



# 长沙市轨道交通集团有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1043 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 21 日

## 本次跟踪发行人及评级结果

长沙市轨道交通集团有限公司

AAA/稳定

## 本次跟踪债项及评级结果

“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”、“21 长沙轨道债 01/21 长轨 01”、“22 长沙轨道债 01/22 长轨 01”

AAA

## 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。

## 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为长沙市作为湖南省的省会城市，现代产业发展向好，综合实力持续增强，潜在的支持能力很强。长沙市轨道交通集团有限公司（以下简称“长沙轨道”或“公司”）在长沙市轨道交通领域中发挥重要作用，区域重要性很强，能得到长沙市政府的大力支持；同时，公司主营业务具有垄断性，具有极强的业务竞争力。中诚信国际预计，后续轨道交通项目建设的推进将使得公司资产规模保持增长，公司仍将获得有力的外部支持；但需关注公司债务规模持续扩张且面临较大的资本支出压力，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其经营和整体信用状况造成的影响。

## 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。

可能触发评级上调因素：不适用。

## 调级因素

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。

## 正 面

- **长沙市经济实力持续增强。**长沙市作为湖南省省会城市，现代产业发展向好，经济实力持续增强，持续增长的区域经济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。**跟踪期内，公司仍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，具有极强的业务竞争力；同时在建项目较多，业务稳定性和可持续性较好。
- **有力的外部支持。**2023年，公司继续获得长沙市政府在项目资本金注入、运营补贴以及政府专项债等方面的有力支持，轨道交通项目建设、运营资金来源较有保障。

## 关 注

- **债务规模持续扩张且未来面临较大的资本支出压力。**随着轨道交通项目建设推进，公司债务规模及财务杠杆水平持续攀升，截至2024年3月末，公司总资本化比率上升至60.54%。同时公司主要在建及拟建地铁项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。
- **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，经营性业务盈利能力较弱，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。

项目负责人：张 蕾 lzhang02@ccxi.com.cn

项目组成员：贺慧敏 hmhe@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

| 长沙轨道（合并口径）        | 2021     | 2022     | 2023     | 2024.3/2024.1~3 |
|-------------------|----------|----------|----------|-----------------|
| 资产总计（亿元）          | 1,704.28 | 1,815.34 | 1,904.22 | 1,912.23        |
| 经调整的所有者权益合计（亿元）   | 669.13   | 679.24   | 685.44   | 678.04          |
| 负债合计（亿元）          | 1,005.15 | 1,106.10 | 1,188.78 | 1,204.20        |
| 总债务（亿元）           | 885.97   | 965.60   | 1,028.04 | 1,040.27        |
| 营业总收入（亿元）         | 54.29    | 43.05    | 44.26    | 3.07            |
| 经营性业务利润（亿元）       | 0.83     | 3.55     | -1.70    | -10.03          |
| 净利润（亿元）           | 2.55     | 3.06     | 1.09     | -9.99           |
| EBITDA（亿元）        | 28.02    | 32.71    | 31.45    | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 39.34    | 60.85    | 18.93    | 0.18            |
| 总资本化比率（%）         | 56.97    | 58.70    | 60.00    | 60.54           |
| EBITDA 利息保障倍数（X）  | 0.72     | 0.79     | 0.78     | --              |

注：1、中诚信国际根据长沙轨道提供的其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 2022~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理，各期财务报告均依照新会计准则编制，其中，2021 年财务数据采用了 2022 年审计报告期初数，2022 年和 2023 年财务数据分别采用了 2023 年审计报告期初数和期末数，2024 年一季度财务数据采用当期期末数；2、中诚信国际分析时将公司其他流动负债中带息部分调至短期债务、长期应付款中带息部分调至长期债务、权益科目中有息债务调入长期债务；3、公司 2024 年一季度财务报表未经审计，且公司未提供 2024 年一季度利息支出数据，故相关指标失效。

## 同行业比较（2023 年数据）

| 项目              | 长沙轨道      | 武汉地铁      | 郑州地铁      | 南京地铁      |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 最新主体信用等级        | AAA       | AAA       | AAA       | AAA       |
| 地区              | 长沙市       | 武汉市       | 郑州市       | 南京市       |
| GDP（亿元）         | 14,331.98 | 20,011.65 | 13,617.80 | 17,421.40 |
| 一般公共预算收入（亿元）    | 1,227.07  | 1,601.20  | 1,165.80  | 1,619.98  |
| 经调整的所有者权益合计（亿元） | 685.44    | 1,560.81  | 677.29    | 1,009.07  |
| 资产负债率（%）        | 62.43     | 67.07     | 71.80     | 66.85     |
| 净利润（亿元）         | 1.09      | 0.32      | 0.67      | 4.20      |

中诚信国际认为，长沙市与武汉市、郑州市、南京市均为省会城市，行政地位相当，经济财政实力处于可比区间；公司与可比公司的定位均为当地唯一的轨道交通项目建设和运营主体，业务运营实力相当；公司权益规模低于比较组平均水平，但总体资本实力仍极强，公司财务杠杆率低于可比公司平均水平，但盈利能力偏低，整体来看财务融资能力相近。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司的支持意愿无明显差异。

注：1、武汉地铁系“武汉地铁集团有限公司”的简称，郑州地铁为“郑州地铁集团有限公司”简称，南京地铁系“南京地铁集团有限公司”的简称；2、武汉地铁、郑州地铁、南京地铁相关数据均未调整。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

