

特别评论

2025 年 1 月

中诚信国际
中国城投行业

地铁行业财务表现分析

——基于全国 29 家公开发债地铁公司样本

目录

要点	1
主要关注因素	2
结论	13

联络人

作者

政府公共评级部

陈小中 xzchen@ccxi.com.cn

其他联络人

朱洁 jzhu@ccxi.com.cn

魏芸 ywei@ccxi.com.cn

要点

中诚信国际从已开通地铁运营线路的 41 个城市中，选取目前尚有公开存续债的 29 家地铁公司为样本，分析其财务表现。超半数地铁公司的营业收入以地铁运营收入为主，且大多数地铁业务呈经营性亏损，利润总额对政府补贴依赖度大，多元化业务对主业的反哺能力依然有限；地铁项目普遍投资规模大，地铁公司总资产及所有者权益规模均保持增长，且建设资金主要来源于外部融资，整体财务杠杆率较高；经营活动净现金流和 EBITDA 对债务利息的保障能力不足，在区域综合支持能力及企业多元化业务经营差异下，地铁公司偿债能力的差异将继续分化。此外，仍需持续关注地铁公司面临的资本支出压力、债务偿还压力、经营性亏损、多元化业务拓展风险，以及行业政策变动、区域财力、融资环境变化等因素带来的负面影响。

- 2023 年全国 29 家地铁公司中以地铁运营收入为主的公司数量占比超过五成，并积极开展地铁沿线的房地产开发、土地开发整理等多元化业务，能为公司营收规模带来较大补充。
- 由于地铁业务的公益性特点，地铁运营收入成本匹配失衡，全国 29 家地铁公司中大多数呈经营性亏损状态，利润总额对政府补贴依赖度大，多元化业务对主业的反哺能力依然有限，亟需加快转型发展步伐。
- 地铁项目普遍投资规模大，全国 29 家地铁公司总资产及所有者权益规模均保持增长，同时地铁项目在满足财政资金投入最低比例要求后主要通过举债融资推进，财务杠杆率较高，且随着项目的持续建设，整体杠杆水平持续攀升。
- 全国 29 家地铁公司业务呈现多元化经营，经营活动现金流表现不一，投资活动净现金流持续净流出，地铁项目建设资金主要来源于外部融资，地铁公司债务规模普遍较大，经营活动净现金流和 EBITDA 对债务利息的保障能力不足，在区域综合支持能力及自身多元化业务经营差异下，地铁公司偿债能力的强弱将继续分化。
- 地铁公司需重点关注未来资本支出较大、债务负担较重、经营性亏损、多元化业务拓展风险，以及行业政策变动、区域财力和融资环境变化等因素带来的负面影响。

主要关注因素

作为城市基础设施重要组成部分，城市轨道交通在速度、运量及中长距离运输等方面有较大优势，具有运量大、速度快、安全准时、环保节能等特点，其建设可大幅减轻地面交通运输压力、缓解城市交通拥堵，同时可在一定程度上加快城市区域拓展、提升城市功能，整体具有良好的经济和社会效益。近年我国轨道交通行业稳步发展，新增开通轨道交通运营城市和轨道交通运营里程持续增加。截至 2023 年末，我国 59 个城市合计开通城市轨道交通运营线路 338 条，运营线路总长度 11,224.54 公里，其中 41 个城市开通地铁运营线路，运营线路长度 8,543.11 公里，占比 76.11%。与此同时，随着 2018 年国务院办公厅《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发[2018]52 号）的出台，我国地铁、轻轨建设的门槛大幅提高，加之 2023 年中央对“防范化解地方债务风险”的重视达到新高度，7 月 24 日中央政治局会议提出要有有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，同年 9 月、12 月先后发布多个政策文件，强调防范化解地方债务风险，同时要加强政府投资项目管控力度。在此背景下，近年来我国在建轨道交通项目公里数及投资规模均有所回落。截至 2023 年末，我国 45 个城市有在建轨道交通线路 224 条，在建线路总规模 5,671.65 公里，同比下降 10.69%，当年完成建设投资额 5,214.03 亿元，同比下降 4.22%，其中 38 个城市有地铁在建线路，合计 4,459.65 公里，同比下降 11.69%。地铁行业属于资本密集型行业，且公益属性较强，在当前地铁项目仍处于大规模建设及严控债务的背景下，地铁行业整体财务表现将有何变化？中诚信国际从已开通地铁运营线路的 41 个城市中，选取目前尚有公开存续债的 29 家地铁公司为样本，分析总结其财务表现，具体公司全称及简称详见附表 1。

2023 年全国 29 家地铁公司以地铁运营收入为主的公司数量占比超过五成，并积极开展地铁沿线的房地产开发、土地开发整理等多元化业务，能为公司营收规模带来较大补充。

一二线城市由于经济发达、人口密集程度高，带动了城市的轨道交通发展，29 家样本公司中，2023 年有 6 家地铁公司营业总收入超百亿元，分别为苏州轨道、北京基投、宁波轨道、深圳地铁、广州地铁和成都轨道，以地铁业务收入为主要收入构成的公司共 16 家，其中占营业总收入 50%以上的公司共 14 家。地铁运营线路的开通能带动周边及沿线土地升值，带动房地产、商业等相关服务业发展，而且附着于轨道交通的商业机会也相应增多，除地铁运营业务外，近年来地铁公司同时经营地铁沿线房地产开发、土地开发整理、商品销售（混凝土、钢材、水泥）等业务，通过经营多种业务的方式，与轨道交通业务形成较强的互补，并为公司营业收入规模带来较大补充，其中 9 家地铁公司的非地铁运营收入占比已超过 50%。

表 1：全国 29 家地铁公司的营业收入构成情况（亿元、%）						
公司简称	营业收入			主要业务类型	2023	
	2022	2023	2024.1~9		收入	占比
南昌轨道	29.94	29.34	27.84	混凝土、钢材等商品销售	15.37	52.39
重庆轨道	22.21	30.35	21.86	地铁运营	19.95	65.74
郑州地铁	6.00	16.35	9.84	票款收入	8.80	53.82
南京地铁	24.50	35.04	24.33	地铁运营	20.84	59.49
青岛地铁	46.78	46.29	38.64	房地产开发	20.47	44.20
苏州轨道	90.76	113.71	71.83	地铁运营	81.33	71.53
沈阳地铁	9.55	13.10	9.90	地铁运营	8.42	64.29

