交通运输行业之城市轨道篇——

以城轨项目融资为抓手，实现客户综合经营

■ **城轨建设迎新一轮批复，2020—2025 年投资规模有望超 2.5 万亿元。**由于前期超强度建设导致债务压力隐现，我国城轨行业在 2017—2018 年经历了长达一年的中途整顿。随着 52 号文下发，2018 年下半年城轨批复正式迎来重启，行业进入良性发展阶段，整体呈现按需建设、有序推进的状态。我们根据已批复和待批复项目（截至 2019 年底）的情况，保守测算 2020—2025 年城轨投资规模约为 2.52 万亿元，年均 4000 亿元以上。由于城轨建设高度依赖外部融资（40%资本金、60%自筹），我们认为新一轮的城轨批复将有望推动相应的贷款需求扩张。

■ **正外部性使得城轨综合收益高于账面收益，信贷配置价值仍然较高。**由于造价高而收费低，目前我国城轨企业普遍面临账面上的运营亏损，若考虑正外部收益，如推动经济增长、节约出行时间、减少污染、缓解拥堵等，则城轨的运营收支比将明显改善。信贷视角下，当前城轨资产的配置价值仍然较高，一是投放大不良低，匹配银行资产优化的需求；二是城轨建设存在窗口期，达到饱和状态后新增投资将下降，资产稀缺性将凸显。近年来国内银行给予城轨企业的信贷支持持续增长，也反映市场对于城轨企业资产实力、财务状况和资信评级的认可。

■ **城市筛选应重视出行需求和地方债务压力，52 号文的提前把关推动项目质量提升。**对于人口净流入、公交载荷重且交通拥堵情况严重的城市，城轨对其他类型交通工具的替代作用越突出，建设城轨所能获取的综合效益也越高；资金方面，由于目前大部分城轨的建设和运营依赖地方财政支持，因此地方债务压力也是衡量城轨企业短期偿债能力的重要因素。总体上，北上广深等一线城市、大部分省会城市在出行需求和地方财政方面表现良好。此外，2018 年国务院 52 号文出台，对地方经济、财政、人口、客运强度和申报节奏进行严格把关，这也意味着新获批项目的风险水平已基本满足国家要求，处于相对可控的状态。

■ **银行业务建议与风险因素。**（本段有删节，招商银行各部如需报告原文请以文末联系方式联系招商银行研究院。）

王海量

研究院行业研究员

☎：0755-83076585

✉：hailiang_wang@cmbchina.com

杨军

机构客户部

☎：0755-83085440

✉：yangjun3@cmbchina.com

凌俊

机构客户部

☎：0755-83085439

✉：lingjun@cmbchina.com

相关研究报告

《行业深度｜高速公路：债务化解诉求强烈，贷款置换等金融业务受重视》

2019.12.27

《行业跟踪｜高速公路：国务院政策支持，高速公路流动性压力有望纾解》

2020.03.05

目录

1. 城轨建设迎新一轮批复，2020—2025 年投资规模有望超 2.5 万亿元 1
1.1 我国城轨建设经历 4 个阶段，2018 年批复重启迎来良性发展 2
1.2 潜在项目驱动未来 5 年投资额超过 2.5 万亿元，融资需求可观 3
2. 城轨运营亏损应理性看待，总体上信贷配置价值较高 6
2.1 城轨运营亏损是全球普遍现象，正外部性使得其综合效益高于账面效益 6
2.2 城轨具备高投放、低不良等特点，符合信贷配置诉求 8
2.3 国内银行对城轨投入持续加大，持续融资具有保障 10
3. 城市布局重视出行需求和地方债务压力，52 号文显著提升获批项目质量 12
3.1 出行需求决定城轨体系的健康度，重点观察人口流动和交通载荷 12
3.2 地方政府债务压力牵涉到城轨企业短期偿债能力 13
3.3 国务院 52 号文排除部分城市准入资格，新批复项目的风险相对可控 15
4. 银行业务建议与风险因素 17

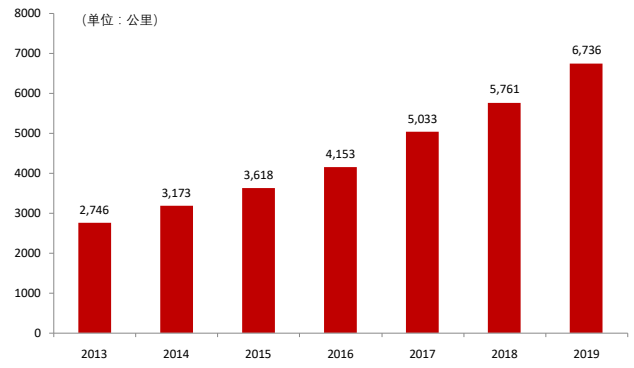
图目录

图 1：我国城轨通车里程（公里）.....1
图 2：我国城轨制式结构.....1
图 3：各地城市轨道运营里程（公里）.....1
图 4：我国城轨建设经历四个阶段，2018 年后进入良性发展周期.....3
图 5：近年来城轨批复项目数量.....3
图 6：近年来城轨批复投资规模.....3
图 7：获批城轨建设规划到期城市数量及具体城市.....4
图 8：我国城轨 2020-2025 年投资规模有望超过 2.5 万亿元.....5
图 9：全国 2 元可乘地铁里程（公里）.....6
图 10：地铁 30 年运营全成本.....6
图 11：我国城轨平均运营收支比.....7
图 12：某城市地铁 4 号线的社会效益测算.....8
图 13：全国银行业的贷款投放规模和不良率情况.....8
图 14：全国银行平均贷款不良率.....9
图 15：全国商业银行对城轨企业的平均授信额度（亿元）.....11
图 16：目前我国仅 7 个城市城轨客运度达到世界平均水平.....12
图 17：我国主要城市的人口情况表.....13
图 18：地铁客运强度与人口密度正相关.....13
图 19：各地城市公交客运量和拥堵指数.....13
图 20：部分城市政府对轨道交通企业补贴模式.....14
图 21：轨道交通投资支出对财政的负担情况.....15
图 22：2018 年国务院 52 号文和 2003 年国务院 81 号文对比.....16