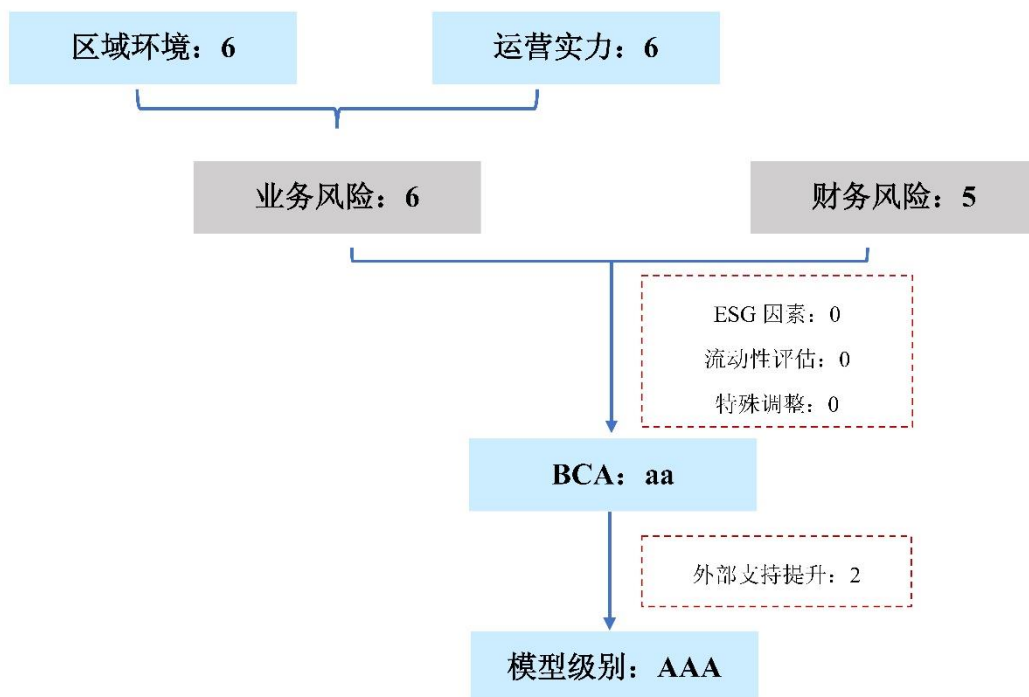
## 本次跟踪情况

| 债项简称                 | 本次债项<br>评级结果 | 上次债项<br>评级结果 | 上次评级有效期               | 发行金额/债项<br>余额（亿元） | 存续期                   | 特殊条款             |
|----------------------|--------------|--------------|-----------------------|-------------------|-----------------------|------------------|
| 15 长沙轨道债 01/PR 长轨 01 | AAA          | AAA          | 2023/6/27 至<br>本报告出具日 | 30.00/4.50        | 2015/04/03~2025/04/03 | 流动性支持、<br>提前偿还条款 |
| 15 长沙轨道债 02/PR 长轨 02 | AAA          | AAA          | 2023/6/27 至<br>本报告出具日 | 30.00/9.00        | 2015/07/14~2025/07/14 | 流动性支持、<br>提前偿还条款 |
| 15 长沙轨道债 03/PR 长轨 03 | AAA          | AAA          | 2023/6/27 至<br>本报告出具日 | 20.00/6.00        | 2015/12/21~2025/12/21 | 流动性支持、<br>提前偿还条款 |
| 21 长沙轨道债 01/21 长轨 01 | AAA          | AAA          | 2023/6/27 至<br>本报告出具日 | 10.00/10.00       | 2021/09/22~2031/09/22 | --               |
| 22 长沙轨道债 01/22 长轨 01 | AAA          | AAA          | 2023/6/27 至<br>本报告出具日 | 20.00/20.00       | 2022/04/18~2032/04/18 | --               |

| 主体简称 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级有效期            |
|------|--------|--------|--------------------|
| 长沙轨道 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2023/06/27 至本报告出具日 |

## 评级模型

长沙市轨道交通集团有限公司评级模型打分(C220000\_2024\_04\_2024\_01)



注：

**调整项：** 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

**外部支持：** 中诚信国际认为，长沙市政府具备很强的支持能力，同时对公司有很强的支持意愿，主要体现在长沙市经济财政实力持续增强，长沙轨道作为长沙市唯一的城市轨道交通建设与运营主体，自成立以来，公司持续获得政府在资本金注入、运营补贴以及政府专项债等方面的有力支持，具备很强的区域重要性，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论：** 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000\_2024\_04

## 宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓解，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

## 区域环境

中诚信国际认为，长沙市作为湖南省省会，政治经济地位重要，经济财政实力在全省 14 个地市（州）中排名首位，再融资环境较好，综合实力和潜在的支持能力很强。

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。近年来，长沙市以智能装备制造、电子信息、新材料、生物制药、食品等为主要产业，现代产业发展向好，2023 年长沙市位居全国先进制造业百强市第 6 位；同时，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。2023 年，长沙市实现地区生产总值(GDP)为 14,331.98 亿元，经济总量在全省 14 个地市（州）中排名第一，增速为 4.80%。同年，长沙市实现地方一般公共预算收入 1,227.07 亿元，同比增长 2.1%，剔除增值税留抵退税等因素影响，同口径增长 7.03%；受到房地产市场下行的影响，长沙市 2023 年政府性基金收入为 902.83 亿元，同比下降 18.78%。再融资环境方面，截至 2023 年末，长沙市显性债务率<sup>1</sup>已突破国际 100%警戒标准，但在全省位于较低水平，债务风险整体可控。此外，长沙市内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，直融市场较为活跃，整体再融资环境较好。

表 1：近年来长沙市地方经济财政实力

| 项目           | 2021      | 2022      | 2023      |
|--------------|-----------|-----------|-----------|
| GDP（亿元）      | 13,270.70 | 13,966.11 | 14,331.98 |
| GDP 增速(%)    | 7.5       | 4.5       | 4.8       |
| 人均 GDP（万元）   | 12.96     | 13.40     | 13.63     |
| 固定资产投资增速(%)  | 8.2       | 5.1       | -6.8      |
| 一般公共预算收入（亿元） | 1,188.31  | 1,202.00  | 1,227.07  |
| 政府性基金收入（亿元）  | 1,246.31  | 1,111.54  | 902.83    |
| 税收收入占比(%)    | 74.04     | 70.96     | --        |
| 公共财政平衡率(%)   | 77.08     | 76.74     | 75.43     |

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%；“--”为数据无法获取。

资料来源：长沙市人民政府官网，中诚信国际整理

<sup>1</sup> 显性债务率=地方债务余额/当年政府综合财力\*100%。



## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为长沙市唯一的轨道交通建设与运营主体，在长沙市轨道交通领域处于垄断地位，具有极强的业务竞争力；公司在建和拟建轨道交通项目较多，业务稳定性和可持续性较好。但值得注意的是，公司营业收入主要来源于地铁运营和乘客票价补贴，受制于轨道交通强公益属性，地铁运营持续处于亏损状态；公司土地出让业务受国家宏观经济政策及土地、房地产市场行情影响较大，但 2023 年未实现相关收入，未来仍存在不确定性；此外，受第三期建设规划调整影响，部分地铁线路建设进展不及预期。