天津轨道	19.69	22.60	16.20	房地产销售、土地整理	13.19	58.36
南宁轨道	31.79	39.51	25.89	房地产销售	21.66	54.82
北京基投	150.85	218.03	87.58	房地产开发	106.41	48.80
兰州轨道	2.70	15.73	5.85	房地产销售	10.20	64.87
武汉地铁	101.50	66.90	53.27	票款收入	41.00	61.28
宁波轨道	48.07	105.09	121.07	钢材、水泥和混凝土销售	92.73	88.24
深圳地铁	239.76	251.54	122.96	房地产开发	147.23	58.53
厦门轨道	107.91	85.78	--	房地产开发	59.69	69.58
长沙轨道	43.05	44.26	10.29	票款收入	30.28	68.42
西安轨道	16.65	33.79	--	地铁运营	24.44	72.34
济南轨道	87.99	97.91	70.19	工程施工	45.27	46.24
无锡地铁	31.89	32.74	--	地铁运营	12.31	37.62
广州地铁	122.85	141.24	158.27	地铁运营	73.59	52.10
常州地铁	7.13	7.60	5.58	票款收入	5.57	73.30
福州地铁	22.27	33.79	38.50	地铁运营	29.75	88.04
成都轨道	117.99	158.03	79.82	场站综合开发（房地产）	99.89	63.21
昆明轨道	6.29	10.87	5.53	票款收入	4.69	43.19
长春轨道	7.35	8.45	5.59	预制构件销售	3.99	47.18
贵阳交投	37.84	40.07	--	地铁运营	25.86	64.55
乌鲁木齐轨道	0.71	1.38	1.22	地铁运营	1.14	83.17
绍兴轨道	1.11	0.64	0.28	钢材销售	0.62	95.90
佛山地铁	3.99	5.53	3.26	地铁运营	3.76	67.92

注：因厦门轨道、西安轨道、无锡地铁和贵阳交投未公开披露 2024 年三季报，故上表中上述地铁公司 2024 年 1~9 月的营业收入指标缺失。
数据来源：Choice 金融终端及公开评级报告，中诚信国际整理

由于地铁业务的公益性特点，地铁运营收入成本匹配失衡，全国 29 家地铁公司中大多数呈经营性亏损状态，利润总额对政府补贴依赖度大；在地方财政承压的环境下，地铁公司将加快转型发展步伐，并以多元化经营盈利反哺地铁运营业务，降低其对地方财政补贴依赖度。

地铁行业具有较强的公益属性，日常运营对政府补贴依赖度较高，同时地铁公司承担区域内繁重的地铁项目建设任务，项目资本金需由财政拨付，未来较大规模的债务化解亦需政府支持，区域经济财政实力对其经营发展影响重大。2021 年下半年以来房地产市场调控政策频出，土地财政面临较大压力，从样本公司所属 29 个城市土地出让收入来看，近三年各城市土地出让收入均呈现不同程度的下降趋势。同时，受经济下行大规模减税降费的影响，2022 年绝大部分城市一般公共预算收入均同比下降，地方财政承压，2023 年以来中国经济延续复苏态势，当年一般公共预算收入有所回升。但是，经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存，且房地产行业近期支持政策频出，金融机构对房地产行业支持力度有望加大，但行业回暖仍存在较大不确定性。

表 2：全国 29 家地铁公司所属城市经济财政及在建地铁里程情况（亿元、公里）										
城市	GDP			一般公共预算收入			政府性基金收入			在建里程
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	
南昌市	6,650.53	7,203.50	7,324.50	484.83	457.70	500.20	411.05	290.10	270.80	31.75
重庆市	28,077.28	29,129.03	30,145.79	2,285.45	2,103.42	2,440.77	2,357.94	1,753.95	1,878.62	212.21
郑州市	12,538.00	12,735.81	13,617.84	1,223.63	1,130.79	1,165.85	896.06	521.05	387.86	169.21

南京市	16,290.13	16,907.85	17,421.40	1,729.52	1,558.21	1,619.98	2,493.14	1,560.29	1,254.30	178.30
青岛市	14,136.46	14,968.32	15,760.34	1,368.30	1,273.31	1,337.86	1,192.73	896.31	530.83	185.25
苏州市	23,168.21	23,958.34	24,653.40	2,510.00	2,329.18	2,456.81	2,315.57	1,735.68	1,401.17	251.49
沈阳市	7,249.68	7,695.80	8,122.05	773.02	713.67	800.85	512.10	137.13	104.02	171.88
天津市	15,685.05	16,132.16	16,737.30	2,141.06	1,846.69	2,027.51	1,126.50	423.66	589.61	183.14
南宁市	5,120.94	5,218.34	5,469.06	391.77	392.68	400.88	547.92	234.08	207.51	72.70
北京市	41,045.60	41,540.90	43,760.70	5,932.31	5,714.36	6,181.10	2,705.73	2,227.46	2,110.31	202.87
兰州市	3,231.29	3,343.50	3,487.26	276.73	220.98	255.33	182.69	80.79	64.57	9.06
武汉市	17,716.76	18,866.43	20,011.65	1,578.65	1,504.74	1,601.20	1,964.80	1,330.42	1,288.77	146.63
宁波市	14,594.92	15,716.30	16,453.00	1,723.14	1,680.23	1,785.86	1,594.59	1,205.03	902.21	153.47
深圳市	30,820.10	32,387.68	34,606.40	4,257.70	4,012.44	4,112.92	1,373.68	1,025.76	875.53	130.96
厦门市	7,033.89	7,802.66	8,066.49	880.96	883.81	932.14	1,071.11	1,003.10	675.59	138.89
长沙市	13,270.70	13,587.56	14,331.98	1,188.31	1,202.00	1,227.07	1,246.31	1,111.54	902.83	44.72
西安市	10,751.31	11,486.51	12,010.76	856.00	834.08	951.92	1,460.39	1,262.94	1,321.44	103.56
济南市	11,413.51	12,020.73	12,757.42	1,007.61	1,001.14	1,060.82	1,060.29	555.85	520.76	164.21
无锡市	14,122.99	14,850.82	15,456.19	1,200.50	1,133.38	1,195.42	1,225.77	1,128.78	1,075.83	57.96
广州市	28,225.21	28,839.00	30,355.73	1,884.26	1,855.10	1,945.10	2,423.70	1,631.30	1,621.90	227.28
常州市	9,037.84	9,550.06	10,116.36	688.11	631.78	680.30	1,467.75	1,538.01	1,396.20	--
福州市	11,324.48	12,308.23	12,928.47	749.85	698.52	754.08	959.51	617.34	504.11	48.50
成都市	19,962.30	20,789.40	22,074.72	1,697.63	1,722.43	1,929.06	2,183.76	2,145.92	1,886.85	180.15
昆明市	7,222.50	7,541.37	7,864.76	689.12	505.25	558.00	451.09	146.10	157.94	48.36
长春市	7,064.65	6,744.56	7,002.06	617.09	459.69	576.52	719.76	189.45	423.02	90.16
贵阳市	4,674.76	4,921.17	5,154.75	426.68	402.16	446.20	788.33	805.50	640.94	73.35
乌鲁木齐市	3,691.57	3,893.22	4,168.46	377.93	314.82	369.79	224.83	109.54	92.03	19.35
绍兴市	6,795.26	7,351.00	7,791.14	603.80	540.09	578.75	1,154.77	727.73	445.07	44.90
佛山市	12,185.75	12,698.39	13,276.14	808.26	796.76	800.77	1,159.90	557.43	477.03	83.80