1. 城轨建设迎新一轮批复，2020—2025 年投资规模有望超 2.5 万亿元

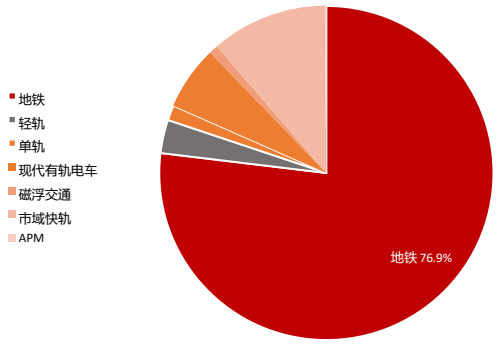
近年来我国城市轨道交通快速发展，通车规模和覆盖范围均持续快速扩张。到 2019 年底，我国城市轨道交通通车里程已达 6736.2 公里，覆盖全国 40 个城市。除北上广深一线城市以外，大量的二三线城市也开始建设或者规划城轨项目。从城轨运营线路的制式结构看，地铁是占比最大的部分，2019 年全国地铁通车里程达 5180.6 公里，占城轨交通运营里程 76.8%。总体而言，我国以地铁为主，其他多种形式为辅的城轨交通格局已基本成型。

图 1：我国城轨通车里程（公里）



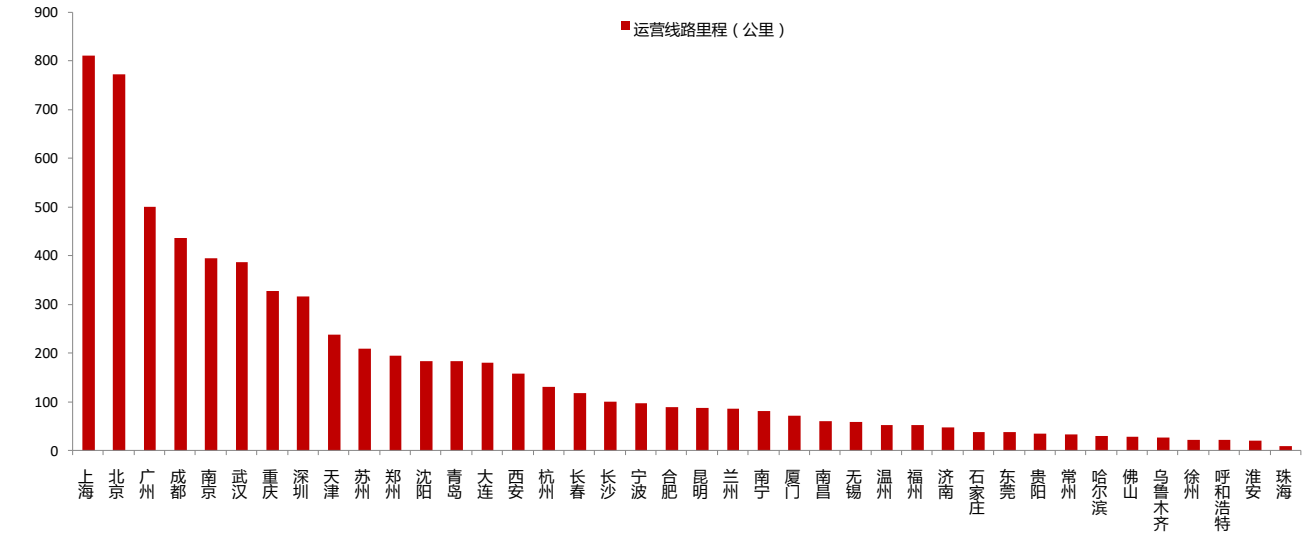
资料来源：中国城市轨道交通协会，招商银行研究院

图 2：我国城轨制式结构



资料来源：中国城市轨道交通协会，招商银行研究院

图 3：各地城市轨道运营里程（公里）



资料来源：中国城市轨道交通协会，招商银行研究院

1.1 我国城轨建设经历 4 个阶段，2018 年批复重启迎来良性发展

城轨项目在国外发展较早，首个项目是 1863 年开通的伦敦大都会铁路，1970 年左右国外的发达国家开始进入城市轨道交通建设高峰期，10 年内全世界共建设了约 1600 公里的城市轨道交通线路，平均每年 160 公里。相比海外情况，我国城轨建设起步较晚，总体上看其发展经历可划分成 4 个阶段（以地铁为例）：

（1）缓慢起步阶段：1969 年-2000 年。全国只有 4 城开通地铁，平均每年新增运营 4 公里地铁线路。在这一阶段的早期，地铁建设主要以人防功能为主，直到后期才逐步转向以城市交通为目的。

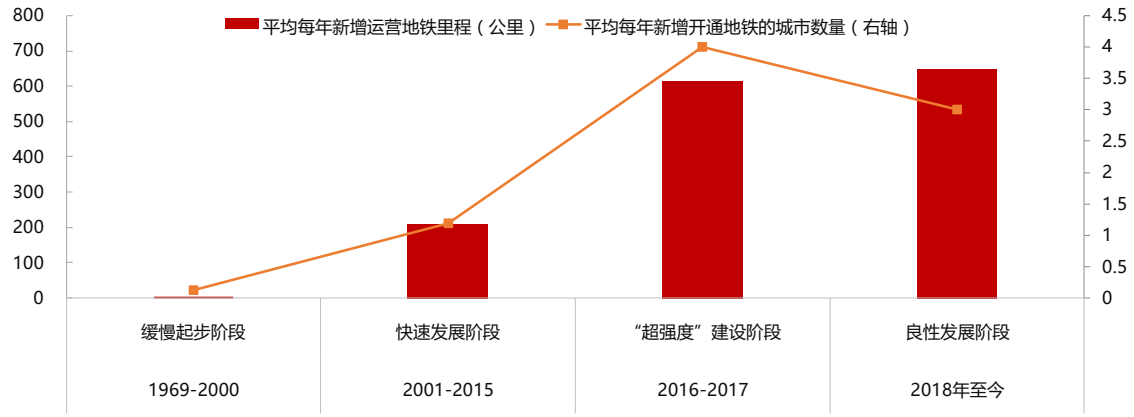
（2）快速发展阶段：2001 年-2015 年。这一阶段全国有 23 座城市开通了地铁，平均每年新增 211 公里地铁线路投入运营。2003 年发布的《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》（下称“81 号文”）明确修建地铁的准入门槛，成为各地城轨建设的核心指导文件。

（3）超强度建设阶段：2016 年-2017 年上半年。随着时间推移，大量城市已经跨过 2003 年设定的地铁准入门槛，在经济下行压力加大背景下，部分城市通过城轨项目刺激经济，地铁的批复和建设双双提速。2016 年-2017 年，我国地铁年均新增通车里程高达 613 公里。在这一阶段中，部分城市出现了不顾城市需求和自身财力，盲目建设地铁项目的现象。根据中国城市轨道交通协会数据，全国共有 100 多座城市开始了城市轨道交通线网的规划。