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

|        | 2021 年 |        |        | 2022 年 |        |         | 2023 年 |        |        | 2024 年 1~3 月 |        |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|
|        | 收入     | 占比     | 毛利率    | 收入     | 占比     | 毛利率     | 收入     | 占比     | 毛利率    | 收入           | 占比     | 毛利率    |
| 土地出让   | 15.07  | 27.76  | 0.00   | 6.44   | 14.96  | 0.00    | --     | --     | --     | --           | --     | --     |
| 地铁运营   | 8.77   | 16.15  | -87.88 | 8.12   | 18.86  | -134.73 | 10.68  | 24.13  | -83.80 | 2.39         | 77.85  | -98.74 |
| 乘客票价补贴 | 26.85  | 49.46  | 100.00 | 25.54  | 59.33  | 100.00  | 30.28  | 68.42  | 100.00 | --           | --     | --     |
| 地铁租赁   | 1.20   | 2.21   | 87.11  | 1.49   | 3.46   | 85.77   | 1.47   | 3.33   | 89.20  | 0.22         | 7.17   | 81.82  |
| 其他业务   | 2.38   | 4.38   | 92.49  | 1.46   | 3.39   | 60.21   | 1.82   | 4.11   | 55.76  | 0.46         | 14.98  | 58.70  |
| 合计/综合  | 54.29  | 100.00 | 41.26  | 43.05  | 100.00 | 38.94   | 44.26  | 100.00 | 53.46  | 3.07         | 100.00 | -61.83 |

注：各项加总与合计数有尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**轨道交通运营板块**，跟踪期内，公司仍作为长沙市唯一的城市轨道交通项目建设和运营主体，在长沙市轨道交通领域具有垄断地位，其中轨道交通运营业务主要由子公司长沙市轨道交通运营有限公司（以下简称“运营公司”）负责。跟踪期内，公司新增 1 条轨道线路开通运营，截至 2024 年 3 月末，公司已通车 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、5 号线一期和长株潭城际轨道交通西环线一期，营运里程达 159.93 公里，站点数合计 119 个。此外，2022 年 6 月，长沙地铁 6 号线开通运营，该线路为广州市和长沙市合作的轨道交通 PPP 项目<sup>2</sup>，线路里程为 48.11 公里，运营主体为长沙穗城公司，未纳入公司合并报表范围。

表 3：截至 2024 年 3 月末公司已通车轨道线路情况

| 线路名称         | 子线路名称          | 首末站名称        | 运营里程<br>(公里) | 站点数量<br>(个) | 开通时间        | 已投资<br>(亿元) |
|--------------|----------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 1 号线         | 1 号线一期         | 开福区政府站~尚双塘站  | 23.61        | 20          | 2016 年 06 月 | 138.91      |
| 2 号线         | 2 号线一期         | 光达站~望城坡站     | 22.08        | 19          | 2014 年 04 月 | 148.27      |
|              | 2 号线西延一期       | 望城坡站~梅溪湖西站   | 4.45         | 4           | 2015 年 12 月 |             |
| 3 号线         | 3 号线一期         | 山塘站~广生站      | 36.47        | 25          | 2020 年 06 月 | 206.53      |
| 4 号线         | 4 号线一期         | 罐子岭站~杜家坪站    | 33.51        | 25          | 2019 年 05 月 | 163.04      |
| 5 号线         | 5 号线一期         | 毛竹塘站~水渡河站    | 22.50        | 18          | 2020 年 06 月 | 121.52      |
| 长株潭城际轨道交通西环线 | 长株潭城际轨道交通西环线一期 | 湘潭北站~山塘站（不含） | 17.31        | 8           | 2023 年 06 月 | 92.80       |
| 合计           | --             | --           | 159.93       | 119         | --          | 871.07      |

注：1、上述已开通运营的线路，后续仍可能会有部分投资；2、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

<sup>2</sup> 6 号线采取“A+B”（分拆）模式实施。其中，A 部分（土建工程）由公司负责融资、投资及建设；B 部分（机电安装+25 年运营）采用 PPP 模式，由广州地铁集团有限公司（以下简称“广州地铁”）牵头的社会资本方与长沙市政府（长沙市委改革委为指定实施机构）合作，组建长沙穗城轨道交通有限公司（以下简称“长沙穗城公司”），广州地铁、长沙轨道、佳都科技集团股份有限公司及中铁电气化局集团有限公司对长沙穗城公司持股比例分别为 36%、35%、15%和 14%。

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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从运营情况来看，跟踪期内，公司轨道交通运营里程保持增长，受益于长沙市公共交通出行人次增长，各线路日均客流量已超过往年水平，公司地铁运营总客流量及票务收入均较上年同期大幅增加。

表 4：各线路运营数据（万人次/日、亿元、万列公里）

| 1 号线           | 2021   | 2022   | 2023   | 2024.1~3 |
|----------------|--------|--------|--------|----------|
| 日均客运量          | 36.47  | 32.16  | 45.71  | 46.38    |
| 票务收入           | 1.91   | 1.79   | 2.17   | 0.50     |
| 运营里程           | 310.41 | 312.06 | 317.03 | 80.87    |
| 2 号线（含一期及西延线）  | 2021   | 2022   | 2023   | 2024.1~3 |
| 日均客运量          | 52.45  | 44.14  | 67.45  | 67.03    |
| 票务收入           | 3.10   | 2.67   | 3.81   | 0.81     |
| 运营里程           | 456.27 | 460.79 | 482.22 | 121.38   |
| 3 号线一期         | 2021   | 2022   | 2023   | 2024.1~3 |
| 日均客运量          | 22.98  | 21.96  | 31.97  | 31.63    |
| 票务收入           | 1.47   | 1.43   | 1.80   | 0.40     |
| 运营里程           | 387.14 | 388.46 | 430.08 | 104.47   |
| 4 号线一期         | 2021   | 2022   | 2023   | 2024.1~3 |
| 日均客运量          | 31.05  | 26.88  | 42.45  | 42.67    |
| 票务收入           | 1.51   | 1.37   | 1.74   | 0.39     |
| 运营里程           | 405.28 | 409.90 | 419.35 | 106.15   |
| 5 号线一期         | 2021   | 2022   | 2023   | 2024.1~3 |
| 日均客运量          | 17.27  | 17.60  | 25.54  | 25.28    |
| 票务收入           | 0.77   | 0.85   | 1.08   | 0.25     |
| 运营里程           | 239.19 | 241.25 | 243.37 | 61.73    |
| 长株潭城际轨道交通西环线一期 |        |        | 2023   | 2024.1~3 |
| 日均客运量          |        |        | 1.15   | 1.03     |
| 票务收入           |        |        | 0.08   | 0.03     |
| 运营里程           |        |        | 92.55  | 46.89    |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

票价方面，跟踪期内，长沙市地铁收费仍执行《长沙市物价局关于核定长沙地铁票价的通知》（长沙价商[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。

表 5：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

受政府定价公益性影响，公司地铁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，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，长沙市财政按客流量予以补贴，并计入营业收入。2023 年，以此确认的乘客票价补贴收入为 30.28 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，2023 年为 12.37 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。

