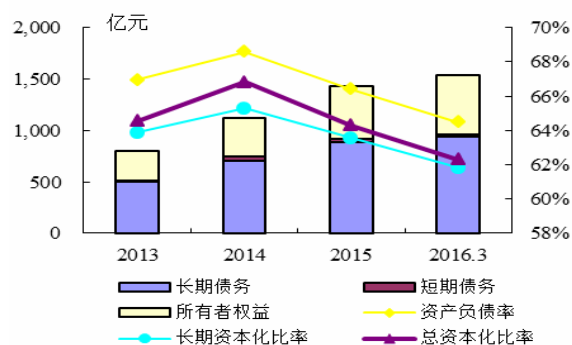
流动资产方面，主要系货币资金、预付账款、其他应收款和存货，分别占流动资产比重为14.27%、24.40%、16.85%和41.87%。随着在建项目的顺利推进，公司需支付的拆迁费用、原材料成本及工程款等预付款项逐年增加，截至2015年末，公司预付款项为129.39亿元，其中一年以内（含1年）预付款为61.34亿元，占预付款总额的47.42%；一年以上预付款主要为线路建设的预付拆迁费用、预付工程款及预付设备款。公司2015年其他应收款为89.34亿元，其中公司贷款产生的利息支出和融资费用占比达到60.11%，其中40.21亿元为国家开发银行软贷款产生的利息与融资费用。根据武汉市政府相关文件，同意公司用地铁沿线部分土地出让收益来偿还贷款本息，而利息的产生与土地收益的实现在时间上不匹配，故将利息不计入当期损益而暂计入其他应收款。截至2015年末，公司存货为222.07亿元，主要包括公司收到市政府划拨的收储土地150.18亿元、收储项目成本58.90亿元、物

业开发成本12.48亿元等。

非流动资产方面，主要系在建工程和固定资产。截至2015年末，公司在建工程和固定资产占非流动资产比例分别为85.84%和11.67%。随着地铁在建项目的不断推进，公司在建工程规模不断增长，2015年末达到850.26亿元，较2014年增加51.50%，主要是由公司多条轨道交通线路处于建设状态，项目投入增加所致。公司在建地铁项目的机器设备部分转入固定资产，使得固定资产每年保持增长，2015年末，公司固定资产为115.59亿元，在建地铁项目的土建部分将在竣工决算后转入固定资产科目。

所有者权益方面，2013年~2015年及2016年3月末，公司的所有者权益分别为284.23亿元、372.19亿元、511.02亿元和581.51亿元，保持快速增长趋势。2015年公司引入国开发展基金，实收资本增加至1.87亿元；同时，在2015年，公司收到财政局拨款和国开发展基金股本溢价，使得资本公积从2014年末的269.63亿元增加至2015年末的397.89亿元。截至2016年3月末，公司所有者权益为581.51亿元，其中实收资本和资本公积分别为18.77亿元和468.83亿元，新增永续类债券29.70亿元增加了当期的公司其他权益工具。

图3：2013年~2016年3月公司资本结构分析



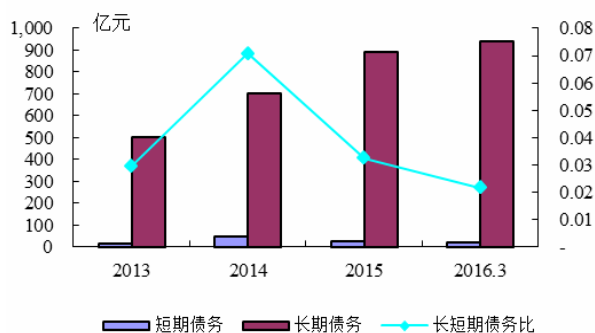
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债方面，地铁项目建设推进同时也提高了公司的负债规模，增加了负债压力。2013年~2015年及2016年3月末，公司的总负债分别为576.04亿元、812.75亿元、1,009.85亿元和1,056.46亿元。负债结构方面，截至2015年末，流动负债与非流动负债占比分别为11.42%与88.58%。具体来看，公司流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应