（4）中途整顿，进入良性发展阶段：2018 年下半年至今。在前一阶段的发展过程中，为了防范地方系统性债务风险，2017 年下半年国家发改委暂停城轨项目批复并开始着手研究新标准。2018 年 6 月，国务院印发《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（下称“52 号文”），一方面大幅提升了地铁建设准入标准，驱动行业进入良性发展阶段，但另一方面，52 号文的下发也使得暂停了 1 年的审批工作得以重启。

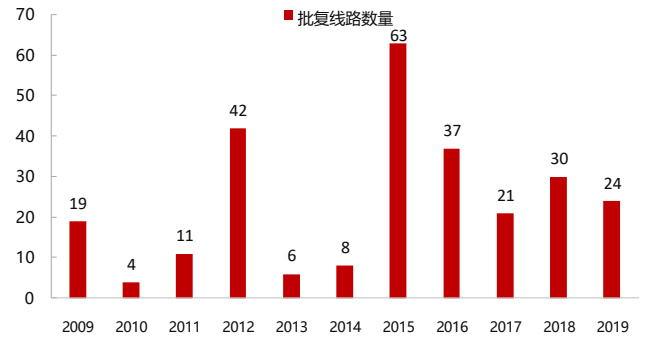
城轨项目批复重启后，2018—2019 年间国家发改委合计批复 11 个项目，线路数量 54 条，批复金额近 1 万亿元。这一阶段地铁批复规模相比 2015—2017 年间有所减少，整体上呈现按需建设、有序推进的状态。

图 4：我国城轨建设经历四个阶段，2018 年后进入良性发展周期



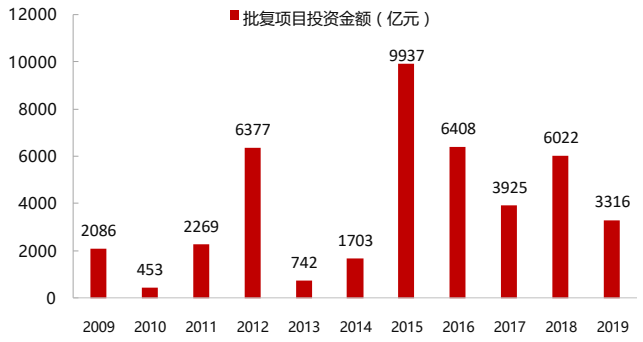
资料来源：中国城市轨道交通协会，招商银行研究院　　注：2018 年后地铁通车里程快速增加主要是 2015 年-2017 年批复项目逐步完工所致

图 5：近年来城轨批复项目数量



资料来源：中国城市轨道交通协会，招商银行研究院

图 6：近年来城轨批复投资规模



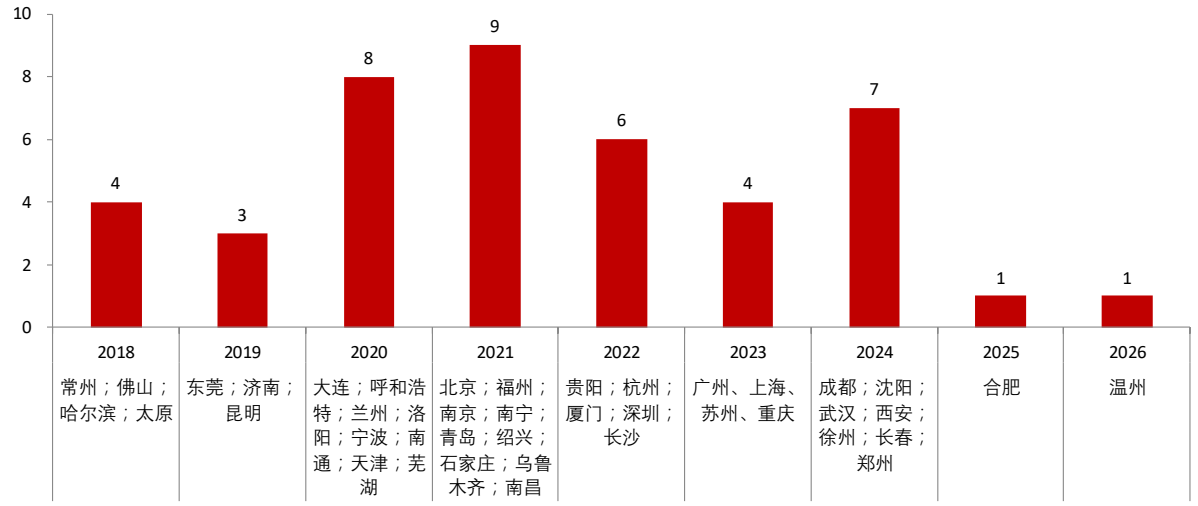
资料来源：中国城市轨道交通协会，招商银行研究院

1.2 潜在项目驱动未来 5 年投资额超过 2.5 万亿元，融资需求可观

根据国家规定，各城市需要在上一轮城轨规划实施的最后一年或者规划总投资完成 70%以上，才能进行新一轮建设规划申报。由于城轨规划的期限一般为五年左右，而上一轮的批复高峰正好出现于 2015 年，**随着这些规划逐步到期，2020-2022 年将有可能成为这些城市再次申报的重要时间窗口。**

- **已获批城市情况：**目前全国共有 43 个城市获得城轨建设规划批复，2018-2022 年将有 30 座城市的规划到期。基于城轨交通成网的需求和财政实力的保障，我们预计有相当一部分城市会申报新一轮城轨项目。
- **已上报待批复项目：**根据智慧轨道交通产业观察，截至 2019 年底已有 15 座城市制定了新一轮的城轨建设规划，处于待申报状态。其中新报项目里程约 1200 公里，调整项目里程约 552 公里。

图 7：获批城轨建设规划到期城市数量及具体城市



资料来源：国家发改委，招商银行研究院

2020-2025 年城市轨道项目投资金额预计超过 2.5 万亿元，创造可观的业务融资需求。1）在建项目：2016 年—2019 年批复的项目，其在建工程仍然需要相关的资金投入，我们预计这部分项目在 2020-2025 年所需要投入的规模约 1.97 万亿元。2）待批项目：假设前述 15 座城市的规划在近期获批且 2025 年前实施完成，按照单公里 7 亿元的平均造价进行测算，则将产生 1.22 万亿元的投资规模。综上，我们保守估计在建项目和待批项目将在未来 5 年产生超过 2.5 万亿元的投资规模，年均约 4205 亿元。

由于我国城市轨道的建设高度依赖外部融资，银行贷款是其中最主要的融资渠道，因此相关的业务需求有望持续涌现。若按照 40%资本金，60%贷款进行测算，则年均新增银行贷款规模有望达到 2500 亿元以上。