**轨道交通建设板块**，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）》（以下简称“第一期建设规划”）、《长沙市城市快速轨道交通近期建设规划（2012~2018 年）》（以下简称“第二期建设规划”）和《长沙市城市轨道交通第三期建设规划（2017~2022 年）》（以下简称“第三期建设规划”）。

表 6：长沙市轨道交通建设规划批复情况

| 批复时间/批次    | 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 |
|            | 1 号线北延一期 | 彩霞路~开福区政府  | 9.93     | 53.37     | 2017~2021 |
| 2017 年/第三期 | 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   | 圃园路~云塘     | 21.60    | 181.32    | 2017~2021 |
| 合计         |          |            | 263.06   | 1,726.44  | --        |

注：各线路实际投资与原始批复可能有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2024 年 3 月末，第一、二期建设规划获批的项目均已建设完成并开通运营，受第三期建设规划调整影响，第三期建设规划整体建设进度有所滞后。截至 2024 年 3 月末，公司在建线路包括 1 号线北延一期、2 号线西延二期和磁浮东延线等，在建线路全长 49.17 公里，计划总投资合计 398.69 亿元，已累计完成投资 195.40 亿元；同期末，公司拟建项目主要有 4 号线北延和 5 号线南延等项目，拟建线路全长 102.08 公里，预计总投资 484.31 亿元，公司储备项目充足，业务稳定性和可持续性良好，但在建及拟建轨道交通项目投资规模较大，未来仍面临较大的资本支出压力。

表 7：截至 2024 年 3 月末公司主要在建轨道交通项目情况（公里、亿元）

| 在建线路             | 开工时间 | 起止点                          | 长度    | 总投资    | 已投资    |
|------------------|------|------------------------------|-------|--------|--------|
| 1 号线北延一期         | 2020 | 金盆丘站~开福区政府站（不含）              | 9.84  | 59.91  | 48.15  |
| 2 号线西延二期         | 2020 | 长沙西站~梅溪湖西站                   | 13.82 | 120.00 | 66.84  |
| 长沙磁浮东延线接入 T3 航站楼 | 2020 | 长沙大道与临空大道西北侧既有长沙磁浮快线~磁浮 T3 站 | 4.45  | 27.21  | 21.42  |
| 6 号线东延段          | 2021 | 黄花机场 T1T2 站（不含）~黄花机场 T3 站    | 4.22  | 27.99  | 13.49  |
| 7 号线一期（云塘站~五里牌站） | 2021 | 云塘站~五里牌站                     | 16.84 | 163.58 | 45.50  |
| 合计               | --   | --                           | 49.17 | 398.69 | 195.40 |

注：长沙磁浮东延线接入 T3 航站楼项目依据为《关于长株潭城市群城际轨道交通网规划（2009-2020 年）的批复》（发改基础[2009]2583 号）、《关于长沙机场改扩建工程项目建议书的批复》（发改基础[2020] 515 号）和《关于长沙黄花国际机场总体规划的批复（民航函

[2019]1121 号) 等文件。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2024 年 3 月末公司主要拟建轨道交通项目情况（公里、亿元）

| 项目名称                      | 预计全长   | 预计总投资  | 预计建设时间    |
|---------------------------|--------|--------|-----------|
| 4 号线北延                    | 15.13  | 114.02 | 2024-2029 |
| 5 号线南延                    | 8.43   | 71.84  | 2024-2029 |
| 长沙至宁乡市域（郊）铁路工程华强路站-枫林西路站段 | 38.98  | 91.87  | 2024-2029 |
| 长沙至浏阳线工程（黄花机场-蕉溪首开段）      | 26.20  | 127.36 | 2024-2028 |
| 7 号线一期北段（五里牌站-汽车东站）       | 4.99   | 44.40  | 2024-2029 |
| 1 号线北延一期延伸线               | 4.63   | 16.82  | 2024-2028 |
| 7 号线一期南段（云塘站（不含）-生态动物园站）  | 3.72   | 18.00  | 2024-2028 |
| 合计                        | 102.08 | 484.31 | --        |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资本金方面，截至 2024 年 3 月末，公司已完工项目资本金为 538.34 亿元，尚需到位 127.43 亿元，资本金到位较为滞后；公司在建项目资本金为 157.67 亿元，已累计到位资本金 41.76 亿元，未来公司资本支出压力仍然较大，需关注资本金到位情况。

表 9：截至 2024 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  | 60.02  |
| 完工     | 3 号线一期             | 260.28   | 91.28  | 69.70  |
| 完工     | 5 号线一期             | 165.71   | 66.28  | 38.88  |
| 完工     | 6 号线               | 369.43   | 147.77 | 93.22  |
| 完工     | 长株潭城际轨道交通西环线一期     | 95.88    | 38.00  | 38.00  |
| 完工项目合计 |                    | 1,421.28 | 538.34 | 410.91 |
| 在建     | 1 号线北延一期           | 61.11    | 23.23  | 6.17   |
| 在建     | 2 号线西延二期           | 120.00   | 46.00  | 14.42  |
| 在建     | 磁浮东延线              | 27.21    | 11.00  | 11.59  |
| 在建     | 7 号线一期工程（云塘站-五里牌站） | 165.59   | 66.24  | 7.57   |
| 在建     | 6 号线东延线            | 27.99    | 11.20  | 2.01   |
| 在建项目合计 |                    | 401.90   | 157.67 | 41.76  |
| 合计     |                    | 1,823.18 | 696.01 | 452.67 |

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

**土地出让板块**，跟踪期内，长沙市轨道交通项目建设资金仍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 宗土地划拨给公司子公司长沙自贸投资发展集团有限公司（以下简称“自贸公司”）<sup>3</sup>，评估入账价值为 344.56 亿元，评估单价平均为 4,712.35 元/平方米，截至 2024 年 3 月末，公司划拨地账面价值为 248.74 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 2024 年 3 月末，自贸公司已累计完成投资 289.56 亿元。

跟踪期内，受土地和房地产市场行情下行影响，公司当期未出让土地，亦未实现土地出让收入。截至 2024 年 3 月末，公司累计出让土地约 2,195 亩，在整理土地面积为 1,742 亩，2024~2025 年，公司计划分别开发并出让土地 732 亩和 600 亩。考虑到土地出让受国家宏观经济政策及土地、房地产市场行情影响较大，需持续关注公司土地出让进度和收益回款情况。