付款构成，占流动负债比例分别为 7.28%、22.07% 和 56.37%。2015 年短期借款较上年减少了 74.15%，主要原因是偿还了以前年度 32.5 亿元短期借款；其他应付款较上年增加了 80.54%，其中轨道交通项目工程款项支付增加质保金 9.7 亿元、根据竣工决算暂估款金额增加 9.8 亿元。非流动负债主要是长期借款，2015 年末，公司长期借款为 771.71 亿元，主要是银团借款构成，其中质押借款年末余额为 401.66 亿元，质押物为公司轨道交通运营票款的收费权。

财务杠杆比率方面，2013 年~2015 年末以及 2016 年 3 月末，公司资产负债率分别为 66.96%、68.59%、66.40% 和 64.50%，基本保持平稳。债务结构方面，2013 年~2015 年以及 2016 年 3 月末，公司的总债务分别为 517.91 亿元、750.08 亿元、919.78 亿元和 961.88 亿元，呈现上升态势。其中长期债务占总债务的比重均维持在 93% 以上，债务结构与行业特征一致。未来，公司仍有大量的在建项目需要推进，融资需求大，公司的债务规模将继续扩大，公司的偿债压力持续增加。

图 4：2013 年~2016 年 3 月公司债务期限结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综上，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，财务杠杆仍保持在较高水平。

盈利能力

2013 年~2015 年及 2016 年 1~3 月，公司分别实现营业总收入 26.09 亿元、24.04 亿元、31.23 亿元和 4.28 亿元。

票款收入方面，2013 年~2015 年，公司分别实现票款收入 5.77 亿元、8.07 亿元和 10.04 亿元，由于经营线路增加和客流量提升，2015 年票款收入大

幅增加。2016 年 1~3 月，公司实现票款收入 2.79 亿元。土地开发整理收入方面，受房地产宏观调控和政府收益返还情况影响，公司土地出让收入波动较大，2013 年~2015 年，公司土地开发整理收入分别为 18.65 亿元、13.26 亿元和 17.46 亿，2016 年 1~3 月，公司尚未实现土地开发整理收入。未来随着公司轨道交通网络进一步完善，公司票款收入和土地开发整理收入有望进一步增加。

表 7：2013 年~2015 年公司营业总收入构成（亿元）

	2013	2014	2015
主营业务收入	24.42	21.32	27.50
票款收入	5.77	8.07	10.04
土地开发整理收入	18.65	13.26	17.46
其他业务收入	1.66	2.72	3.73
营业总收入	26.09	24.04	31.23

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，公司土地开发整理收入占比较大，因此，公司毛利率变化受土地一级开发业务影响较大。2014 年，4 号线一期刚开始通车运营，折旧成本增加，公司地铁运营板块毛利率为 0.58%，土地开发整理板块毛利率为 38.77%，使得公司当期营业毛利率为 24.36%。2015 年公司地铁运营板块毛利率为 0.72%，土地开发整理板块毛利率较上年大幅降低，降至 28.42%，因此公司当期营业毛利率降低至 18.89%。2016 年 1~3 月，公司营业毛利率为 -0.94%，主要由于当期尚未实现土地整理收入，且由于新线路开通增加运营成本，地铁运营毛利率为负。

期间费用方面，公司期间费用主要体现为管理费用与财务费用。2015 年管理费用较上年度略有增加；财务费用方面，公司较大部分借款费用进行资本化处理；此外，根据武汉市政府相关文件，公司可用地铁沿线部分土地出让收益来偿还贷款本息，利息的产生与土地收益的实现在时间上不匹配，公司将相应的财务费用计入了其他应收款，因此公司的财务费用相对较低。2013 年~2015 年及 2016 年 1~3 月，公司期间费用分别为 0.71 亿元、0.92 亿元、1.66 亿元和 0.13 亿元。2013 年~2015 年及 2016 年 1~3 月，公司三费收入占比分别为 2.73%、3.82%、5.31% 和 2.95%。