数据来源：企业预警通，中诚信国际整理

地铁公司成本主要由利息、折旧和日常运营三部分组成，其中利息和折旧与地铁投资建设相关，目前多数地铁公司还处于项目建设期，建设项目利息成本大部分资本化处理。折旧方面，各地方政府对当地轨道交通公司计提折旧未形成一致方法，如北京地铁只负责日常运营成本，固定资产更新维护资金按年申报由政府专项拨款解决，不计提折旧；宁波轨道及天津轨道对相关线路基础设施不计提折旧；深圳地铁近年逐步变更折旧方法以减少成本累计，2022年起新增的地铁地下车站、地下综合交通枢纽（房屋建筑物）不计提折旧，2023年对主要地铁运营类设备资产的折旧方法从年限平均法变更为工作量法，减少当年折旧额约12亿元；南京、武汉等城市选择年限平均法计提折旧，但仅对部分资产进行计提折旧，以减少折旧成本对公司财务上经营效益的不利影响。除庞大的折旧规模外，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）、设备维修成本、设备更新成本等。从地铁公司运营情况来看，由于地铁业务具有公益性，收费机制市场化较低，在运营收入无法覆盖成本的情况下，多数城市的地铁公司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，政府补贴形式主要包括票价补贴、利息补贴、政策性补贴等，其中票价补贴、利息补贴等主要系政府对地铁公司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地铁公司补贴，而是通过注入沿线的土地资产、授予土地及房地产开发权等，以丰富地铁公司的收入结构并提升其经营性业务利润规模。从实际情况来看，多元化经营模

式的并行，使得地铁公司的经营成效亦有分化，目前我国各大城市中，深圳地铁、厦门轨道及广州地铁等少量地铁公司能够通过物业租赁、房地产开发等多元化业务实现盈利。但我国多数地铁公司的多元化业务经营仍然较为初期，对地铁运营业务的反哺能力有限，目前日常运营仍主要依赖于财政补贴。在宏观经济发展复苏、地方财政承压的环境下，地铁公司亟需加快转型发展步伐，通过经营性业务的持续优化，提升自身造血能力，并以此反哺地铁运营业务，降低对地方财政依赖度，持续调整其运营补亏的来源和结构。

表 3：2022~2023 年及 2024 年 1~9 月全国 29 家地铁公司盈利情况（亿元、%）								
公司简称	毛利率			利润总额			财政补贴	
	2022	2023	2024.1~9	2022	2023	2024.1~9	2022	2023
南昌轨道	-2.60	-11.41	4.52	1.10	1.56	7.77	7.19	14.10
重庆轨道	-176.08	-116.24	-121.12	0.18	0.31	-24.74	85.29	82.01
郑州地铁	-679.19	-140.15	-226.27	1.04	0.67	-0.77	75.61	56.54
南京地铁	-175.87	-119.09	-149.40	3.50	4.25	3.43	50.06	50.59
青岛地铁	-63.92	-81.44	-50.24	6.02	5.64	1.51	66.01	81.59
苏州轨道	26.26	26.56	35.65	0.09	0.12	0.33	2.11	0.00
沈阳地铁	-55.64	-22.30	-21.77	-6.59	-0.50	-0.08	23.69	24.86
天津轨道	-47.85	-51.46	-5.19	6.54	7.62	5.56	32.39	47.13
南宁轨道	4.64	-11.19	-13.63	5.22	1.70	1.74	14.10	16.95
北京基投	-65.15	-45.98	-91.74	30.79	24.19	21.78	262.86	253.39
兰州轨道	-38.59	1.40	15.80	-4.79	-6.53	-2.95	2.00	2.50
武汉地铁	10.33	-11.56	-10.60	16.27	0.83	-4.33	0.87	5.96
宁波轨道	-29.31	-28.67	-18.76	2.76	4.64	4.32	58.65	75.52
深圳地铁	12.16	12.89	1.20	23.29	16.39	-79.71	5.18	7.21
厦门轨道	7.12	4.45	--	7.07	7.84	--	32.84	25.87
长沙轨道	38.94	53.46	-50.32	3.07	1.10	-31.21	18.04	12.37
西安轨道	-86.77	-12.05	--	0.31	0.14	--	38.00	30.71
济南轨道	18.87	-6.41	-5.93	4.88	6.72	3.28	0.41	50.77
无锡地铁	-7.10	-5.01	--	1.40	1.55	--	6.08	6.61
广州地铁	-3.11	7.94	19.16	10.46	2.48	5.80	12.94	3.36
常州地铁	16.26	19.79	19.22	0.37	0.34	0.31	0.01	0.02
福州地铁	33.43	27.50	29.23	2.66	3.78	2.18	3.66	3.61
成都轨道	28.20	29.95	21.50	13.20	22.05	8.38	61.40	69.28
昆明轨道	-131.74	-193.33	-264.76	0.81	0.90	0.46	9.74	23.78
长春轨道	-106.78	-139.63	-81.81	10.58	8.62	5.68	46.56	48.76
贵阳交投	12.84	14.18	--	1.83	1.48	--	12.67	11.44
乌鲁木齐轨道	-493.17	-631.60	-428.11	0.01	0.04	0.01	3.95	16.29
绍兴轨道	3.27	-123.15	-482.94	0.25	0.13	0.03	0.28	0.87
佛山地铁	-106.67	-302.99	-331.90	0.94	-1.17	-1.82	5.72	18.61

注：1、因厦门轨道、西安轨道、无锡地铁和贵阳交投未公开披露 2024 年三季度报，故上表中上述地铁公司 2024 年 1~9 月的毛利率及利润总额指标缺失；2、上表中样本地铁公司 2022~2023 年财政补贴数据系摘自公开评级报告及审计报告，其中苏州轨道、长沙轨道、常州地铁、福州地铁及成都轨道的票款补贴计入营业收入。

数据来源：Choice 金融终端及公开评级报告，中诚信国际整理

地铁项目普遍投资规模大，全国 29 家地铁公司总资产及所有者权益规模均保持增长，同时因地铁项目在满足财政资金投入最低比例要求后主要通过举债融资推进，财务杠杆比率较高，且随着地

铁项目的持续建设，整体杠杆水平继续攀升。

截至 2023 年末，我国 38 个城市有地铁在建线路，合计 4,459.65 公里，在建体量规模仍较大，以 29 家样本地铁公司为例，随着项目建设的持续推进，地铁公司总资产规模保持增长趋势，但受 2018 年“52 号文”出台及债务管控的影响，增速逐年下降。各城市由于城市能级及地铁建设需求不同，资产体量分化明显，一线城市在建线路增长的绝对规模普遍较高，一线城市所属地铁公司的总资产规模位居前列，其中 2023 年末北京基投、深圳地铁和广州地铁总资产规模分别排在 29 家地铁城市中前三名，均在 6,000 亿元以上。同时，地铁公司项目建设资本金由财政进行拨付，随着在建项目的持续建设，项目资本金陆续到位，推动所有者权益规模逐年增长，但在投资进度放缓及地方财政承压的情况下，项目资本金到位存在波动，致使近年来地铁公司所有者权益规模增速亦有所波动。