表 10：截至 2024 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   |
|-------|---------------------------------------------|---------------------------------------------|--------|--------|----------|----------|--------|
| 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<br>（其中 2014 年底已出让净地 383.89 亩） | 291.16 | 289.56 | 已获得土地证   | 4,712.35 | 344.56 |
| 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<sup>4</sup>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 11：近年来主要来源于政府的资金情况（亿元）

| 分类     | 2021  | 2022  | 2023  |
|--------|-------|-------|-------|
| 项目资本金  |       |       |       |
| 区县分摊   | 37.89 | 25.95 | 19.59 |
| 政府债券资金 | 5.30  | 0.00  | 0.00  |
| 政府补贴   | --    | 9.14  | 12.42 |

<sup>3</sup> 曾用名名为长沙市武广新城开发建设有限责任公司，2023 年 10 月更为现名。

<sup>4</sup> 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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**其他业务板块**，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。

轨道交通线网周边土地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市轨道交通置业发展有限公司（以下简称“置业公司”）运作。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，公司一级开发累计完成投资 28.75 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。跟踪期内，地铁沿线土地开发尚未实现土地开发收入。

截至 2024 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 2024 年 3 月末，公司累计完成投资 11.95 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 2024 年 3 月末，已累计完成投资 7.06 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 12：截至 2024 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 | 28.75  | 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 | 11.95  | 未出让土地，正在进行挂牌前期工作         |
| 南门口棚改项目               | 南门口东南角       | 24.00  | 9.90  | 7.06   | 未出让土地                    |
| 合计                    | --           | 365.92 | 60.91 | 47.76  | --                       |

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、国金中心地下空间、五一里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；武广东广场和湘江中路站配线商业空间等项目采取自建方式。地下空间项目产生的收益主要为地铁相关设施的租赁，2023 年公司实现地铁租赁收入 1.47 亿元，占营业总收入的比重为 3.33%，收入规模及占比均较上年基本持平。此外，2023 年资金占用费、资源使用费和其他地铁相关收入合计为 1.82 亿元，亦对营业收入形成一定补充。



表 13：截至 2024 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  | 8.31  | 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 | 2.20  | 2.43  | 完工、招商待运营阶段 | 委托建设   |
| 杜花路地下空间     | 33,557    | 车库/商铺 | 1.71  | 1.81  | 暂处于停工状态    | --     |
| 国金中心地下空间    | 28,359.34 | 车库/商铺 | 3.46  | 4.37  | 完工、投入运营    | 投资换经营权 |
| 五一里地下空间     | 10,323.07 | 车库/商铺 | 1.53  | 1.92  | 完工、投入运营    | 投资换经营权 |
| 侯家塘站地下空间    | 4,182.18  | 车库/商铺 | 1.12  | 0.12  | 在建         | --     |
| 运达广场地下空间    | 2,400     | 车库/商铺 | 0.40  | 0.43  | 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  | 0.40  | 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     |
| 湘江中路站配线商业空间 | 3,619.45  | 商铺    | 0.79  | 0.79  | 完工、投入运营    | 自建     |
| 星沙站配线商业空间   | 7,255.5   | 商铺    | 1.48  | 1.48  | 完工、投入运营    | 自建     |
| 华远华时代地下空间   | 2,156.08  | 商铺    | 0.33  | 0.25  | 完工         | 投资换经营权 |

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

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，公司所有者权益规模基本保持稳定，仍具备极强的资本实力；随着项目建设的持续投入，公司债务规模不断扩大，财务杠杆水平仍处于较高水平，资本结构有待优化，且经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力有待提升。

### 资本实力与结构

作为长沙市唯一的轨道交通建设与运营主体，跟踪期内，随着轨道项目建设的推进，公司资产规模继续增长，并呈现以非流动资产为主的资产结构，截至 2024 年 3 月末，非流动资产占总资产的比重上升至 77.55%。公司非流动资产主要系与轨道相关的固定资产和在建工程，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及武广片区土地开发项目，固定资产则主要系由在建工程转入的轨道交通项目，跟踪期内，随着轨道交通项目建设的持续投入，在建工程余额持续增加，另外因长株潭城际轨道交通西环线一期开通运营，相关资产由在建工程转入固定资产，推动公司固定资产规模亦呈增长态势。此外，公司持有一定规模的长期股权投资，主要系对长沙市国资产业控股集团有限公司和长沙穗城公司等联营企业的投资，2023 年末同比小幅增长主要系对长沙穗城公司追加投资以及权益法下确认投资收益所致。公司流动资产则主要包括货币资金、存货和应收类款项，其中货币资金储备较为充足，为经营周转及债务偿付提供了较好的保障；公司存货中有较大规模的政府以资本投入方式划拨的武广片区土地使用权，截至 2024 年 3 月末，存货中划拨地账面价值为 248.74 亿元，均未缴纳土地出让金。截至 2024 年 3 月末，公司应收类款项余额为 134.60 亿元，占同期末总资产的比重为 7.04%，主要是其他应收款中应收乘客票价补贴、应收其他长沙市政府所属相关国有企业的往来款，2023 年因乘客票价补贴回款滞后导致其他应收款同比大幅增长，公司应收款规模较大，对资金形成一定占用，需关注其回收情况。总体来看，公司轨道资产每年可为公司带来较为稳定的收入和现金流，但地铁运营仍依赖于政府补贴，总体来看，公司资产流动性不足，且收益性一般，整体资产质量一般。

跟踪期内，公司总债务规模保持增长，短期债务占比较低，符合地铁建设投资量大、投资回报周

期较长的业务特征，债务期限结构较为合理。2023 年，公司划出沪昆铁路客运专线湖南有限责任公司股权减少资本公积 3.67 亿元，但随着轨道交通项目资本金的拨付，公司经调整的所有者权益仍<sup>5</sup>保持增长，公司当期收到计入资本公积的财政资金为 9.28 亿元；2024 年 1~3 月，因公司当期暂未确认乘客票价补贴收入，当期净利润为负，期末未分配利润亦较上年末下降，带动期末经调整的所有者权益有所下降。整体来看，公司资本实力极强，但由于债务规模不断扩大，财务杠杆率亦呈增长态势，且处于较高水平，资本结构仍有待优化。

表 14：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元、%）

| 项目        | 6 个月以内 | 6 个月至 1 年 | 超过 1 年 | 债务金额   | 占比     |
|-----------|--------|-----------|--------|--------|--------|
| 银行贷款      | 9.14   | 16.28     | 631.35 | 656.77 | 67.75  |
| 公司信用类债券   | 27.50  | 27.50     | 108.00 | 163.00 | 16.81  |
| 非银行金融机构贷款 | 1.53   | 5.55      | 142.57 | 149.65 | 15.44  |
| 合计        | 38.17  | 49.33     | 881.91 | 969.42 | 100.00 |