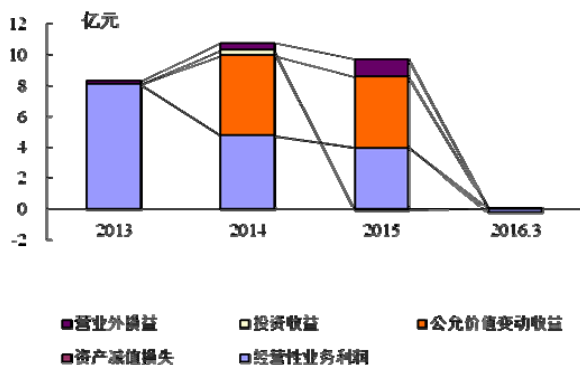
表 8：2013 年~2016 年 3 月公司期间费用分析

	2013	2014	2015	2016.3
销售费用 (亿元)	0.04	0.02	0.03	0.02
管理费用 (亿元)	0.49	0.65	0.73	0.17
财务费用 (亿元)	0.19	0.24	0.91	-0.07
三费合计 (亿元)	0.71	0.92	1.66	0.13
营业总收入 (亿元)	26.09	24.04	31.23	4.28
三费收入占比 (%)	2.73	3.82	5.31	2.95

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2013 年~2015 年，公司利润总额分别为 8.27 亿元、10.72 亿元和 9.63 亿元，其中经营性业务利润分别为 8.07 亿元、4.74 亿元和 3.96 亿元，占利润总额比重分别为 97.57%、44.22% 和 41.11%。公司利润主要来源于土地开发整理业务，具有一定的不确定性，因此经营性业务利润波动较大。2015 年公司投资收益为-0.07 亿元，较上年大幅减少，主要由控股子公司一卡通公司 2015 年吸收合并湖北鄂通卡系统有限公司所致。2013 年~2015 年，公司分别获得政府补助 0.19 亿元、0.40 亿元和 1.15 亿元。2016 年 1~3 月，公司利润总额为 0.09 亿元，其中经营性业务利润为-0.22 亿元。

图 5：2013 年~2016 年 3 月公司利润总额构成情况



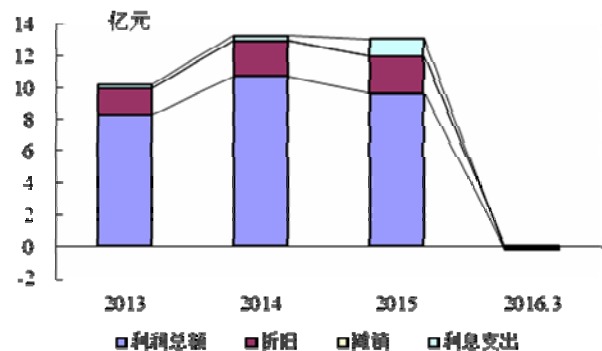
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司收入构成中，地铁业务收入保持稳定增长，且随着客流量的增长盈利能力有所增强；土地开发整理业务仍是收入及利润的主要贡献板块，但受政策影响，呈现出波动情况，业务盈利稳定性略显不足。

偿债能力

EBITDA 获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2013~2015 年末公司 EBITDA 分别为 10.21 亿元、13.28 亿元和 13.09 亿元。

图 6：2013~2016.3 公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着公司总债务规模的扩大，公司偿债能力指标有所弱化，2013~2015 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.34 倍、0.35 倍和 0.28 倍；总债务/EBITDA 分别为 50.70 倍、56.49 倍和 70.26 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度较弱。由于公司土地开发整理板块前期投入较大，而土地出让进度具有滞后性，公司经营活动净现金流波动较大，2013~2015 年分别为 1.00 亿元、2.97 亿元和 1.63 亿元，经营活动净现金流对总债务的覆盖倍数分别为 0.002 倍、0.004 倍和 0.002 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障程度亦较弱。

总体来看，公司各项偿债指标较弱，未来公司将主要依靠土地出让收益和地铁沿线商业资源经营来偿还债务和利息。未来，公司总债务规模和利息支出或将进一步扩大，中诚信证评将持续关注未来公司各项偿债指标变化情况。

表 9：2013 年~2015 年公司主要偿债能力指标

	2013	2014	2015
总债务 (亿元)	517.91	750.08	919.78
EBITDA (亿元)	10.21	13.28	13.09
经营净现金流 (亿元)	1.00	2.97	1.63
总债务/EBITDA (X)	50.70	56.49	70.26
经营净现金流/总债务 (X)	0.002	0.004	0.002
EBITDA 利息倍数 (X)	0.34	0.35	0.28
经营净现金流/利息支出 (X)	0.03	0.08	0.03