图 1: 29 家地铁公司总资产规模及增速情况（亿元、%）

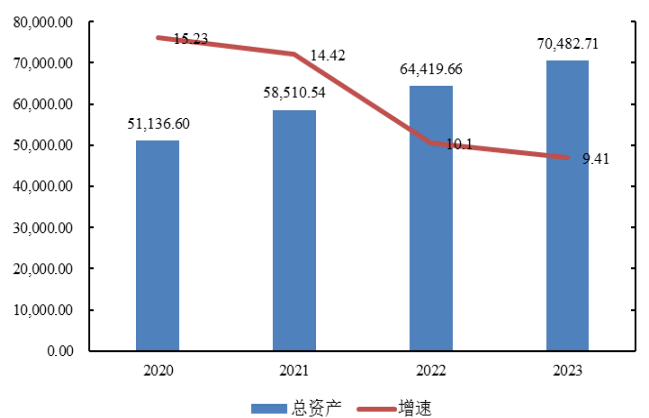
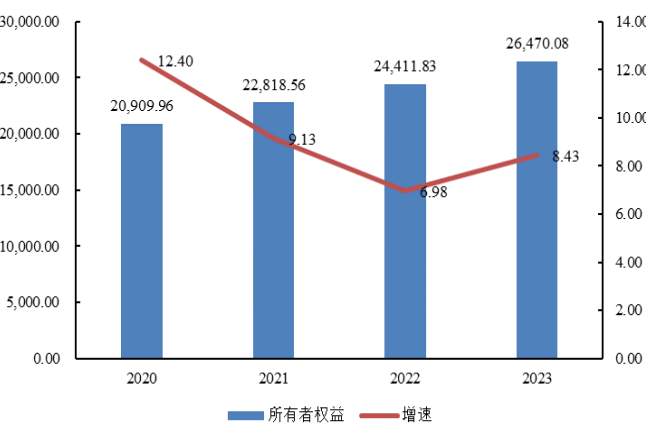


图 2: 29 家地铁公司所有者权益及增速情况（亿元、%）



数据来源：Choice 金融终端，中诚信国际整理

数据来源：Choice 金融终端，中诚信国际整理

表 4: 2022~2023 年末及 2024 年 9 月末全国 29 家地铁公司总资产和所有者权益规模情况（亿元）

公司简称	总资产			所有者权益		
	2022	2023	2024.9	2022	2023	2024.9
南昌轨道	1,118.30	1,284.50	1,345.50	528.84	573.11	585.59
重庆轨道	2,251.07	2,383.53	2,598.40	1,059.17	1,116.70	1,211.97
郑州地铁	2,147.04	2,401.59	2,542.66	649.01	677.29	692.64
南京地铁	2,747.77	3,043.79	3,247.38	886.05	1,009.07	1,034.68
青岛地铁	2,682.75	3,070.38	3,323.65	1,049.41	1,087.67	1,098.74
苏州轨道	1,648.43	1,957.98	2,117.61	628.13	724.06	757.17
沈阳地铁	1,002.99	1,214.49	1,340.36	401.82	444.25	492.70
天津轨道	3,580.44	3,742.38	3,860.74	1,535.09	1,577.35	1,589.24
南宁轨道	1,158.24	1,253.86	1,005.36	424.09	461.37	373.81
北京基投	8,212.80	8,747.33	9,113.31	2,874.43	3,005.16	3,083.34
兰州轨道	502.35	500.26	497.81	87.27	88.05	85.14
武汉地铁	4,365.64	4,739.05	4,938.86	1,363.45	1,560.81	1,580.55
宁波轨道	2,001.78	2,211.53	2,548.79	657.01	792.97	886.74
深圳地铁	6,616.10	7,160.06	7,522.84	3,115.56	3,197.92	3,193.65
厦门轨道	1,809.55	1,878.36	--	691.88	705.39	--
长沙轨道	1,815.34	1,904.22	1,918.70	709.24	715.44	689.32

西安轨道	1,672.20	1,936.14	--	700.38	786.10	--
济南轨道	2,052.65	2,484.64	2,738.89	526.28	710.86	778.31
无锡地铁	816.47	887.80	--	279.96	344.75	--
广州地铁	5,809.54	6,361.14	6,731.15	2,528.67	2,762.18	3,025.39
常州地铁	382.79	419.14	434.26	151.37	165.46	183.78
福州地铁	1,074.46	1,207.11	1,260.61	407.26	604.47	615.99
成都轨道	4,294.98	4,685.70	4,788.05	1,444.27	1,569.52	1,568.23
昆明轨道	1,529.56	1,483.03	1,503.27	476.24	473.55	474.02
长春轨道	1,112.92	1,295.43	1,389.88	257.90	309.54	313.87
贵阳交投	761.07	785.39	--	439.19	440.68	--
乌鲁木齐轨道	306.44	343.72	380.55	99.60	110.22	120.20
绍兴轨道	166.62	191.49	214.22	132.35	129.65	132.14
佛山地铁	779.35	908.67	973.50	307.91	326.49	336.33

注：厦门轨道、西安轨道、无锡地铁和贵阳交投未公开披露 2024 年三季报，故上表中上述地铁公司 2024 年 1~9 月的总资产和所有者权益指标缺失。
数据来源：Choice 金融终端，中诚信国际整理

轨道交通行业属于资本密集型行业，在项目资本金投入方面，根据《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》(国发[2015]51 号)要求，城市轨道交通项目最低资本金比例由 25%调整为 20%；2018 年，根据国务院办公厅最新发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》(国办发[2018]52 号)要求，除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于 40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金。地铁公司大部分项目实际开工时间早于 2018 年，其项目资本金比例或低于 40%，2018 年后地铁公司在建项目的最低资本金等于或略高于 40%，而项目资本金以外的建设资金主要通过银团贷款、发行债券等融资工具筹集解决，导致地铁公司整体财务杠杆水平较高。全国 29 家样本地铁公司资产负债率和总资本化比率普遍在 50%以上，但不同城市间的项目建设压力及资本金比例存在差异，导致地铁公司间的财务杠杆率分化较明显。截至 2023 年末，样本公司资产负债率低于 50%的仅 2 家¹，在 50%~60%之间的有 7 家，在 60%~70%之间的有 16 家，资产负债率超过 70%的有 4 家，平均资产负债率为 61.98%，较 2022 年上升 0.34 个百分点；样本公司总资本化比率低于 50%有 9 家，12 家总资本化比率居于 50%~60%之间，另有 6 家在 60%~70%之间，超过 70%有 2 家，样本公司平均总资本化比率为 54.64%，同比增加 0.23 个百分点，随着在建线路的持续建设，地铁公司整体财务杠杆水平继续上升，截至 2024 年 9 月末，样本公司²平均资产负债率和平均总资本化比率分别为 66.36%和 56.56%。

表 5：2022~2023 年末及 2024 年 9 月末全国 29 家地铁公司财务杠杆率情况（%）

公司简称	资产负债率			总资本化比率		
	2022	2023	2024.9	2022	2023	2024.9
南昌轨道	52.71	55.38	56.48	45.76	48.58	49.59
重庆轨道	52.95	53.15	53.36	48.87	48.39	49.09
郑州地铁	69.77	71.80	72.76	66.63	67.79	68.38
南京地铁	67.75	66.85	68.14	65.09	64.93	66.02
青岛地铁	60.88	64.58	66.94	56.47	60.46	62.96
苏州轨道	61.90	63.02	64.24	56.05	57.13	59.14
沈阳地铁	59.94	63.42	63.24	54.74	53.62	55.66

¹贵阳交投、绍兴轨道资产负债率低于 50%的主要原因系部分地铁项目采用 PPP 模式。
² 不包含厦门轨道、西安轨道、无锡地铁和贵阳交投，因上述四家地铁公司 2024 年三季报未披露。

天津轨道	57.13	57.85	58.84	48.84	48.41	49.54
南宁轨道	63.39	63.20	62.82	57.11	56.48	52.78
北京基投	65.00	65.64	66.17	55.49	54.74	55.46
兰州轨道	82.63	82.40	82.90	79.83	79.71	79.29
武汉地铁	68.77	67.07	68.00	59.01	57.78	59.27
宁波轨道	67.18	64.14	65.21	56.96	60.19	61.68
深圳地铁	52.91	55.34	57.55	35.69	37.94	40.29
厦门轨道	61.76	62.45	--	52.07	52.40	--
长沙轨道	60.93	62.43	64.07	55.73	56.56	58.29
西安轨道	58.12	59.40	--	51.55	51.07	--
济南轨道	74.36	71.39	71.58	65.76	65.01	65.83
无锡地铁	65.71	61.17	--	59.73	55.54	--
广州地铁	56.47	56.58	55.05	46.97	44.90	45.23
常州地铁	60.46	60.52	57.68	57.75	58.29	55.82
福州地铁	62.10	50.92	51.14	49.03	41.94	42.75
成都轨道	66.37	66.50	67.25	57.16	58.03	58.77
昆明轨道	68.86	68.07	68.47	61.08	59.76	63.87
长春轨道	76.83	76.10	77.42	72.66	72.79	73.49
贵阳交投	44.07	43.89	--	40.24	39.88	--
乌鲁木齐轨道	67.50	67.93	68.41	59.58	60.67	62.72
绍兴轨道	20.56	32.29	38.31	19.43	26.69	32.09
佛山地铁	60.49	64.07	65.45	42.62	44.88	46.03

注：因厦门轨道、西安轨道、无锡地铁和贵阳交投未公开披露 2024 年三季报，故上表中上述地铁公司 2024 年 9 月末的财务杠杆率指标缺失。
数据来源：Choice 金融终端及公开评级报告，中诚信国际整理

全国 29 家地铁公司业务呈现多元化经营，近年经营活动现金流表现不一，投资活动净现金流持续净流出，筹资活动系地铁项目建设资金主要来源，同时地铁公司债务规模普遍较大，经营活动净现金流和 EBITDA 对债务利息的保障能力不足，在区域综合支持能力及自身多元化业务经营差异下，地铁公司偿债能力的强弱将继续分化。

随着当地地铁运营系统逐步成熟，配套资源可以得到高度开发，多数地铁公司积极推进地铁沿线及站点周边的商业项目发展，除地铁运营业务外，地铁公司同时经营房地产开发、土地开发整理、商品销售等业务，整体经营业务趋向多元化，使得地铁公司近年经营活动现金流表现不一，其中部分公司如宁波轨道、济南轨道等经营活动净现金流波动较大主要是由于公司土地一级开发或房地产开发前期投入较大，而此类业务收入的实现具有一定滞后性；郑州地铁、南京地铁和沈阳地铁等公司未及时收到留抵退税资金造成经营活动净现金流呈净流出状态；青岛地铁、苏州轨道、天津轨道及长春轨道等公司受票款补贴未及时到位及往来款支出较大影响，近年来经营活动现金流呈净流出态势。投资活动现金流方面，目前地铁公司的轨道交通项目建设基本处于投入期，近年投资活动现金流基本呈现持续净流出状态，净流出规模的大小取决于在建规模及项目建设进度。筹资活动方面，城市轨道交通投资建设资金需求大，筹资活动系地铁公司资金来源的主要途径，主要通过银团贷款、发行债券等融资渠道筹集，同时吸收投资收到的现金亦是项目建设资金的重要来源。近年地铁公司的筹资活动净现金流呈较大规模净流入状态，同时，经济发达地区政府能够给予地铁公司较强的外部支持，尤其在项目资本金注入方面，其中南京地铁、北京基投、武汉地铁、

宁波轨道、深圳地铁等 8 家地铁公司 2022~2023 年平均吸收投资收到的现金规模超百亿元。

表 6：2022~2023 年及 2024 年 1~9 月全国 29 家地铁公司相关现金流指标情况（亿元）

公司简称	经营活动净现金流			投资活动净现金流			筹资活动净现金流			吸收投资收到的现金	
	2022	2023	2024.1~9	2022	2023	2024.1~9	2022	2023	2024.1~9	2022	2023
南昌轨道	7.78	4.77	-0.21	-84.66	-107.37	-45.19	49.83	119.25	34.41	24.87	54.50
重庆轨道	79.48	45.14	38.47	-204.28	-96.51	-67.37	116.46	54.01	45.65	73.00	63.63
郑州地铁	53.84	-6.13	-13.53	-134.29	-151.84	-68.35	61.35	166.98	73.39	36.50	23.72
南京地铁	-4.59	-24.92	-43.71	-256.12	-188.29	-85.96	207.68	238.03	126.23	123.75	128.00
青岛地铁	-9.65	-55.22	-54.35	-236.79	-305.61	-164.89	217.46	360.73	240.66	109.44	59.77
苏州轨道	23.32	-21.20	-22.13	-166.50	-204.79	-82.48	116.72	239.88	113.78	63.61	82.92
沈阳地铁	-6.60	-8.01	-3.63	-96.12	-164.60	-113.75	82.30	174.32	100.78	30.11	4.30
天津轨道	15.78	-13.58	-23.32	-108.74	-67.61	9.25	34.88	72.41	42.53	44.38	59.49
南宁轨道	10.59	12.08	3.43	-39.19	-38.68	-4.57	9.75	20.65	-3.64	2.90	2.31
北京基投	-23.95	43.40	101.06	-425.31	-497.09	-308.66	404.29	560.52	156.66	205.83	271.25
兰州轨道	6.61	0.28	14.01	-14.03	-4.64	-2.39	9.13	-0.08	-12.88	3.54	6.95
武汉地铁	43.45	4.68	14.61	-154.09	-161.45	-90.62	55.72	161.07	112.61	109.70	126.66
宁波轨道	28.96	8.71	-48.09	-251.53	-425.36	-263.12	185.73	374.18	299.46	90.67	137.55
深圳地铁	59.39	34.53	22.60	-512.85	-407.13	-292.61	479.92	333.66	357.86	146.77	83.71
厦门轨道	-93.52	10.22	--	-111.85	-142.32	--	203.18	59.79	--	0.32	15.00
长沙轨道	60.85	18.93	4.32	-108.00	-66.89	-41.60	46.22	29.29	15.02	1.89	0.00
西安轨道	33.61	43.45	--	-263.55	-252.66	--	218.52	221.19	--	75.50	86.93
济南轨道	-16.46	-23.51	-17.45	-295.45	-308.29	-195.41	317.83	365.69	185.55	115.98	140.98
无锡地铁	-14.88	0.22	--	-55.97	-79.91	--	67.96	81.27	--	34.55	65.17
广州地铁	-69.29	-9.04	15.12	-457.70	-333.60	-191.29	555.41	236.34	185.11	201.66	276.55
常州地铁	-21.86	-21.86	-7.37	-14.82	-14.46	-7.61	25.06	36.74	11.26	26.33	13.85
福州地铁	26.20	7.61	-2.77	-156.53	-114.39	-46.44	97.78	118.82	31.58	27.29	61.86
成都轨道	-11.54	51.13	91.05	-285.29	-234.83	-116.31	302.26	256.45	24.67	184.84	158.96
昆明轨道	35.51	47.56	4.92	-16.47	-0.81	7.28	-42.59	-53.33	-12.54	0.30	0.00
长春轨道	0.57	-4.20	47.17	-82.43	-111.68	-58.74	81.43	107.52	20.20	0.00	0.00
贵阳交投	10.51	9.16	--	4.23	1.24	--	-13.99	-20.45	--	0.00	0.00
乌鲁木齐轨道	3.94	-2.76	-4.36	-4.97	-6.04	-5.59	0.33	12.28	35.96	0.00	0.00
绍兴轨道	-7.10	-9.27	-2.42	-30.80	-21.80	-13.08	38.29	20.56	20.63	0.00	0.00
佛山地铁	-4.00	-9.59	-9.03	-120.27	-93.81	-49.08	114.90	111.51	57.10	5.00	22.00