注：1、上表中债务金额不包括政府专项债、权益性融资债务以及含在债务中的部分利息，与报表口径存在差异；2、各项加总与合计数有尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供、《长沙市轨道交通集团有限公司公司债券年度报告（2023 年）》，中诚信国际整理

### 现金流及偿债能力

公司土地出让及各项业务收入回款、政府补贴收入是经营活动现金流的主要来源，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，而土地开发及地铁线路等各类项目投资支出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。跟踪期内，公司经营活动现金流仍呈现净流入态势，其中 2023 年因公司收到的增值税留抵退税款项返还及往来款规模均较上年同期大幅减少，公司经营活动现金流净流入规模收窄，整体来看经营活动获现能力较为一般，对利息的保障能力大幅下滑。跟踪期内，轨道交通项目的持续投资使得公司投资活动仍保持较大规模的净流出状态，但因部分接近完工的轨道交通项目资金支出同比减少，故当期缺口有所减少。公司经营活动现金流入无法弥补公司投资活动资金缺口，加之还本付息规模较大，公司仍主要通过外部融资弥补资金缺口，跟踪期内公司对外融资力度有所放缓，筹资活动现金净流入规模持续收窄。公司轨道线路及配套项目不计提折旧，公司 EBITDA 主要由费用化利息支出和利润总额构成，近年来公司利息支出规模持续增长；公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益，2023 年公司投资收益规模同比大幅增长，主要系公司持有的长沙市国资产业控股集团有限公司和长沙穗城公司等联营企业股权按权益法确认的投资收益，对当期利润总额形成有效补充，但地铁运营的公益性叠加期间费用对经营利润的侵蚀，同时公司当期获得政府补助规模同比大幅减少，导致公司当期经营性业务利润由正转负，导致公司利润总额同比减少，EBITDA 亦同比减少，不足以覆盖短期债务和全部债务的利息支出，对债务本息的保障能力有待提升。

截至 2024 年 3 月末，公司银行授信总额为 1,531.63 亿元，尚未使用授信额度为 514.40 亿元，备用流动性充足；此外，得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，同期末公司储备有一定规模的在手批文。

表 15：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

|      | 2021  | 2022  | 2023  | 2024.3/2024.1~3 |
|------|-------|-------|-------|-----------------|
| 货币资金 | 71.19 | 70.16 | 51.49 | 40.50           |

<sup>5</sup>经调整的所有者权益=所有者权益合计-混合型证券调整，其中混合型证券调整为 30 亿元权益性债务融资。



|                     |          |          |          |          |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| 其他应收款               | 103.29   | 107.83   | 127.76   | 127.61   |
| 存货                  | 254.77   | 249.84   | 249.77   | 249.75   |
| 长期股权投资              | 66.05    | 71.98    | 76.08    | 76.08    |
| 固定资产                | 736.90   | 921.27   | 992.42   | 993.03   |
| 在建工程                | 425.32   | 363.21   | 381.17   | 398.32   |
| 资产总计                | 1,704.28 | 1,815.34 | 1,904.22 | 1,912.23 |
| 非流动资产占比             | 74.64    | 76.17    | 76.94    | 77.55    |
| 经调整的所有者权益合计         | 669.13   | 679.24   | 685.44   | 678.04   |
| 总债务                 | 885.97   | 965.60   | 1,028.04 | 1,040.27 |
| 短期债务占比              | 6.59     | 5.89     | 8.95     | 8.68     |
| 资产负债率               | 58.98    | 60.93    | 62.43    | 62.97    |
| 总资本化比率              | 56.97    | 58.70    | 60.00    | 60.54    |
| 经营活动产生的现金流量净额       | 39.34    | 60.85    | 18.93    | 0.18     |
| 投资活动产生的现金流量净额       | -128.97  | -108.00  | -66.89   | -18.83   |
| 筹资活动产生的现金流量净额       | 68.21    | 46.22    | 29.29    | 7.66     |
| 收现比                 | 0.76     | 0.58     | 0.46     | 1.96     |
| EBITDA              | 28.02    | 32.71    | 31.45    | --       |
| EBITDA 利息保障倍数       | 0.72     | 0.79     | 0.78     | --       |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 1.01     | 1.47     | 0.47     | --       |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

### 其他事项

受限情况方面，截至 2023 年末，公司受限资产合计为 28.32 亿元，占同期末总资产的比重为 1.49%，其中受限的固定资产账面价值为 13.73 亿元，受限的在建工程的账面价值为 14.59 亿元。

或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保金额 46.05 亿元，占同期末经调整的所有者权益的比重为 6.72%<sup>6</sup>。被担保方包括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。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的企业征信报告及相关资料，截至 2024 年 5 月，公司本部近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 外部支持

2023 年，长沙市经济总量、地方一般公共预算收入在湖南省 14 个地州市中继续稳居首位。公司维持区域重要性，实际控制人为长沙市国资委，根据市政府意图承担长沙市轨道交通项目的投融资任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性，公司在获得财税政策优惠、资本金注入、运营补贴以及政府专项债等方面有良好记录，资本金注入、运营补贴及政府专项债等资金支持对公司的资本支出和还本付息形成重要支撑。其中 2023 年，公司获得长沙市财政返还的增值税留抵退税资金 7.23 亿元；收到计入资本公积的财政资金 9.28 亿元；获得的运营补贴等补助性资金为 12.42 亿元；获得湖南省政府拨付专项债 5.00 亿元。综上，跟踪期内长沙市政府具备很强的支持能力，同时保持对公司很强的支持意愿，可为公司带来很强的外部支持。

<sup>6</sup> 公司对外担保具体情况见附三。

## 跟踪债券信用分析

“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，根据公司提供资料，截至 2023 年末，上述债券募集资金已全部使用完毕。

根据《长沙市轨道交通集团有限公司公司债券年度报告（2023 年）》，“21 长沙轨道债 01/21 长轨 01”募集资金 10 亿元，其中 5 亿元用于长沙市轨道交通 6 号线工程 A 包项目建设，5 亿元用于补充营运资金，截至 2023 年末，募集资金均已按用途使用完毕；同期末，轨道交通 6 号线项目已经完成建设并投入运营，2023 年，轨道交通 6 号线已实现地铁票务收入 2.5 亿元、广通商收入 0.17 亿元。