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家银行机构建立了良好的合作关系。截至 2016 年 3 月末，公司获得银行的授信额度 1,685.63 亿元，其中已使用额度为 921.43 亿元，未使用额度为 764.20 亿元，充足的授

信额度为公司提供了资金支持。

担保及诉讼方面，截至 2015 年末，公司无对外担保事项，无重大诉讼、仲裁事项。

受限资产方面，截至 2016 年 3 月末，公司受限资产包括地铁收费权、融资租赁标的物 and 个别货币资金。其中，截至 2016 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作为质押物，获得银团贷款余额为 419.61 亿元；公司以轨道交通固定资产为标的物获得融资租赁款 171.01 亿元；子公司一卡通公司受限货币资金总额 0.39 亿元。

结 论

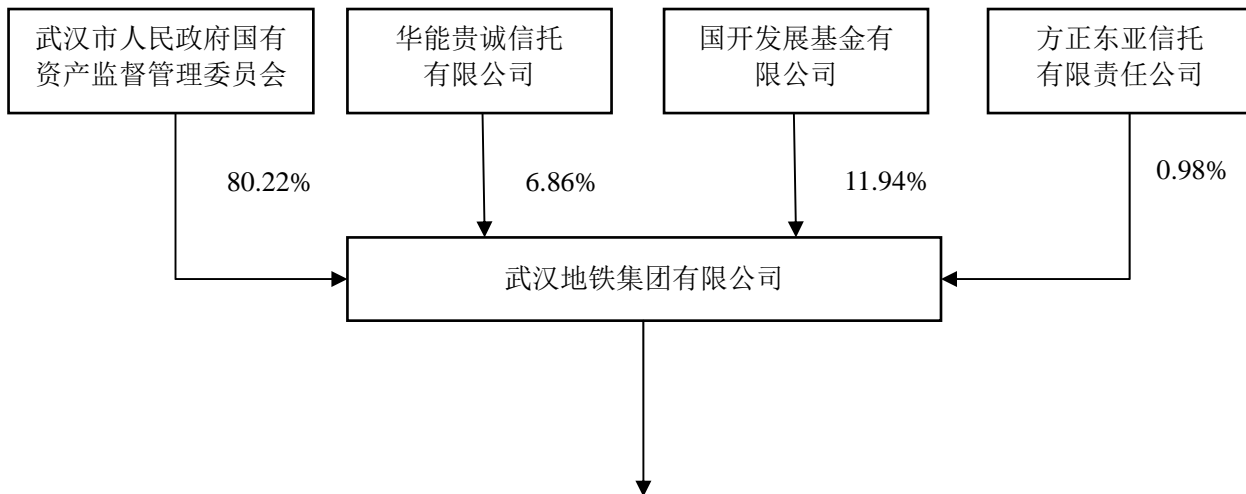
综上，中诚信证评评定武汉地铁集团有限公司主体级别为 **AAA**，评级展望为稳定，评定“2016 年第一期武汉地铁集团有限公司永续期公司债券”信用等级为 **AAA**。

关于2016年第一期武汉地铁集团有限公司 可续期公司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 2016 年 7 月底）

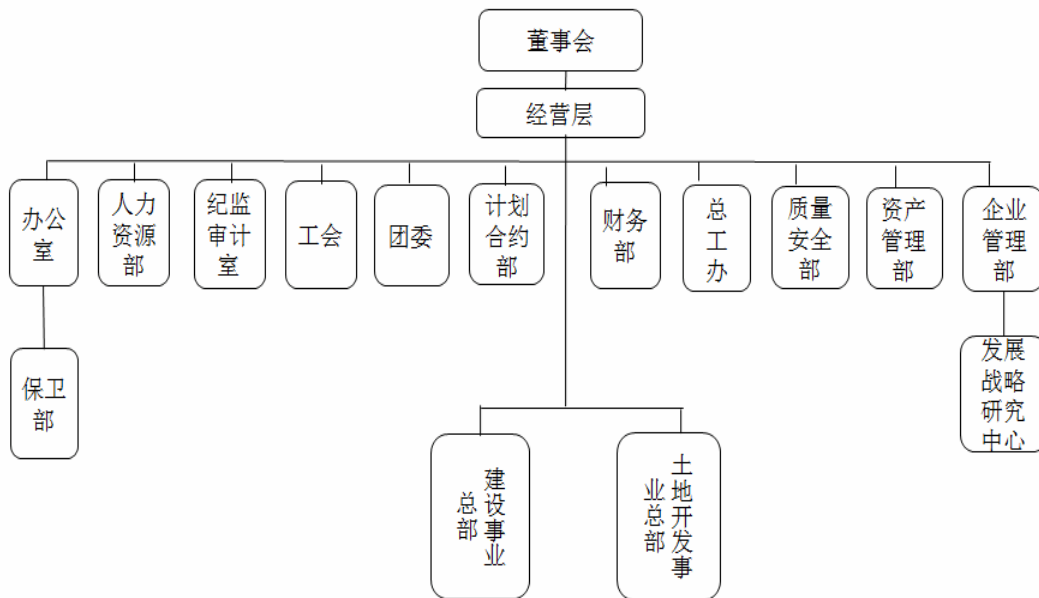


序号	公司名称	持股比例
1	武汉地铁运营有限公司	100%
2	武汉市轨道交通建设有限公司	79%
3	武汉城市一卡通有限公司	28%
4	武汉地铁移动电视传媒有限责任公司	50%
5	武汉轨道交通咨询有限公司	100%

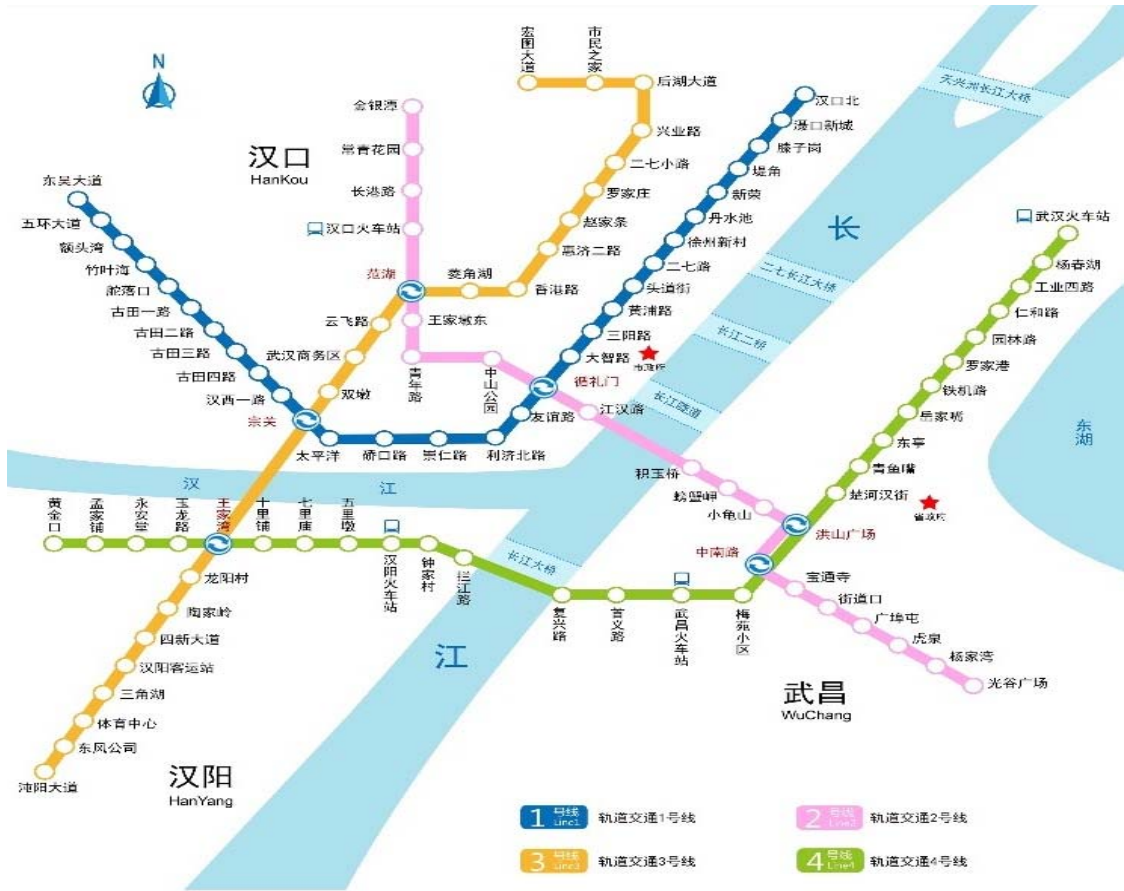
注：公司直接拥有武汉城市一卡通有限公司表决权比例为28%，但根据一卡通公司《章程》的有关规定，董事会成员9名，其中：公司委派3人（董事长由发行人推荐），另一个股东委派2名，其余4个股东各委派1名。在日常经营决策过程中，公司对其经营活动和财务具有实际控制权，股东一致同意武汉地铁合并一卡通公司财务报表。公司直接拥有武汉地铁移动电视传媒有限责任公司50%的股权，但根据该公司《章程》的规定，公司对地铁传媒拥有实际控制权，纳入公司报表合并范围。