图 8：我国城轨 2020-2025 年投资规模有望超过 2.5 万亿元

2020—2024年投资规模测算							
		每年投资额（亿元）					
批复时间	批复规模	2020	2021	2022	2023	2024	2025
2016	6,409	1,282	1,282				
2017	3,925	785	785	785			
2018	6,022	1,204	1,204	1,204	1,204		
2019	3,316	663	663	663	663	663	
2020-2024e	12,175		2,435	2,435	2,435	2,435	2,435
合计		**3,934**	**6,369**	**5,088**	**4,303**	**3,098**	**2,435**

资料来源：招商银行研究院

注：以项目总投资平均分布在 5 年建设期中为假设依据进行测算。实际投资规模将受未来的报批、审批、建设节奏等因素影响。

2. 城轨运营亏损应理性看待，总体上信贷配置价值较高

2.1 城轨运营亏损是全球普遍现象，正外部性使得其综合效益高于账面效益

从账面收益上看，目前我国城轨的运营状况多数处于亏损状态，全国城轨的平均收支比约为 70%左右，仅有北京、深圳、杭州和青岛超过 100%。这使得投资方评估项目时存在心理负担。

在成本端，城市轨道交通需要高昂的初始投入，目前地铁单公里造价已经达到 7 亿元左右，部分城市由于拆迁成本高，单公里造价甚至需要 12 亿元以上。由于单条线路长度一般在 15 公里以上，因此总投资额往往会超过 100 亿元，这在后期运营过程中将形成大额的资产折旧。此外，地铁运营时还需要投入设备维修费、人力成本、动力成本和管理费用等，进一步加重财务压力。

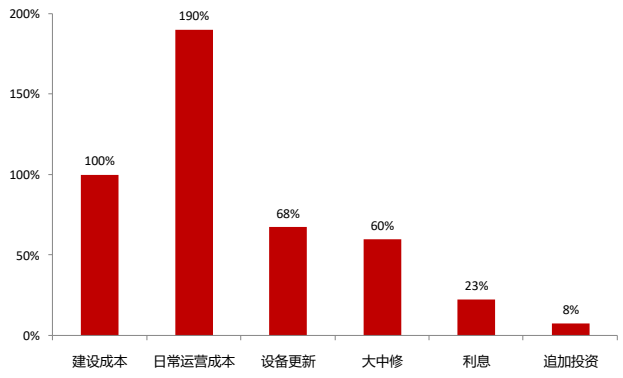
然而，与高昂的运营成本相比，城轨项目的营收增长则显得缓慢。城轨票价的制定主要考虑公益性，多数城市的起步价在 2-3 元，并且采取“递远递减”的定价模式。虽然近年来出现部分城市上调票价的案例，但总体上对城轨账面收益的改善并不明显。此外，城轨的客运量随着城轨线网不断完善才会逐渐增加，一般需要十年以上才可达到客流峰值，而目前我国大多数城市尚未成网，也限制了客流增长。

图 9：全国 2 元可乘地铁里程（公里）

城市列表	2元可乘坐距离
贵阳、厦门、昆明、东莞、佛山、宁波、南京、杭州、武汉、程度、广州、深圳	4公里
乌鲁木齐、济南、福州、无锡、青岛	5公里
南宁、南昌、石家庄、沈阳、大连、西安、郑州、长沙、苏州、重庆	6公里
长春	7公里
合肥	8公里

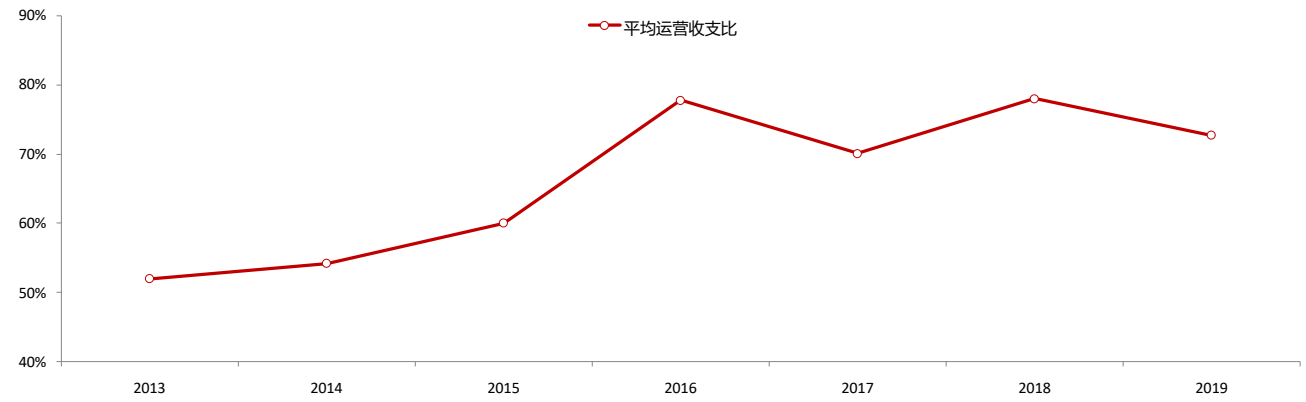
资料来源：机构客户部，招商银行研究院

图 10：地铁 30 年运营全成本



资料来源：地铁图，招商银行研究院
注：以建设成本作为相对基数，取值为 100%

图 11：我国城轨平均运营收支比



资料来源：中国城市轨道交通协会，招商银行研究院

但是，我们认为城轨运营亏损需要理性看待。实际上这在全球范围是普遍现象，纽约、伦敦、新德里等城市的城轨项目运营也是如此，但各地依然对城轨项目给予持续的补贴。这里面的主要考量因素是：城轨在运营过程中会产生显著的正外部性，包括节约出行时间、减少环境污染、缓解城市拥堵、减少交通事故等，这部分效益并未完全体现在城轨公司的营收中。**若从城轨所产生的综合效益角度考量，其运营收支比将有明显提升。**我们以某城市地铁 4 号线一期工程为例测算项目的社会效益：

- **推动经济增长：**城轨修建可以为当地增加就业机会，直接拉动地铁上下游产业投资并且间接衍生金融、商贸、服务需求。根据城市交通轨道协会数据，1 亿元轨道交通投资可为 GDP 直接贡献 2.63 亿元。
- **节约出行时间：**2018 年 4 号线的日均客流量为 20 万人次，平均运输时间为 0.29 小时（较其他公交节省时间 0.45 小时）当地人均工资为 48 元/小时，按照 60%的有效利用时间计算，则每年节约的时间所创造的价值为 9.5 亿元。
- **减少污染物排放量：**4 号线的运营相当于替代了 762 辆公交车和 907 辆出租车，对应每年的油耗为 1.50 亿升和 1.07 亿升，燃油污染物所需的处理成本为 4.47 亿元。
- **缓解城市拥堵：**地铁开通所带来的拥堵缓解产生的时间价值，具体表现为通勤时间的减少而产生的效益。相关研究表明缓解拥堵增加的效益与节约时间效益之间存在比例关系，相关系数约在 0.15—0.35 之间，若采用均值 0.2 计算，则缓解拥堵产生的效益约为 1.9 亿元。

图 12：某城市地铁 4 号线的社会效益测算

社会效益体现	效益测算
推动经济增长	1亿元轨道交通投资可为GDP直接贡献2.63亿元
节约出行时间	每年节约的时间所创造的价值约为9.5亿元
减少污染物排放量	每年节约的燃油污染物处理成本约为4.47亿元
缓解城市拥堵	每年缓解拥堵产生的效益约为1.9亿元

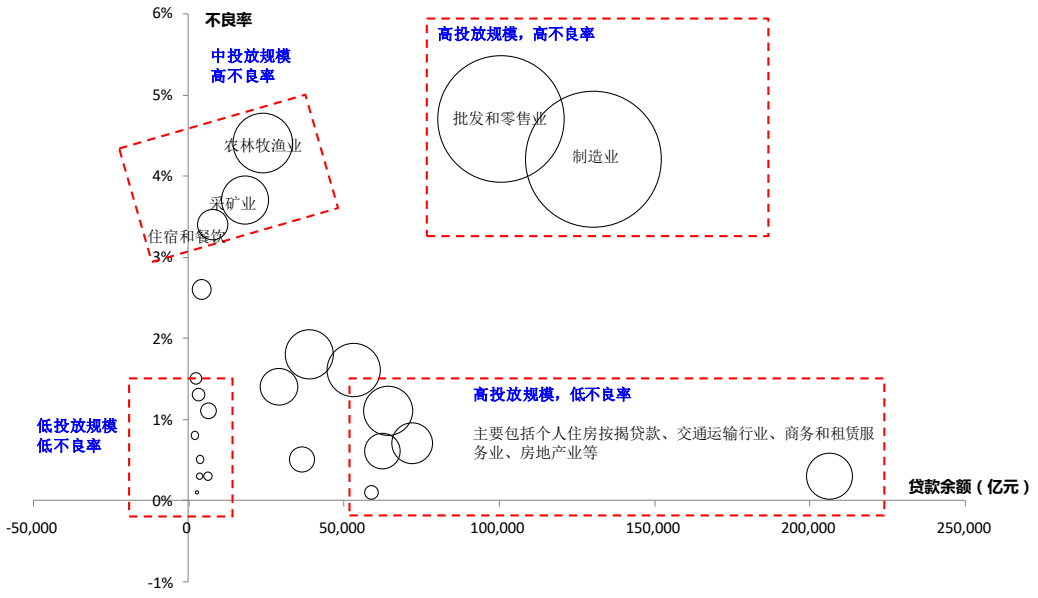
资料来源：中国知网，招商银行研究院

2.2 城轨具备高投放、低不良等特点，符合信贷配置诉求

城轨具备高投放和低不良的特征，资产荒背景下是良好的信贷选择

银行资产配置需要兼顾收益和风险。对于银行而言，理想的配置行业应同时满足投放规模大和不良率低这两项基本要求。但是，由于信息不对称、逆向选择等因素的影响，能够满足这两项特征的资产较为匮乏。**我们观察了近年来全国银行信贷资产投放的数据，城轨行业正好是符合这两个特征的少数行业之一。**

图 13：全国银行业的贷款投放规模和不良率情况



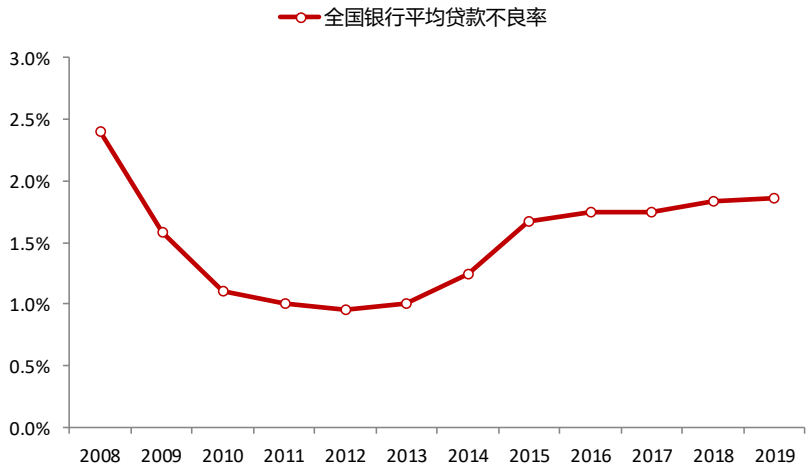
资料来源：银保监会，招商银行研究院
注：由于兼具交通设施和城投属性，城轨行业有可能被划入“交通运输、仓储和邮政业”或“租赁和商务服务业”中

此外，随着资产荒困境显现，城轨行业的配置价值也将持续凸显。

- **传统的信贷投放渠道正面临着额度控制。**过去房地产行业的发展为银行业产生重大贡献，成为主要的信贷配置行业，2019 年个人按揭和房地产企业贷款投放规模合计达到 44 万亿元。但是，在“房住不炒”的政策基调引导下，目前银行资产流向房地产相关行业的渠道、额度都受到严格限制，这一局面短期难以改变，银行资产荒破局则要求能够找到可替代的配置领域。
- **多行业不良率上升背景下，城轨行业的稳定性显现。**由于近年来宏观经济形势持续走弱，国内不少企业都面临着艰难的经营环境，多个行业贷款不良率持续爬升。而城轨行业得益于资产权属清晰、现金来源稳定、财政支持力度大等因素，其不良率则长期稳定在相对健康的水平，目前市场上尚未出现关于城市轨道项目违约的公开案例。

值得注意的是，城轨行业的资产配置存在时间窗口，未来稀缺性将逐步显现。与高速公路、城市道路在扩张过程中兼顾“效率”和“公平”不同，政府对于各地城轨建设的指导思想是“按需建设、量力而行”，这也就意味着城轨建设里程将因为经济、人口情况而存在上限。长期来看，随着各地城轨网络逐步完善后，其发展阶段也将从“新建”走向“维护”，投融资需求减弱，信贷配置的空间也将随之压缩。

图 14：全国银行平均贷款不良率



资料来源：银保监会，招商银行研究院

城轨集团的偿债指标尚可，外部评级普遍较高

如前文所述，国内城轨建设并非盈利导向，大部分效益未能体现在营收上，所以我们认为利润表科目并不能完整反映城市轨道集团的资产质量和偿债能力。因此，我们选择资产规模、负债结构和现金流作为行业经营质量的主要观察指标。**从样本企业数据来看，我国城轨集团资产实力普遍较强、负债结构**

良好、现金流对于利息的覆盖也较为充足，虽然部分企业表现欠佳，但行业整体偿债能力尚可。

- **资产规模：**2019 年城轨集团的平均资产规模为 1813 亿元，且近年来处于快速增长阶段，2015—2019 年复合增速约 15.22%，一定程度上反映交通运输企业的运营实力。从住建部数据看，国内主要城市的城轨投资规模有赶超道路桥梁的趋势，也彰显其在城市交通体系中的重要地位。
- **负债结构：**我们主要观察资产负债率情况，我们在计算过程中合并考虑永续债券、永续中票等偏债型工具。2019 年城轨交通行业资产负债率的平均值为 59%，尚未超过 70%这一红线，整体结构较为良性。但也有部分城市的资产负债率相对较高。
- **现金流对于利息的覆盖：**由于城轨票价不高，所以只靠经营现金流尚不足以覆盖每年的利息支出。但是由于地铁建设具有明显的正外部性，各地政府也愿意给与地铁企业以资金支持。若综合考虑地铁经营现金流和吸收投资获得的现金，则城轨能够实现对利息支付的完整覆盖，2019 年利息倍数为 2.2。但前几年由于地铁建设速度加快，也有部分城市的利息覆盖能力在逐步减弱。

由于国内城轨企业经营实力雄厚，违约风险较低，第三方评估机构也给予了较高的主体评级。在 26 家市级城轨交通发债企业样本中，共有 20 家企业获得了 AAA 评级，其余 6 家企业的评级都在 AA 以上。总体评级情况与省级背景的高速公路平台不相上下，这也侧面反映市场对于城轨企业的积极态度。

2.3 国内银行对城轨投入持续加大，持续融资具有保障

自 2015 年以来，国内银行城轨企业的授信额度保持快速上涨的趋势。最新数据显示，**城轨交通在 2019 年平均获授额度为 1381 亿元，2015 年—2019 年复合增速为 17%。**

但另一方面，由于城轨企业所在地经济状况、财政实力和企业自身财务存在明显分化，国内银行对于城轨企业的态度并非一视同仁。总体上看，**AAA 级评级的企业从银行获得融资支持的力度较 AA+和 AA 级企业更大，高线级城市的融资表现也好于低线级城市。**

图 15：全国商业银行对城轨企业的平均授信额度（亿元）

公司名称	信用评级	2015	2016	2017	2018	2019
一线城市						
广州地铁集团有限公司	AAA	1,115	1,790	2,224	3,320	4,215
北京市基础设施投资有限公司	AAA	2,360	3,002	3,087	3,103	3,049
深圳市地铁集团有限公司	AAA	1,325	1,325	1,325	1,992	1,844
新一线城市						
武汉地铁集团有限公司	AAA	1,479	2,172	2,326	2,362	2,865
重庆城市交通开发投资（集团）有限公司	AAA	531	583	1,383	1,935	1,935
成都轨道交通集团有限公司	AAA	738	1,167	1,164	1,871	1,986
郑州地铁集团有限公司	AAA					1,797
南京地铁集团有限公司	AAA	815	894	1,481	1,216	1,368
宁波市轨道交通集团有限公司	AAA		1,180	1,397	1,193	1,183
长沙市轨道交通集团	AAA	681	789	1,266	982	1,195
青岛地铁集团有限公司	AAA	201	302	683	999	1,615
苏州市轨道交通集团有限公司	AAA	458	856	856	856	833
杭州市地铁集团有限责任公司	AAA	384	317	793	757	1,753
西安市轨道交通集团有限公司	AAA	448	466	643	729	729
东莞市交通投资集团有限公司	AAA	283	289	299	536	689
天津轨道交通集团有限公司	AAA		1,460	2,219	1,361	656
昆明轨道交通集团有限公司	AA+					987
二线城市						
济南轨道交通集团有限公司	AAA				1,140	1,197
沈阳地铁集团有限公司	AAA		517	914	939	857
厦门轨道交通集团	AAA		529	649	653	594
南昌轨道交通集团有限公司	AA+	363	375	1,144	730	1,009
南宁轨道交通集团有限责任公司	AA+		641	793	823	907
长春市轨道交通集团有限公司	AA+	291	296	297	373	519
贵阳市城市轨道交通集团有限公司	AA+	337	355	222	262	249
兰州市轨道交通有限公司	AA		519	559	538	501
平均值	-	**738**	**901**	**1,169**	**1,246**	**1,381**

资料来源：Wind，招商银行研究院

注：每家公司的授信额度为当年最后一期披露数据；上海申通地铁集团有限公司未公开其授信情况，不在本表格中进行统计

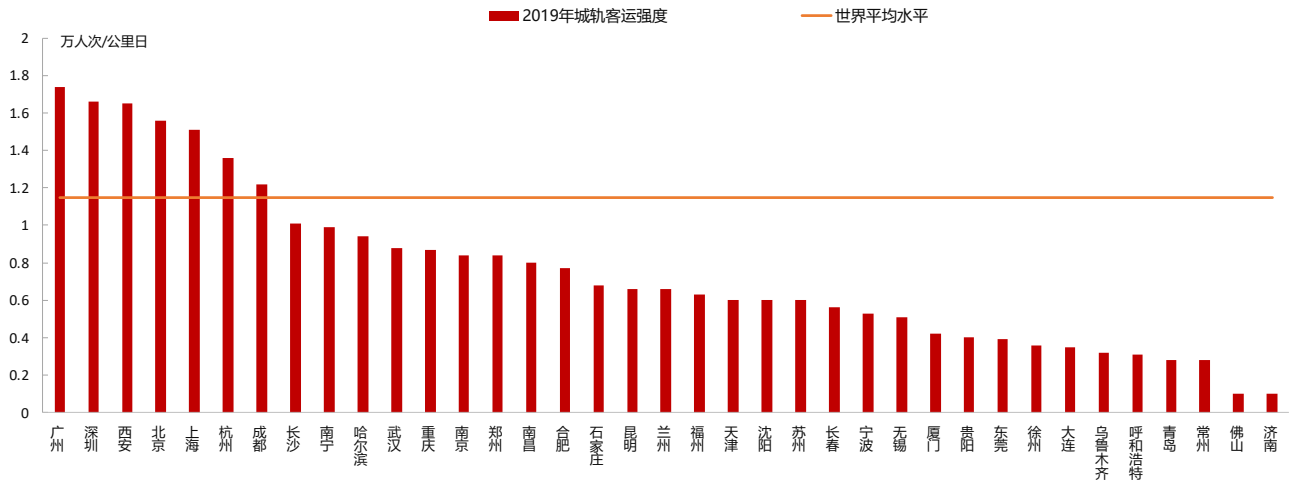
3. 城市布局重视出行需求和地方债务压力，52 号文显著提升获批项目质量

3.1 出行需求决定城轨体系的健康度，重点观察人口流动和交通载荷

城轨的本质作用是改善居民出行需求，优化城市空间布局。从 2.1 章节的案例也可以看出，地铁最直接的外部性效益源自于其对于居民出行时间的节约、对高污染交通工具的替代以及缓解城市拥堵的作用。**只有当综合效益持续超过地铁运营成本时，地铁项目才具备长期运营的基础。**