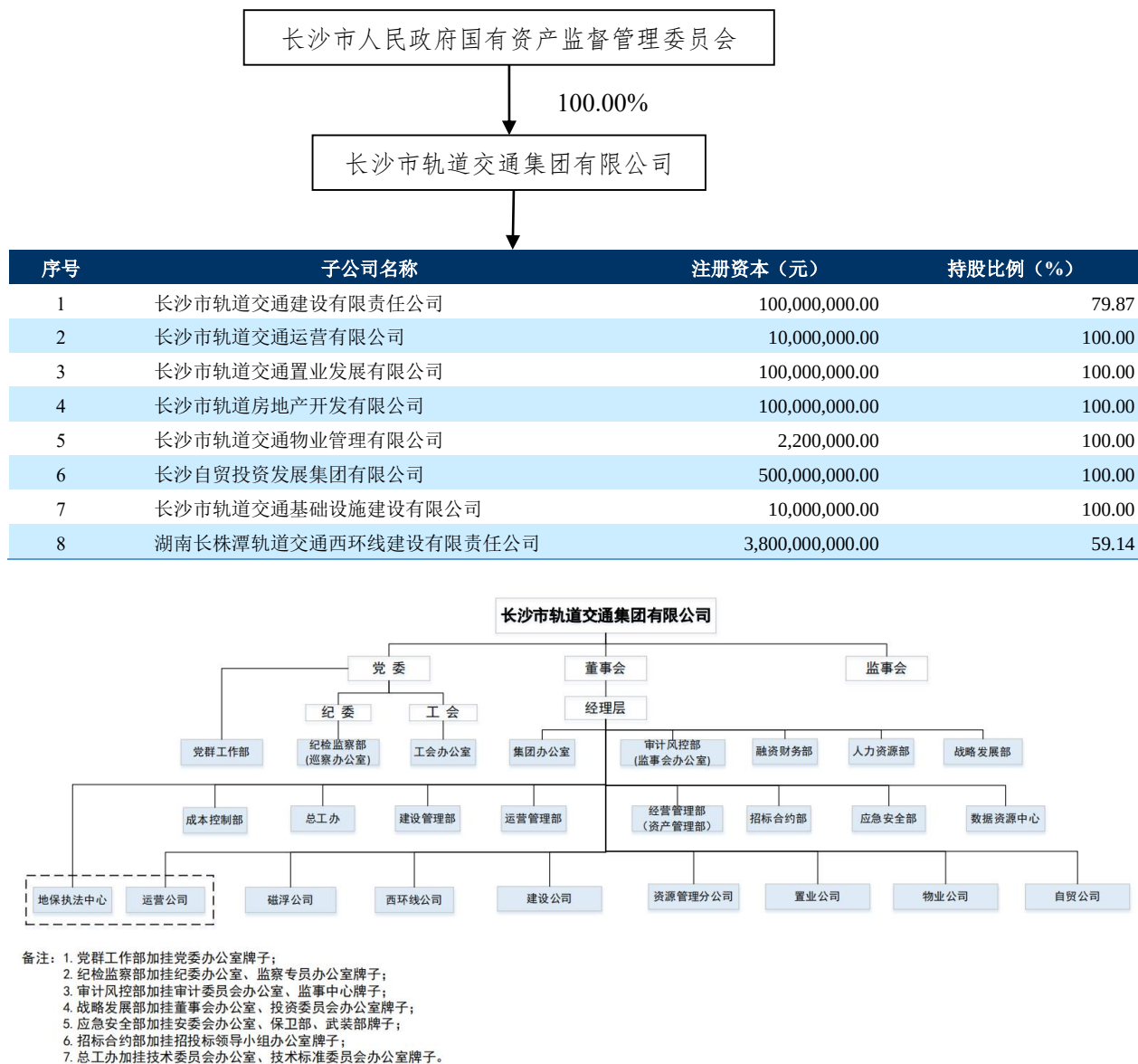
根据《长沙市轨道交通集团有限公司公司债券年度报告（2023 年）》，“22 长沙轨道债 01/22 长轨 01”募集资金 20 亿元，其中 10 亿元拟用于长沙市轨道交通 6 号线 A 包及 7 号线工程项目建设，10 亿元拟用于补充营运资金，截至 2023 年末，募集资金均已按用途使用完毕；同期末，轨道交通 6 号线项目已经完成建设并投入运营，2023 年，轨道交通 6 号线已实现地铁票务收入 2.5 亿元、广通商收入 0.17 亿元；同期末，轨道交通 7 号线工程项目尚未建设完毕，故未产生运营收益。

“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”、“21 长沙轨道债 01/21 长轨 01”和“22 长沙轨道债 01/22 长轨 01”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，业务持续性和稳定性较好，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