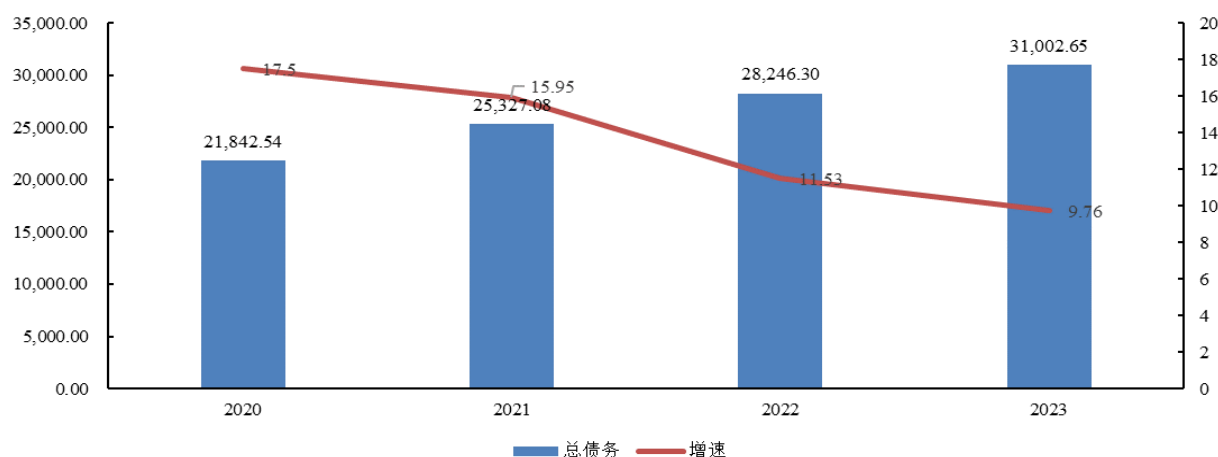
注：因厦门轨道、西安轨道、无锡地铁和贵阳交投未公开披露 2024 年三季度报，故上表中上述地铁公司 2024 年 1~9 月的相关现金流指标缺失。

数据来源：Choice 金融终端，中诚信国际整理

地铁公司项目建设资金主要来源于外部融资，近年总债务规模保持逐年增长趋势，但在“52 号文”出台及债务管控的背景下，债务增速逐年放缓。由于各城市在建项目体量差异较大，使得地铁公司在债务规模上的分化也较为明显，截至 2023 年末，北京基投、广州地铁、武汉地铁、成都轨道、深圳地铁、南京地铁等 12 家地铁公司债务规模超千亿元，同时，上述城市也是地铁项目在建的主要区域，同期末在建项目总里程为 2,133.68 公里，占全国在建地铁项目的体量比重为 47.84%，随着建设的持续推进，其债务规模将进一步增长。从偿债指标来看，2023 年地铁公司的经营活动净现金流对债务利息的保障能力普遍很低，经营活动净现金流利息保障倍数大于 1 的公司仅 4 家，另有 13 家经营活动现金流为净流出状态，无法对债务利息

息偿还形成保障，随着债务规模的增长，2023 年地铁公司平均经营活动现金流量净额利息保障倍数较上年有所下降。从 EBITDA 对债务利息的保障程度来看，17 家地铁公司 2023 年 EBITDA 利息保障倍数较上年有所增长，但当年 EBITDA 利息保障倍数小于 1 仍有 14 家，整体偿债指标表现仍有待改善。地铁公司的还本付息资金主要来源于财政拨款，当前宏观经济仍面临较大复苏压力、房地产市场依然低迷，地方财政不断承压，本息偿付资金的拨付及时性受到一定挑战，在区域综合支持能力及企业自身多元化业务经营差异下，地铁公司偿债能力的强弱将继续分化。

图 3：29 家地铁公司总债务规模及增速情况（亿元、%）



数据来源：Choice 金融终端，中诚信国际整理

表 7：2022~2023 年全国 29 家地铁公司偿债指标情况（亿元、X）

公司简称	总债务		EBITDA 利息保障倍数		经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
南昌轨道	446.15	541.49	0.84	1.32	0.38	0.23
重庆轨道	1,012.26	1,046.97	1.11	1.16	1.74	1.02
郑州地铁	1,296.11	1,425.76	0.89	0.74	0.86	-0.11
南京地铁	1,651.92	1,868.51	0.32	0.31	-0.06	-0.29
青岛地铁	1,361.14	1,663.47	1.18	1.75	-0.32	-1.48
苏州轨道	801.21	964.84	1.34	1.40	0.62	-0.55
沈阳地铁	485.90	513.57	0.78	0.73	-0.28	-0.29
天津轨道	1,465.69	1,480.40	0.24	0.36	1.39	-0.61
南宁轨道	564.59	598.85	8.26	1.02	2.21	1.87
北京基投	3,584.02	3,634.43	1.21	1.17	-0.12	0.24
兰州轨道	345.48	345.96	-0.05	0.03	0.39	0.02
武汉地铁	1,962.86	2,135.77	0.24	0.10	0.40	0.05
宁波轨道	869.54	1,198.97	0.93	1.40	0.68	0.20
深圳地铁	1,728.94	1,955.12	1.34	1.16	0.85	0.44
厦门轨道	751.59	776.45	1.00	0.89	-3.40	0.34
长沙轨道	892.74	931.46	0.79	0.78	1.47	0.47
西安轨道	745.14	820.55	0.70	0.68	1.02	1.15
济南轨道	1,010.67	1,320.75	0.16	0.65	-0.26	-0.29
无锡地铁	415.27	430.64	0.58	0.68	-0.68	0.01
广州地铁	2,239.67	2,250.65	0.18	0.27	-0.94	-0.12