2019 年我国地铁总运营里程排名世界第一，占全球总里程 37.8%，但平均客运强度为 0.76 万人次/公里日，远低于世界平均水平 1.15 万人次/公里日，仅 7 个城市达到世界均值。当前高投运规模、低客运强度的运营现状一定程度上折射出我国部分城市的真实出行需求有限，这将形成城轨运营的隐患。

图 16：目前我国仅 7 个城市城轨客运度达到世界平均水平



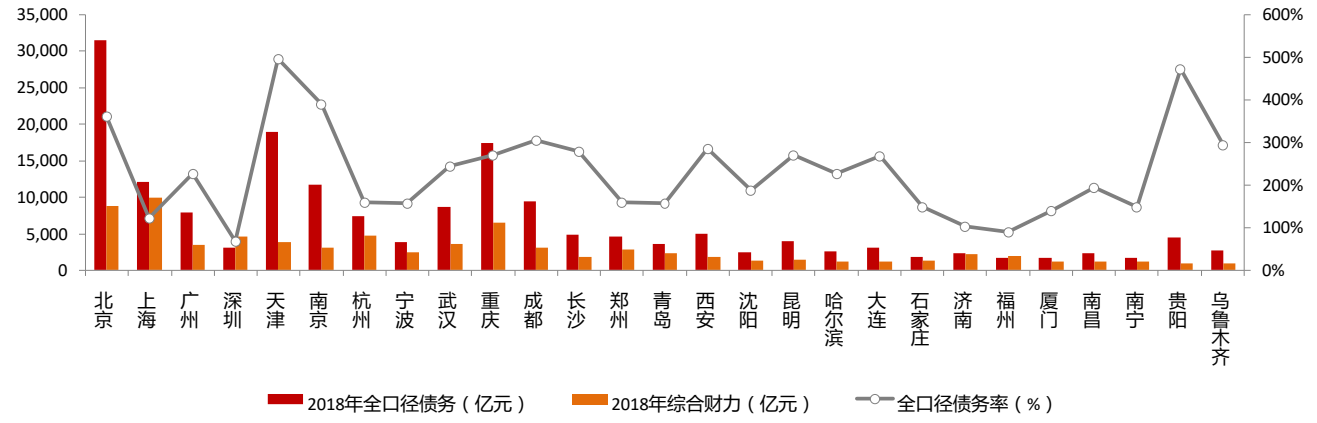
资料来源：中国城市轨道交通协会，招商银行研究院

因此，我们认为各城市轨道体系的健康度主要取决于真实的出行需求。人口流动情况和当前交通载荷是两个主要的观察指标。其中人口流动可关注近三年常住人口及户籍人口规模及增量，交通载荷则可以参考城市客运数量和城市拥堵指数等指标。

- **人口流动：**我们认为，一个城市的常住人口数应大于其户籍人口，否则该城市就是时点性的人口流出；同时，近三年的常住人口和户籍人口增减变化也可以部分反映该城市的人口吸引力。北上广深等一线城市人口基础好，重庆、成都、西安、杭州、武汉、长沙等省会城市也在积极发力引进人口。

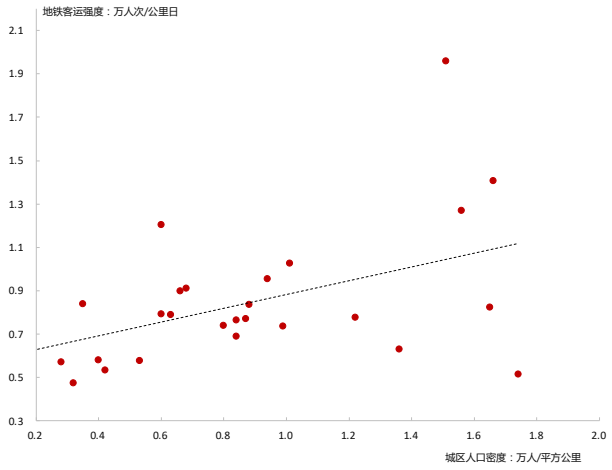
➢ **交通负载：**城轨的使用者主要来自于公交车或出租车客群，城市客运总量越大的城市，城轨的替代空间也越大；此外，路面拥堵严重的城市，也会有更多居民从私家车转向城轨。综合城市客运总量和拥堵指数两项指标来看，北上广深、重庆、成都、西安和武汉表现较好。

图 17：我国主要城市的人口情况表



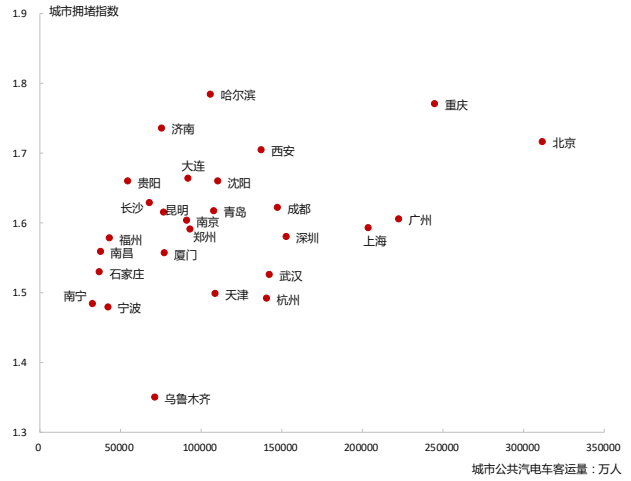
资料来源：住房和城乡建设部，机构客户部，招商银行研究院

图 18：地铁客运强度与人口密度正相关



资料来源：高德地图，住房和城乡建设部，招商银行研究院

图 19：各地城市公交客运量和拥堵指数



资料来源：交通部，高德地图，招商银行研究院

3.2 地方政府债务压力牵涉到城轨企业短期偿债能力

从资金来源方面看，城轨建设和运营都高度依赖财政支持，地方政府除了需要在建设前期投入不低于 40%的项目资本金外（非特许经营权模式），每年还会给予相应补贴以弥补城轨日常运营收支和还本付息缺口。一般而言，政府支持城轨的资金主要源于一般公共预算收入、政府性基金预算收入和国有资本经营预算收入。考虑到大多数城市的城轨项目处于运营亏损状态，整体入不敷出，因此，**地方财政实力对于地铁企业的稳定经营能力具有关键作用，是短期还款的保障。**