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 2016 年 3 月 31 日）



附三：武汉地铁轨道交通运营图



附四：武汉地铁集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	279,489.20	550,229.96	756,553.74	982,924.64
应收账款净额	362,741.86	348,453.05	138,521.78	137,987.56
存货净额	1,739,301.62	1,901,096.14	2,220,670.47	2,227,647.65
流动资产	3,899,824.33	5,106,939.76	5,303,107.52	5,664,905.23
长期投资	7,532.12	7,532.12	612.69	3,162.69
固定资产合计	747,018.60	950,638.36	1,155,851.67	1,304,542.94
总资产	8,602,631.73	11,849,349.33	15,208,615.78	16,379,648.40
短期债务	149,241.30	495,998.29	289,368.44	204,935.25
长期债务	5,029,819.29	7,004,839.97	8,908,398.41	9,413,914.72
总债务（短期债务+长期债务）	5,179,060.60	7,500,838.26	9,197,766.85	9,618,849.97
总负债	5,760,372.69	8,127,471.79	10,098,457.80	10,564,605.10
所有者权益（含少数股东权益）	2,842,259.04	3,721,877.54	5,110,157.97	5,815,043.30
营业总收入	260,868.77	240,404.10	312,300.87	42,816.29
三费前利润	87,857.26	56,594.05	56,178.08	-924.72
投资收益	20.00	3,500.00	-698.86	0.00
净利润	82,714.50	98,752.59	86,023.52	-1,615.67
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	85,015.77	110,358.74	107,285.63	-
经营活动产生现金净流量	9,983.90	29,699.35	16,283.97	-27,235.89
投资活动产生现金净流量	-1,328,168.81	-2,338,724.06	-2,172,187.57	-713,505.55
筹资活动产生现金净流量	1,426,120.49	2,575,012.49	2,377,897.15	967,500.74
现金及现金等价物净增加额	107,792.73	265,913.77	222,023.63	226,804.08
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
主营业务毛利率（%）	34.27	24.36	18.89	-0.94
所有者权益收益率（%）	4.22	3.01	1.95	-
EBITDA/主营业务收入（%）	39.16	55.23	41.92	-
流动比率	5.90	4.67	4.60	5.08
速动比率（X）	3.27	2.93	2.67	3.08
经营活动净现金/总债务（X）	0.00	0.00	0.00	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	0.06	0.06	-
经营活动净现金/利息支出（X）	0.03	0.08	0.03	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.34	0.35	0.28	-
总债务/EBITDA（X）	50.70	56.49	70.26	-
资产负债率（%）	66.96	68.59	66.40	64.50
总资本化比率（%）	64.57	66.84	64.28	62.32
长期资本化比率（%）	63.89	65.30	63.55	61.82

注：1、根据武汉市政府相关文件，公司可用地铁沿线部分土地出让收益来偿还贷款本息，利息的产生与土地收益的实现在时间上不匹配，公司将相应的财务费用计入了其他应收款；

2、将公司融资租赁款调整至长期借款科目；

3、将其他综合收益和其他权益工具中永续类债券调整至资本公积。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

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

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

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

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。