常州地铁	206.92	231.26	1.02	1.04	-2.05	-2.27
福州地铁	391.69	436.72	0.84	1.15	1.18	0.39
成都轨道	1,927.09	2,170.38	1.62	1.75	-0.17	0.71
昆明轨道	747.31	703.20	0.11	0.73	0.79	1.77
长春轨道	685.41	828.02	1.10	1.12	0.02	-0.15
贵阳交投	250.07	256.62	1.60	1.59	0.48	0.62
乌鲁木齐轨道	146.81	170.02	0.04	1.55	0.49	-0.38
绍兴轨道	31.91	47.20	0.21	0.35	-5.61	-7.56
佛山地铁	228.22	254.62	1.18	1.16	-0.70	-1.61

数据来源：Choice 金融终端及公开评级报告，中诚信国际整理

地铁公司需重点关注未来资本支出较大、债务负担较重、经营性亏损、多元化业务拓展风险，以及因政策变动、区域财力水平和融资环境变化等因素带来的影响。

地铁行业具有较强的公益属性，票价收费定价机制市场化程度较低，导致行业盈利能力较弱且对政府补贴依赖度较高，同时地铁建设导致资金需求较大，且存在还本付息压力，除承担上述地铁建设、运营业务外，地铁公司通常还从事地铁沿线土地的一、二级开发以及地铁相关资源开发等多元化业务，以此弥补地铁资金投入。在此背景下，地铁公司普遍面临以下几点风险：一是在建及拟建地铁项目面临较大的资本支出压力；二是债务规模较大，面临一定的还本付息压力；三是地铁业务经营性亏损，对政府补贴较为依赖；四是房地产业务、土地开发整理业务易受宏观调控政策影响。另从上述风险可以看出，地铁公司的建设主要依赖外部债务融资，运营主要依赖政府补贴，这就导致地铁公司的经营情况、负债与当地财政收入、金融环境息息相关，需持续关注区域财政收入及融资环境变化对地铁公司日常经营、再融资能力的影响，尤其是所属区域财政收入下降、债务率较高及非标违约事件频发的地铁公司。

表 8：全国 29 家地铁公司主要风险关注点

公司简称	主要风险关注点
南昌轨道	1、轨道交通建设资金对区域内土地出让收益的依赖程度较高，土地及房地产政策变化或将带来区域内土地出让及收益的不确定性；2、债务规模持续增长，且在建轨道线路尚需投资规模较大，未来面临一定的投融资压力。
重庆轨道	1、资源开发业务储备不足，经营性业务的利润贡献度较低，依赖大量财政补贴维持盈亏平衡，未来运营补贴的到位情况有待持续关注；2、轨道建设项目后续投资规模较大，相应的资本金到位及项目融资匹配情况有待关注；3、资产主要由建设和运营中的轨道资产构成，且代垫付利息款及往来款保持增长，相关款项对资金形成一定占用，加之轨道运营收费权基本已质押，资产整体流动性不佳。
郑州地铁	1、债务规模增长较快，财务杠杆处于相对较高水平，资本结构有待优化；2、因地铁业务具有较强的公益性，利润主要来源于运营补贴，未来自身盈利能力及相关补贴资金实际到位情况值得关注。
南京地铁	1、轨道交通业务准公益性、定价非市场化的特点，导致营业毛利率持续为负，盈利对政府补贴依赖较大，整体盈利能力较弱且经营承压；2、在建项目投资规模较大，带来了较大的资本支出压力。
青岛地铁	1、由于地铁运营业务公益性强，票款业务毛利率持续为负，利润实现对财政补贴依赖大；2、公司保持较大规模的地铁建设支出，债务规模增长较快；3、地铁在建项目较多，各级政府及社会资本方资本金到位情况将影响地铁项目建设进度。
苏州轨道	1、随着苏州市城市交通第三期线网规划稳步推进，对外融资需求较高，债务规模快速增长，资本结构有待优化；2、在建地铁线路项目有较大投资需求，同时储备土地开发项目亦存在一定资金压力，且经营性业务利润维持在较低水平，需对后续资金平衡情况保持关注；3、利用沿线土地资源探索 TOD 模式开发以反哺轨道交通建设和运营，但目前承接的 TOD 一级开发项目资金回笼视政府收储安排而定，TOD 二级开发项目运营情况受房地产市场及调控政策影响较大，需对土地开发板块的投资回报情况保持关注。
沈阳地铁	1、债务规模持续增长，债务负担较重；2、地铁运营业务具有准公益性和定价非市场化的特点，近年来营业利润率及利润总额持续为负；3、在建地铁项目待投资规模较大，且规划中还有多条待投资的地铁线路，未来投资压力大。
天津轨道	1、利润总额对政府补助依赖性非常强；2、短期债务规模较大，现金储备不足，面临的集中偿债压力大。

南宁轨道	1、债务规模不断上升，资产负债率处于较高水平；2、轨道建设项目资金回收期较长且投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。
北京基建	1、在建地铁线路和房地产开发项目待投资规模较大，面临较大的资本支出需求；2、轨道交通运营具有准公益属性，票款收入暂无法覆盖运营成本；3、债务规模及占比较大，面临一定偿付压力。
兰州轨道	1、债务规模维持在较高水平，可用货币资金保有量不足，面临很大的短期偿债压力；2、受轨道交通 1 号线一期工程转固核算影响，利息支出规模大幅增长，对利润形成一定的侵蚀，经营亏损规模进一步扩大；3、资产中固定资产、在建工程及存货规模较大且相关资产快速变现难度较高，且受限资产规模较大，加之部分应收类款项因借款方存在流动性及信用风险，相关款项的回收情况存在不确定性，资产流动性较弱，资产质量有待提升；4、存在较大或有负债风险和较多征信报告不良信用记录。
武汉地铁	1、随着轨道交通项目建设推进，债务规模持续扩张，财务杠杆率高企，同时在建项目投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力；2、地铁沿线资源开发对轨道交通建设及利润的支持趋弱。
宁波轨道	1、近年刚性债务持续扩张，偿债压力有所加大，且在建及拟建轨道交通项目后续资金投入需求仍很大，债务规模将进一步增加；2、业务经营受轨道交通公益属性较强及较大规模期间费用侵蚀等因素影响呈持续亏损，净利润水平对政府补助依赖度高。
深圳地铁	1、债务规模增长较快且未来面临一定的资本支出压力；2、站城一体化开发业务易受房地产市场及调控政策影响。
厦门轨道	1、刚性债务有所扩张，已累积的债务负担较重，且在建轨道交通和物业开发等项目后续资金投入需求仍大，债务规模将进一步增加；2、物业开发项目体量较大，项目去化易受房地产行业政策及区域房地产市场景气度变化等因素影响，存在不确定性；3、主营业务盈利能力较弱，利润水平对政府补助的依赖度高。
长沙轨道	1、随着轨道交通项目建设推进，债务规模及财务杠杆水平持续攀升，且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；2、经营性业务盈利能力较差，利润对财政补贴依赖度高。
西安轨道	1、债务持续增长且面临一定的资本支出压力；2、地铁运营板块毛利率为负，且由于地铁行业的准公益性，地铁运营对财政补贴的依赖程度较高。
济南轨道	1、未来投资规模较大，资金压力凸显；2、大规模资本支出带来较大资金周转压力，近年债务规模持续上升，财务杠杆水平较高；3、土地开发整理收益是轨道建设业务资金来源的重要补充，但土地资源开发受国家宏观政策特别是房地产政策和土地市场行情影响较大，出让情况面临相关政策及市场变化带来的风险。
无锡地铁	1、目前主要房地产项目多处于建设阶段，未来去化进度及盈利情况需持续关注；2、随着地铁线路建设和房地产板块推进，对外融资需求持续增加，债务规模持续增长，且未来面临较大的资本支出压力。
广州地铁	1、随着地铁线路建设和房地产板块推进，对外融资需求持续增加，债务规模增长迅速，且未来资本支出压力较大；2、“地铁+物业”的综合开发模式是重要的利润来源，但房地产开发业务受房地产市场及调控政策影响较大。
常州地铁	1、地铁项目投资规模较大，导致债务负担较重，且未来存在较大资金支出压力；2、盈利能力较弱，对票款补贴收入较为依赖。
福州地铁	1、由于地铁运营的公益性特点，地铁运营票务收入不能覆盖运营成本，最终盈利对票款补贴依赖度较大，且应收福州市财政局票款补贴金额近年逐年增加，回款较慢；2、存量债务规模处于较高水平且在建地铁项目较多，项目投资金额较大，面临较大的资本支出压力。
成都轨道	1、轨道交通及站城一体化综合开发项目建设尚需投资规模大，资金支出压力大；2、因轨道交通和站城一体化综合开发项目建设需要，筹资规模大，债务规模持续增长，整体债务负担较重。
昆明轨道	1、近年集中到期债务规模大，而货币资金存量仍有限，对即期债务偿付的保障度低，面临的流动性压力大；2、土地开发业务已投入资金规模大，资金平衡易受区域土地市场景气度和土地出让规划等因素影响；3、主业毛利亏损程度加重，利润水平对政府补助的依赖度进一步提高；4、根据《企业信用报告》和上海票据交易所查询结果，存在借款和票据逾期、未结清关注类借款和关注类担保情况。
长春轨道	1、在建项目尚需投资规模较大，项目投入需求导致投融资压力较大；2、轨道运输业务毛利率持续大额亏损，对政府补贴依赖度很高，且政府补贴到位情况有待关注。
贵阳交投	1、在建及拟建轨道交通项目、土地资源开发等项目存在一定规模的资金投入需求，且已完工轨道交通项目资金回收期较长，未来仍面临一定的资本支出压力；2、资产中固定资产和其他应收款占比较高，且其他应收款回款周期较长，受限资产规模较大，资产流动性弱；3、对外担保余额较大，部分被担保对象存在被纳入被执行人名单及出现过票据逾期的情况，存在一定的或有负债风险。
乌鲁木齐轨道	1、随着投资建设项目增加，债务融资规模相应扩大，且资本支出压力较大；2、城市轨道交通运营亏损，盈利对财政补贴依赖度高。
绍兴轨道	1、随着绍兴市轨道交通项目及沿线区块开发的持续推进，在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力；2、目前营业收入及盈利主要来自钢材销售、渣土运输业务，收入规模较小，盈利能力有待提高。
佛山地铁	1、在建和拟建城市轨道交通项目未来尚需投资规模较大，面临较大的投资压力；2、城市轨道交通项目投资规模大，且具有公益属性，佛山市城市轨道交通网初步形成，项目处于运营初期，城市轨道交通投资运营收入规模较小，经营持续亏损，自身盈利能力弱；3、对碧桂园地产集团有限公司提供担保，但碧桂园地产集团有限公司部分存续债券出现展期、付息违约事项，上述对外担保存在较大的

或有负债风险。

数据来源：公开资料，中诚信国际整理

结论

近年来我国城市轨道交通建设审批要求未有放松，叠加当前对地方政府和城投企业的债务管控趋严，截至 2023 年末，我国在建地铁线路规模有所回落，但整体地铁建设需求依旧很大。通过梳理全国 29 家地铁公司的财务报表，地铁公司的营业收入构成超半数以地铁运营收入为主，但大多数地铁公司地铁业务呈经营性亏损状态，利润总额对政府补贴依赖度大，在地方财政承压的情况下，地铁公司亟需加快转型发展步伐，通过经营性业务的持续优化，提升自身造血能力，并以此反哺地铁运营业务，降低对地方财政依赖度。地铁公司项目建设资金主要通过对外筹资活动获得，整体财务杠杆率较高，债务负担较重，且经营活动净现金流和 EBITDA 对债务利息的保障能力不足，整体偿债指标有待改善，在区域综合支持能力及企业自身多元化业务经营差异下，地铁公司的信用实力将继续分化。此外，仍需持续关注地铁公司面临的资本支出压力、债务偿还压力、经营性亏损、多元化业务拓展风险，以及因政策变动、区域财力水平和融资环境变化等因素带来的影响。

附表 1:

序号	公司全称	公司简称
1	南昌轨道交通集团有限公司	南昌轨道
2	重庆市轨道交通(集团)有限公司	重庆轨道
3	郑州地铁集团有限公司	郑州地铁
4	南京地铁集团有限公司	南京地铁
5	青岛地铁集团有限公司	青岛地铁
6	苏州市轨道交通集团有限公司	苏州轨道
7	沈阳地铁集团有限公司	沈阳地铁
8	天津轨道交通集团有限公司	天津轨道
9	南宁轨道交通集团有限责任公司	南宁轨道
10	北京市基础设施投资有限公司	北京基投
11	兰州市轨道交通有限公司	兰州轨道
12	武汉地铁集团有限公司	武汉地铁
13	宁波市轨道交通集团有限公司	宁波轨道
14	深圳市地铁集团有限公司	深圳地铁
15	厦门轨道建设发展集团有限公司	厦门轨道
16	长沙市轨道交通集团有限公司	长沙轨道
17	西安市轨道交通集团有限公司	西安轨道
18	济南轨道交通集团有限公司	济南轨道
19	无锡地铁集团有限公司	无锡地铁
20	广州地铁集团有限公司	广州地铁
21	常州地铁集团有限公司	常州地铁
22	福州地铁集团有限公司	福州地铁
23	成都轨道交通集团有限公司	成都轨道
24	昆明轨道交通集团有限公司	昆明轨道
25	长春市轨道交通集团有限公司	长春轨道
26	贵阳市公共交通投资运营集团有限公司	贵阳交投
27	乌鲁木齐城市轨道交通集团有限公司	乌鲁木齐轨道
28	绍兴市轨道交通集团有限公司	绍兴轨道
29	佛山市地铁集团有限公司	佛山地铁

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、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。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、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。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
陈小中	政府公共评级部	资深分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址: 北京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: (86010) 66428877
传真: (86010) 66426100
网址: <http://www.ccxi.com.cn>

CHINACHENGXININTERNATIONALCREDITRATINGCO.,LTD
ADD: Building5, GalaxySOHO, No.2NanzhuganLane,
ChaoyangmenneiAvenue,DongchengDistrict,BeijingPRC,100010Beijing,PRC.100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>