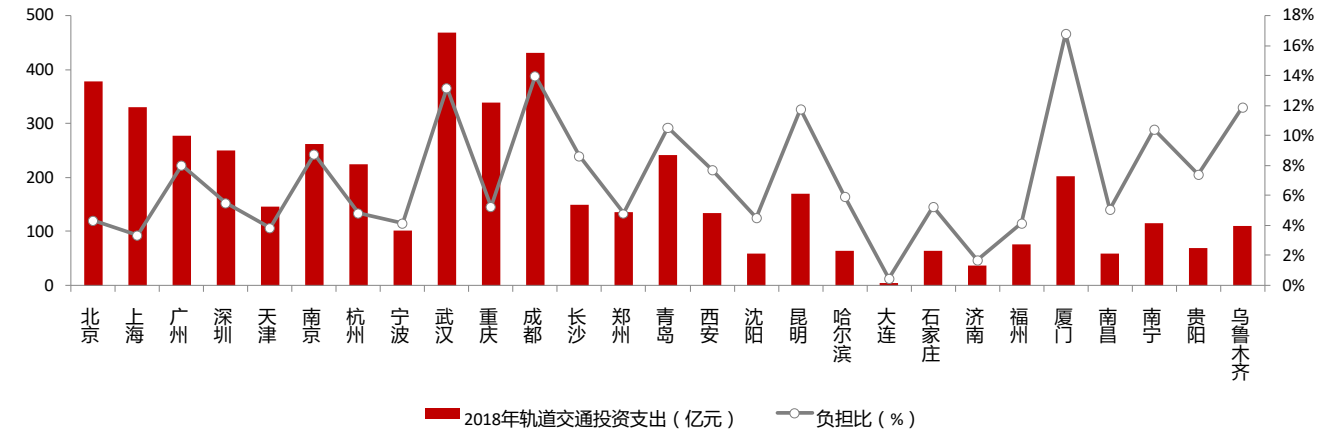
图 20：部分城市政府对轨道交通企业补贴模式

企业名称	政府支持与补贴模式
南京地铁	资本金投入、运营补贴、财政贴息、土地支持
重庆轨交	资本金投入、财政贴息、票款补贴、维修补贴
广州地铁	资本金投入、土地平衡、票价补贴
武汉地铁	资本金投入、运营补贴、土地平衡
北京地铁	ABO协议（资本金、运营补贴、更新改造等）
申通地铁	资本金投入、运营补贴（财政贴息）
成都轨交	资本金投入、全成本运营差额补贴
杭州地铁	资本金投入、票款补贴、土地平衡
苏州轨交	资本金投入、全成本票款差额补贴
深圳地铁	资本金投入、建设投入、土地平衡
青岛地铁	资本金投入、运营补贴

资料来源：机构客户部，招商银行研究院

- **政府债务负担：**如果以政府债务的债务率（债务余额 / 综合财力）衡量地方政府债务水平，我国大多数城市的政府债务表现良好，平均债务率 85.2%，低于国际通行警戒值。考虑到我国地方政府存在着隐性债务问题，谨慎角度出发应以全口径核算城市的实际债务率。
- **城轨建设占财政比例：**城轨投资占财政比例（城轨投资支出/综合财力）可以直接反映地铁投资支出对财政的占用压力。目前大部分城市财政收入相对充足，城轨投资支出的占比尚未超过 10%，少量城市因近期城轨建设加码导致负担相对较高。

图 21：轨道交通投资支出对财政的负担情况



资料来源：机构客户部，招商银行研究院
注：负担比=轨道交通投资支出/地方综合财力

此外，针对 PPP 项目的财政支持还有两方面限制：1）包括城轨在内的所有 PPP 项目每年财政支出责任不得超过当年本级一般公共预算支出的 10%；2）财政支出责任占比超过 5%的地区，不得新上政府付费项目。以上两项规定意味着 PPP 形式的城轨项目将会对其他项目形成挤占，地方政府需要在各个项目之间进行权衡。因此对于 PPP 形式的城轨项目而言，还应重点关注地方 PPP 项目占本级一般公共预算支出的比例，以判断政府补助的空间和可持续性。

3.3 国务院 52 号文排除部分城市准入资格，新批复项目的风险相对可控

2015-2017 年城轨的超强度建设暴露出部分城市盲目攀比、建设强度与地方财政收支不匹配、资金落实不到位等一系列问题。与此同时，各地政府长期积累的隐性债务问题也日益突出。为避免隐患放大，国家政府开始对部分不合理的城轨项目进行整顿，2017 年部分城市地铁项目因高额投入与当地财力不匹配被叫停。

2018 年 52 号文正式出台，与 2003 年 81 号文相比要求明显更高，主要体现在：1）地方财政预算收入从 100 亿元提升至 300 亿元；2）GDP 从 1000 亿元提升至 3000 亿元；3）将人口核算口径由“城区人口”调整为“市区常住人口”；4）增加地铁初期客运强度和申报节奏等要求。根据这些新要求，已获批复的 44 个城市中共有 13 个城市不再符合新规标准，未来恐难再次申报地铁规划项目。

从标准制定角度来看，52 号文尤为重视区域人口、财政实力和经济状况，与市场角度出发的地铁筛选逻辑匹配，因此可作为金融机构的重要参考。同时，52 号文多处出现“严控地方政府债务风险”、“严格建设申报条件”、

“严格审核把关”等字样，体现出审慎稳健的政策基调。在这一背景下，**能符合新标准的城市或项目，也可认为其风险水平已基本被官方接受，处于相对可控的状态。**

图 22：2018 年国务院 52 号文和 2003 年国务院 81 号文对比

涉及方面	新52号文（2018年发布）	原81号文（2003年发布）
财政预算收入	300亿元以上	100亿元以上
GDP	3000亿元以上	1000亿元以上
人口	市区常住人口在300万人以上	城区人口在300万人以上
客运强度	拟建地铁初期客运强度分别不能低于每日每公里0.7万人次；远期客流规模达到单向高峰小时3万人次	客流规模达到单向高峰3万人以上
申报节奏	原则上本轮建设规划实施最后一年或规划项目总投资完成70%以上的，方可进行新一轮建设规划报批	——

资料来源：国务院，招商银行研究院

4. 银行业务建议与风险因素

（本段有删节，招商银行各部如需报告原文请以文末联系方式联系招商银行研究院。）

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