## 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主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“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”、“21 长沙轨道债 01/21 长轨 01”和“22 长沙轨道债 01/22 长轨 01”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 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 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）            | 2021          | 2022          | 2023          | 2024.3/2024.1~3 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 货币资金                   | 711,855.88    | 701,577.79    | 514,890.39    | 404,953.08      |
| 非受限货币资金                | 710,855.88    | 701,577.79    | 514,890.39    | 404,953.08      |
| 应收账款                   | 23,912.69     | 40,865.90     | 62,758.81     | 69,943.86       |
| 其他应收款                  | 1,032,948.15  | 1,078,317.33  | 1,277,616.42  | 1,276,054.59    |
| 存货                     | 2,547,666.73  | 2,498,415.02  | 2,497,680.00  | 2,497,549.29    |
| 长期投资                   | 825,197.43    | 884,555.67    | 888,785.31    | 888,785.31      |
| 在建工程                   | 4,253,168.39  | 3,632,107.88  | 3,811,654.74  | 3,983,241.22    |
| 无形资产                   | 3,466.73      | 3,482.01      | 3,197.77      | 3,162.26        |
| 资产总计                   | 17,042,796.88 | 18,153,373.11 | 19,042,202.73 | 19,122,320.71   |
| 其他应付款                  | 300,577.13    | 249,815.53    | 186,360.01    | 241,882.03      |
| 短期债务                   | 583,989.39    | 568,649.84    | 920,392.12    | 902,578.08      |
| 长期债务                   | 8,275,661.98  | 9,087,308.09  | 9,359,989.63  | 9,500,130.59    |
| 总债务                    | 8,859,651.37  | 9,655,957.93  | 10,280,381.75 | 10,402,708.67   |
| 负债合计                   | 10,051,489.12 | 11,061,011.67 | 11,887,846.32 | 12,041,963.15   |
| 利息支出                   | 390,117.60    | 413,335.38    | 403,887.83    | --              |
| 经调整的所有者权益合计            | 6,691,307.77  | 6,792,361.44  | 6,854,356.41  | 6,780,357.56    |
| 营业总收入                  | 542,884.93    | 430,487.85    | 442,581.78    | 30,746.12       |
| 经营性业务利润                | 8,299.51      | 35,500.18     | -16,990.79    | -100,278.99     |
| 其他收益                   | 91,398.92     | 190,856.57    | 124,237.03    | 11.84           |
| 投资收益                   | 16,232.09     | 1,652.56      | 26,653.59     | 0.00            |
| 营业外收入                  | 1,134.00      | 1,251.32      | 2,066.35      | 463.68          |
| 净利润                    | 25,507.67     | 30,610.33     | 10,929.51     | -99,908.63      |
| EBIT                   | 279,087.16    | 325,859.57    | 313,385.73    | --              |
| EBITDA                 | 280,160.75    | 327,093.40    | 314,494.33    | --              |
| 销售商品、提供劳务收到的现金         | 415,118.47    | 249,096.22    | 204,993.95    | 60,375.39       |
| 收到其他与经营活动有关的现金         | 240,625.84    | 403,606.80    | 203,588.90    | 41,079.54       |
| 购买商品、接受劳务支付的现金         | 71,073.43     | 68,055.76     | 73,688.79     | 19,397.82       |
| 支付其他与经营活动有关的现金         | 33,811.72     | 36,602.17     | 23,999.95     | 12,246.27       |
| 吸收投资收到的现金              | 3,000.00      | 18,900.00     | --            | --              |
| 资本支出                   | 1,054,999.09  | 1,030,641.14  | 651,586.06    | 188,090.78      |
| 经营活动产生的现金流量净额          | 393,372.37    | 608,525.53    | 189,279.78    | 1,785.37        |
| 投资活动产生的现金流量净额          | -1,289,653.67 | -1,079,969.98 | -668,902.59   | -188,324.46     |
| 筹资活动产生的现金流量净额          | 682,096.14    | 462,166.36    | 292,935.41    | 76,601.79       |
| 现金及现金等价物净增加额           | -214,185.16   | -9,278.09     | -186,687.40   | -109,937.31     |
| 财务指标                   | 2021          | 2022          | 2023          | 2024.3/2024.1~3 |
| 营业毛利率（%）               | 41.26         | 38.94         | 53.46         | -61.83          |
| 期间费用率（%）               | 52.17         | 69.47         | 72.85         | 228.77          |
| 应收类款项占比（%）             | 6.20          | 6.17          | 7.04          | 7.04            |
| 收现比（X）                 | 0.76          | 0.58          | 0.46          | 1.96            |
| 资产负债率（%）               | 58.98         | 60.93         | 62.43         | 62.97           |
| 总资本化比率（%）              | 56.97         | 58.70         | 60.00         | 60.54           |
| 短期债务/总债务（%）            | 6.59          | 5.89          | 8.95          | 8.68            |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X） | 1.01          | 1.47          | 0.47          | --              |
| 总债务/EBITDA（X）          | 31.62         | 29.52         | 32.69         | --              |
| EBITDA/短期债务（X）         | 0.48          | 0.58          | 0.34          | --              |
| EBITDA 利息保障倍数（X）       | 0.72          | 0.79          | 0.78          | --              |

注：1、中诚信国际根据长沙轨道提供的其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 2022~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理，各期财务报告均依照新会计准则编制，其中，2021 年财务数据采用了 2022 年审计报告期初数，2022 年和 2023 年财务数据分别采用了 2023 年审计报告期初数和期末数，2024 年一季度财务数据采用当期期末数；2、中诚信国际分析时将公司其他流动负债中带息部分调至短期债务、长期应付款中带息部分调至长期债务、权益科目中有息债务调入长期债务；3、公司 2024 年一季度财务报表未经审计，且公司未提供 2024 年一季度利息支出数据，故相关指标失效。

### 附三：长沙市轨道交通集团有限公司对外担保明细（截至 2023 年末）

| 序号 | 被担保对象             | 企业性质 | 担保期限                  | 担保金额（元）          |
|----|-------------------|------|-----------------------|------------------|
| 1  | 长沙市城市建设投资开发集团有限公司 | 国有企业 | 2017/05/31~2039/05/30 | 1,149,000,000.00 |
| 2  | 长沙市城市建设投资开发集团有限公司 | 国有企业 | 2023/06/01~2028/10/13 | 108,800,000.00   |
| 3  | 湖南磁浮交通发展股份有限公司    | 国有企业 | 2015/09/30~2043/09/30 | 2,000,000,000.00 |
| 4  | 长沙长房地铁置业有限公司      | 国有企业 | 2020/11/26~2027/08/21 | 612,500,000.00   |
| 5  | 长沙长房地铁置业有限公司      | 国有企业 | 2020/11/25~2026/01/06 | 735,000,000.00   |
| 合计 |                   | --   | --                    | 4,605,300,000.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理



## 附四：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                                                                             |
|      | 经调整的所有者权益           | 所有者权益合计-混合型证券调整                                                                       |
|      | 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+经调整的所有者权益)                                                                   |
|      | 非受限货币资金             | 货币资金-受限货币资金                                                                           |
|      | 利息支出                | 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出                                                       |
|      | 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                                                 |
|      | 应收类款项占比             | (应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额                                                     |
| 盈利能力 | 营业毛利率               | (营业收入-营业成本)/营业收入                                                                      |
|      | 期间费用合计              | 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用                                                                   |
|      | 期间费用率               | 期间费用合计/营业收入                                                                           |
|      | 经营性业务利润             | 营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项 |
|      | EBIT（息税前盈余）         | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项                                                                |
|      | 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                                                               |
| 现金流  | 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 利息保障倍数       | EBITDA/利息支出                                                                           |
|      | 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 经营活动产生的现金流量净额/利息支出                                                                    |

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附五：信用等级的符号及定义

| 个体信用评估<br>(BCA) 等级符号 | 含义                                            |
|----------------------|-----------------------------------------------|
| aaa                  | 在无外部特殊支持下，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                   | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。  |
| a                    | 在无外部特殊支持下，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                  | 在无外部特殊支持下，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                   | 在无外部特殊支持下，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                    | 在无外部特殊支持下，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                  | 在无外部特殊支持下，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                   | 在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。              |
| c                    | 在无外部特殊支持下，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。

| 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     | 受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。              |
| 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。

| 中长期债项等级符号 | 含义                            |
|-----------|-------------------------------|
| AAA       | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。 |
| AA        | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。  |
| A         | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。  |
| BBB       | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。   |
| BB        | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。  |
| B         | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。    |
| CCC       | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。     |
| 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。

| 短期债项等级符号 | 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      | 还本付息能力较强，安全性较高。          |
| A-3      | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B        | 还本付息能力较低，有很高的违约风险。       |
| C        | 还本付息能力极低，违约风险极高。         |
| D        | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn