



福州地铁集团有限公司

2023 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[2023]跟踪 0334 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行机构构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级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，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccx.com.cn）公开披露。
- 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，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，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。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 7 日

本次跟踪发行人及评级结果

福州地铁集团有限公司

AAA/稳定**本次跟踪债项及评级结果****“22 福州地铁 GN001”、“22 福州地铁 GN002(碳中和债)”、“23 福州地铁 GN001(碳中和债)”****AAA****评级观点**

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为福州市作为福建省省会的政治及经济地位重要,经济实力及财政增长潜力领先,潜在的支持能力很强;福州地铁集团有限公司(以下简称“福州地铁”或“公司”)作为福州市唯一的轨道交通投资建设和运营主体,在推进福州市轨道交通网络及综合交通运输体系建设中发挥重要作用,对福州市政府具有高度重要性。同时,需关注盈利能力较弱、票款补贴回款较慢、存量债务规模及资本支出压力较大对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,福州地铁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: 公司地位下降,致使股东及相关各方支持意愿减弱等;公司财务指标出现明显恶化,再融资环境恶化,备用流动性减少等。

正面

- 地方经济实力较强且公共交通发展良好。**作为福建省省会城市,福州市经济及财政实力持续增强;此外,福州市城市轨道交通规划统筹推进市区线和市域线的覆盖,强区域经济和良好的公共交通发展环境为公司的持续发展提供了良好的外部环境。
- 职能定位清晰且地位突出。**公司是福州市唯一的轨道交通投资建设及运营的主体,职能定位重要,近年来在项目资本金、建设资金及补贴等方面得到福州市人民政府的大力支持。
- 业务多元化。**公司依托已运营的地铁项目积极开展广告、租赁及物业等多元化业务,对经营业绩形成了一定的补充,未来随着在建线路的投运,收入有望进一步增长。

关注

- 盈利能力较弱,同时票款补贴回款较慢。**由于地铁运营的公益性特点,公司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;公司应收福州市财政局票款补贴金额近年逐年增加,回款较慢。
- 存量债务规模及资本支出压力较大。**公司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,公司面临较大的资本支出压力。

项目负责人: 刘凯 kliu02@ccxi.com.cn

项目组成员: 孙悦 ysun02@ccxi.com.cn

电话: (021)60330988

传真: (021)60330991

● 财务概况

福州地铁（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	734.23	951.32	1,074.46	1,087.99
经调整的所有者权益合计（亿元）	207.03	245.44	407.26	411.70
负债合计（亿元）	527.20	705.88	667.20	676.29
总债务（亿元）	447.47	585.74	530.33	541.88
营业总收入（亿元）	14.51	18.15	22.27	5.23
经营性业务利润（亿元）	0.50	0.75	2.29	0.41
净利润（亿元）	0.46	0.72	2.61	0.45
EBITDA（亿元）	12.31	14.55	17.96	—
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	7.32	17.46	26.20	3.64
总资本化比率(%)	68.37	70.47	56.56	56.83
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.67	0.65	0.83	—

注：1、中诚信国际根据福州地铁提供的其经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年审计报告以及公司提供未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，2020 年和 2021 年财务数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年和 2023 年一季度财务数据采用当期财务报表期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“—”表示不适用或数据不可比，特此说明。

● 评级历史关键信息

福州地铁集团有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/稳定	23 福州地铁 GN001(碳中和债) (AAA)	2023/03/06 2022/07/25	刘凯、孙悦； 刘凯、段斌	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03	阅读全文 阅读全文	
AAA/稳定	22 福州地铁 GN002(碳中和债) (AAA)	2022/08/19 2022/07/25	刘凯、段斌； 刘凯、段斌	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文 阅读全文	
AAA/稳定	22 福州地铁 GN001 (AAA)	2022/06/08 2021/07/27	刘凯、段斌； 陈小中、王梦怡	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文 阅读全文	

● 同行业比较（2022 年数据）

项目	福州地铁	济南轨交	无锡地铁	苏州轨交
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	福建省-福州市	山东省-济南市	江苏省-无锡市	江苏省-苏州市
GDP（亿元）	12,308.23	12,027.50	14,850.82	23,958.30
一般公共预算收入（亿元）	698.52	1,001.14	1,133.38	2,329.18
经调整的所有者权益合计（亿元）	407.26	437.28	279.96	628.13
总资本化比率（%）	56.56	76.87	63.33	56.67
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.83	0.16	0.58	1.34

注：济南轨交系“济南轨道交通集团有限公司”的简称；无锡地铁系“无锡地铁集团有限公司”的简称；苏州轨交系“苏州市轨道交通有限公司”的简称。

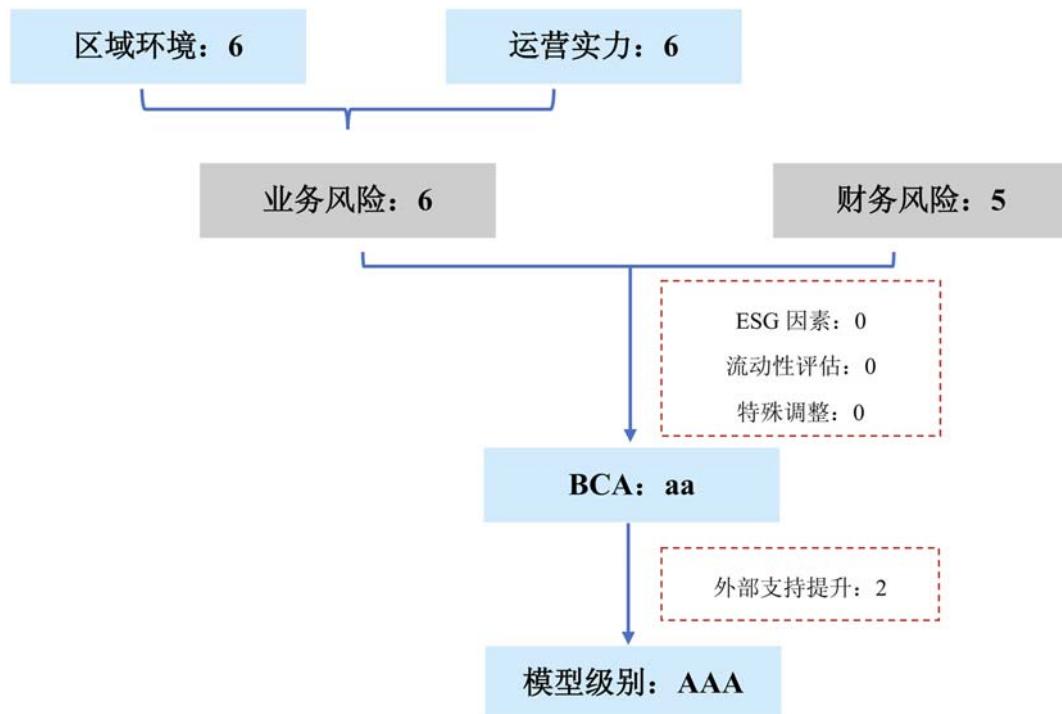
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额(亿元)	债项余额(亿元)	存续期	特殊条款
23 福州地铁 GN001(碳中和债)	AAA	AAA	2023/03/06	4.00	4.00	2023/03/17~2026/03/17	--
22 福州地铁 GN002(碳中和债)	AAA	AAA	2022/08/19	5.00	5.00	2022/09/05~2025/09/05	--
22 福州地铁 GN001	AAA	AAA	2022/06/08	2.00	2.00	2022/06/17~2025/06/17	--

○ 评级模型

福州地铁集团有限公司评级模型打分(2023_01)



○ 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，福州市区域环境较好，为福州地铁的发展提供了良好的外部环境。同时，福州市承担的轨道交通建设经营业务具备极强专营性，业务持续性较好。但是，受所属行业的重资产特性影响，公司资产以在建工程和固定资产为主，流动性不足，同时多数线路仍处在建或初期运营阶段，收益性有待释放。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，福州地铁所有者权益持续增长，具备较强的资本实力，总资本化比率适中，但 EBITDA 利息保障倍数不足，面临一定的偿债压力。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对福州地铁个体基础信用等级无影响，福州地铁具有 aa 的个体基础信用评估等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，福州市政府具有很强的支持能力，对公司具备强支持意愿，主要体现在福州市作为福建省省会的区域地位，以及较强劲的经济财政实力和增长潜力；福州地铁系福州市唯一的轨道交通投资建设和运营主体，在推进福州市轨道交通网络及综合交通运输体系建设中发挥重要作用，对福州市政府具有高度重要性，成立以来持续获得政府在财政补贴、资本金注入等方面的支持，具备较高的重要性及与政府极强的关联性。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。

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。

重大事项说明

跟踪期内，公司产权关系发生变动。根据福州市人民政府办公厅于 2022 年 7 月 26 日出具的文件办理告知单（编号：GZ2022JH00243 号）精神及福州市国资委于 2022 年 7 月 29 日出具的《关于福州地铁集团有限公司股权划事宜的通知》（榕国资运营[2022]23 号）相关要求，福州市国资委拟将其持有地铁公司 20% 的股权（认缴出资额为人民币 2.7828 亿元）无偿划转给福州国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“福州国投”）。福州国投系由福州市国资委全资控股子公司，参股投资福州市重要一级国有企业。截至 2022 年 8 月末，上述划转的工商登记变更事宜已完成。

上述股东变动不影响公司控股股东及实际控制人情况。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 13.91 亿元，福州市国资委、福州国投和国开发展基金有限公司分别持有公司 61.72%、20% 和 18.28% 的股权，公司控股股东及实际控制人仍为福州市国资委。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续

推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

福州市系福建省省会城市，地处我国华东地区、福建东部、闽江下游及沿海地区，是我国东部战区陆军机关驻地、我国东南沿海重要都市、首批对外开放的沿海开放城市、海洋经济发展示范区、海上丝绸之路门户以及中国（福建）自由贸易试验区组成部分，是国务院批复确定的中国海西两岸经济区中心城市之一、滨江滨海生态园林城市。截至 2022 年末，全市下辖 6 个区、6 个县和 1 个县级市，总面积 11,968 平方千米，建成区面积约 357 平方公里；2022 年末常住人口约 844.8 万人。

区域优势和政策优势给福州市经济发展提供了较为广阔的空间，产业结构上以第三产业为主，2022 年三次产业占比为 5.6:37.8:56.6；同时，福州市工业结构较优，工业战略性新兴产业、高技术制造业和装备制造业合计占规模以上工业增加值的比重超过 60%。近年来，福州市各项经济指标均排在福建省前列；其中 2022 年，福州市实现地区生产总值（GDP，初步核算）12,308.23 亿元，按可比价格计算，较上年增长 4.40%，稍高于泉州市（12,102.97 亿元），遥遥领先于省内其他地市，居“2022 年全国城市 GDP 百强榜”第 18 位；同年，福州市人均 GDP14.6 万元，略低于厦门市，居省内第二位。

表 1：2022 年福建省下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
福建全省	53,109.85	-	12.7	-	3,339.06	--
福州市	12,308.23	1	14.6	2	698.52	2
泉州市	12,102.97	2	13.7	3	526.79	3
厦门市	7,802.66	3	14.7	1	883.77	1
漳州市	5,706.58	4	11.3	7	250.54	4
宁德市	3,554.62	5	11.3	6	167.45	5

龙岩市	3,314.47	6	12.1	5	165.46	6
莆田市	3,116.25	7	9.7	8	151.05	7
三明市	3,110.14	8	12.6	4	111.35	8
南平市	2,211.84	9	8.3	9	104.06	9

注：部分地级市人均 GDP 系根据 2022 年末常住人口测算而来，其余为统计公报公布数值。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为福州市财政实力形成了有力的支撑，但受到外部因素冲击影响，2022 年福州市一般公共预算收入扣除留抵退税因素后同口径仅实现增长 1.1%；政府性基金收入是福州市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，近年呈现下降态势。未来随着经济形势的好转，福州市收入质量及财政平衡情况有望实现修复。再融资环境方面，福州市广义债务率处于全国中下游水平，同时区域内城投企业的融资主要依赖银行贷款和直融等渠道，非标占比很少，其中债券市场发行利差普遍低于全国平均水平，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 2：近年来福州市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	10,020.02	11,324.48	12,308.23
GDP 增速（%）	5.1	8.4	4.4
人均 GDP（万元）	12.1	13.5	14.6
固定资产投资增速（%）	9.6	5.9	5.9
一般公共预算收入（亿元）	675.61	749.85	698.52
政府性基金收入（亿元）	1,312.02	959.51	617.34
税收收入占比（%）	71.87	75.18	61.30
公共财政平衡率（%）	71.01	81.00	78.30

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%；2020-2021 年相关财政数据为决算数据，2022 年数据为执行情况数据。

资料来源：福州市财政局，中诚信国际整理

2021 年 3 月 21 日，福州市人民政府发布《福州城市轨道交通线网规划（2021 年修编）公示》（以下简称“公示”），公示指出福州市轨道交通线规划将以提高轨道线网密度、加大轨道站点覆盖率和提升轨道出行效率为目标。本次修编内容主要包括以下几个方面：强化主城区轨道覆盖：改善交通拥堵，在主城区规划增加 2 条南北向线路、1 条东西向线路；促进滨海新城发展：在滨海新城规划增加 1 条南北向线路、1 条东西向线路；呼应“六城五品”发展目标：规划增加预留 6 条市域轨道交通线路，逐步实现全域轨道交通覆盖；响应“中国东南（福建）科学城”战略布局：优化提升 2 条线路，实现科学城副中心快速通达主城核心区和滨海新城核心区。修编后轨道交通线网方案如下：远期线网（2035 年）由 16 条线路组成（含 F1 线），构成“环+放射、两网互联”的布局方案，线网总规模约 621km。其中市区线 12 条、约 424km，市域线 3 条、约 135km，城际 F1 线约 62km。远景线网（2050 年）由 20 条线路组成（含 F1 线），线网总规模约 781km。其中市区线 13 条、约 460km，市域线 6 条、约 259km，城际 F1 线约 62km。整体规划形成“一环（4 号线）两核（主城区和滨海新城）、三联（主城区与滨海新城 3 条联系通道）八射（主城区范围环线向外 8 个放射方向）”的网络构架。福州市城市轨道交通发展前景广阔，随着新一轮轨道交通线建设的推进，未来投资规模将继续保持增长。

图 1：福州城市轨道交通线网规划方案示意图（远景）



资料来源：公司提供

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为福州市唯一的轨道交通投资建设和经营主体，继续承担具备专营性的福州市轨道交通系统的工程建设、运营管理及附属资源开发经营等业务职能；部分线路开通初期运营，主营业务收入稳步提升。公司存量在建轨道建设项目稳步推进，未来仍面临较大的投资支出压力；且轨道业务公益性较强，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；而公司应收福州市财政局票款补贴金额呈现持续增长态势，回款较慢。

表 3：2020~2022 年及 2023 年一季度公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率									
票款收入：	13.24	91.21	43.03	14.51	79.97	39.22	18.57	83.39	33.62	4.78	91.47	27.56
1、票务收入	1.01	6.99	—	1.33	7.31	—	1.26	5.68	—	0.36	6.93	—
2、票款补贴	12.22	84.22	—	13.18	72.66	—	17.31	77.72	—	4.42	84.55	—
广告、设计服务等	0.61	4.22	71.00	2.67	14.72	23.22	2.70	12.13	19.31	0.26	5.04	43.73
其他业务收入	0.66	4.57	61.59	0.96	5.31	70.48	1.00	4.47	68.22	0.18	3.48	61.54
营业收入/毛利率合计	14.51	100	45.06	18.15	100	36.39	22.27	100	33.43	5.23	100	29.56

注：1、公司地铁运营票款收入包含票务收入和票款补贴，其中年票款补贴总额=年直接运营成本-年客票收入+期间费用；公司对地铁运营服务成本实行成本规制法，地铁运营服务毛利率合并计算；2、公司其他业务收入主要包含资产租赁、转售水电费等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

轨道交通投资建设板块

跟踪期内，公司仍作为福州市地铁项目投资建设和运营管理主体，地铁项目建设稳步推进，业务具有很强的区域专营性，在建线路较多且投资规模较大，业务可持续性很强，但同时未来面临较大资本支出压力。

截至 2023 年 3 月末，福州市已正式开通轨道交通 1、2 号线；此外主要在建地铁线路 6 条，其中 5 号线（首通段）、6 号线开通初期运营，部分站点仍在建设。地铁投资建设主要由公司本部、福州地铁六号线东调段有限公司（以下简称“东调段公司”）、福州地铁建设有限公司（以下简称“建设公司”）等负责，福州市轨道交通近几轮规划建设线路均由公司统筹负责，相关业务具有很强的区域专营性。

截至 2023 年 3 月末，公司在建地铁线路 6 条（段），线路长度合计 170.05 公里，均为自主投资建设运营，总投资合计 1,227.36 亿元，其中资本金合计 490.98 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司累计已完成投资 744.69 亿元，其中累计到位资本金 146.43 亿元，尚需投入 482.67 亿元，其中资本金 344.55 亿元；2023 年 4~12 月，2024 年，公司分别预计投资 78.26 亿元和 138.50 亿元。公司在建轨道交通项目资本金主要由市本级财政和区级财政共同承担，资本金以外部分通过银行贷款、政府专项债券等方式解决，未来县（市）区政府计划通过轨道交通沿线场站周边 500 米范围以及其他片区的地块用于平衡运作开发。

跟踪期间，2022 年及 2023 年一季度，公司分别取得财政拨入的地铁项目建设资本金 21.09 亿元和 2.00 亿元，计入“资本公积”科目。此外，2022 年公司获批政府专项债券 88.48 亿元，其中并表项目到位 62.48 亿元，作为资本金的部分为 6 亿元，缓解了公司短期资本支出压力。整体来看，公司在建线路较多且投资规模较大，业务可持续性很强，但同时未来面临较大资本支出压力。

表 4：截至 2023 年 3 月末福州地铁在建线路情况（公里、亿元、%）

线路	线路长度	建设期间	计划投资额	资本金	资本金比例	已投资	已到位资本金	首末站名称
4 号线一期	28.41	2018~2023	232.67	93.07	40	192.93	21.15	橘园站-帝封江站
5 号线一期	27.71	2017~2023	216.21	86.48	40	181.87	27.21	荆溪新城-福州南站
6 号线	31.35	2016~2023	231.72	92.72	40	194.72	25.71	潘墩站-万寿站
F1 线	62.40	2020~2024	383.89	153.56	40	156.43	71.82	福州火车站-大鹤站
2 号线东延线	14.60	2021~2025	121.14	48.46	40	13.22	0.44	鼓山-青洲
6 号线东调线	5.58	2021~2025	41.73	16.69	40	5.52	0.10	万寿-国际学校
合计	170.05	--	1,227.36	490.98	--	744.69	146.43	--

注：地铁计划投资额依据调整后的初设批复估计，导致总投资较之前披露有所变动。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

轨道交通运营

公司对地铁运营服务成本实行成本规制法，随着福州市轨道路网的逐步完善、公司控股轨道交通线路的运营通车及外部不利因素影响的逐渐消除，公司地铁运营收入预计稳步提升；但是轨道业务公益性较强，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；而公司应收福州市财政局票款补贴金额跟踪期内持续增加，回款仍较慢。

截至 2023 年 3 月末，福州市已开通正式运营线路 2 条，此外，5 号线（首通段）、6 号线分别于 2022 年 4 月和 2022 年 8 月开通初期运营。目前，福州市轨道交通整体呈现以 1 号线和 2 号线为“十字主轴”，运营里程合计 110.68 公里（其中初期运营 52.27 公里），车站数量合计 78 座（其中初期运营线路车站 31 座）。

目前，公司本部主要运营福州地铁 1 号线，5 号线（首通段）和 6 号线三条线路。其中，福州地铁 1 号线（一期）系福州地铁第一条建成运营的线路，是福州城市轨道交通南北向骨干线路；1 号线（二期）共设 4 个站点，系 1 号线（一期）延伸段。公司地铁 1 号线（一期）于 2018 年 1 月结束试运营，1 号线（二期）于 2021 年 12 月结束试运营，试运营期间上述线路运营收入直接冲抵建设成本，不计入公司营业总收入，建设成本转入固定资产后，确认营业收入和营业成本。福州地铁 5 号线、6 号线分别系福州轨道交通网络的第三、四条线路；跟踪期内，5 号线（首通段）、6 号线开通初期运营，初期运营期间收入计入营业收入。

公司票款收入由票务收入和票款补贴两部分构成（年票款补贴总额=年直接运营成本-年客票收入+期间费用¹）；随着跟踪期内部分线路开通初期运营，全年营业收入同比有所提升。整体来看，公司地铁运营板块毛利率整体较为稳定；未来随着公司控股经营地铁线路的正式开通及外部不利因素影响的逐渐消除，公司地铁经营收入预计稳步提升。

福州地铁 2 号线系福州轨道交通网络的第二条线路，是福州城市轨道交通东西向骨干线路，该线路由公司参股公司福州中电科轨道交通有限公司（以下简称“中电科”）负责，于 2019 年 5 月试运营。该项目工程施工方面主要分为机电和土建两部分，机电部分采用 PPP 模式，引入社会资本方，项目公司由公司（40%）与社会投资方（60%）共同出资，总投资规模 46.62 亿元，2 号线具体运营由中电科负责，运营期限 25 年，运营期间项目公司收入由票务收入、非票务收入（广告、通信、车站商业运营等）和政府补贴（项目可行性缺口）构成，运营期满后无偿移交给福州市交通委或福州市政府指定部门；土建部分由公司自主投资建设，总投资规模为 149.60 亿元，该工程已于 2020 年 5 月转入固定资产，公司将土建资产全部租赁给福州中电科轨道交通有限公司，按 5,000 万元/年收取租金，租赁期限为 20 年，地铁 2 号线试运营期间公司取得的租金收入冲减在建工程，转固后租金收入计入营业总收入，2020~2022 年和 2023 年 1~3 月，公司分别取得租金收入 0.34 亿元、0.50 亿元、0.50 亿元和 0.11 亿元。

表 5：截至 2023 年 3 月末福州地铁线路情况

线路名	运营方	运营里程 (公里)	车站数量 (座)	开通时间	总投资 (亿元)	项目资本 金比例	总购买列 数(列)	首末站名称
1 号线	公司本部	29.061	25	2017 年 1 月	199.73	25%	28	象峰站~三江口
2 号线	中电科	29.349	22	2019 年 4 月	196.22	41.2%	31	苏洋~洋里
5 号线（首 通段）	公司本部	21.536	17	2022 年 4 月	216.21	40%	22	荆溪厚屿~罗洲 古镇
6 号线	公司本部	30.734	14	2022 年 8 月	231.72	40%	17	潘墩~万寿

注：地铁 5 号线（首通段）、地铁 6 号线开通初期运营。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

控股轨道交通线路运营指标方面，2022 年受到外部不利因素影响，1 号线平均日客运量有所下降，2023 年一季度有所恢复；随着运营里程的增加，以票款补贴为主要来源的运营收入持续提升。此外，2022 年，5 号线（首通段）、6 号线开通初期运营，2023 年一季度平均日客运量持续提升，随着经济下行压力减弱、客运量的提升及地铁运力投入，预计公司地铁运营收入呈现持续快速增长

¹ 包括企业轨交项目建设期项目借款及运营期资金周转借款所发生的筹资费用（利息净支出、手续费、汇兑净损失等）和企业在管理过程中发生的相关费用支出。

态势。

表 6：近三年一期福州地铁负责线路运营情况

序号	线路	运营指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
1	1 号线	运营收入（万元）	134,915.41	147,727.83	172,593.66	38,492.34
		客运总量（万人次）	5,634.86	6,693.01	5,899.39	1,918.21
		平均日客运量（万人次）	15.40	18.33	16.16	20.85
		列车正点率	99.98%	100.00%	99.99%	99.99%
		运营车公里数（万车公里）	1,374.40	1,468.00	1,831.55	497.46
		客车开行列次	89,974	106,626	118,086	29,804
2	5 号线 (首通段)	运营收入（万元）	—	—	14,650.66	4,693.74
		客运总量（万人次）	—	—	913.86	438.06
		平均日客运量（万人次）	—	—	3.70	4.76
		列车正点率	—	—	99.99%	99.99%
		运营车公里数（万车公里）	—	—	734.61	289.74
		客车开行列次	—	—	54,670	21,594
3	6 号线	运营收入（万元）	—	—	8,413.49	5,254.34
		客运总量（万人次）	—	—	300.09	329.4
		平均日客运量（万人次）	—	—	2.38	3.58
		列车正点率	—	—	100.00%	99.99%
		运营车公里数（万车公里）	—	—	318.61	246.87
		客车开行列次	—	—	28,704	22,340

注：1、上表运营收入为业务口径数据，包含票款收入、票务补贴及售水、售电收入；2、5 号线（首通段）、6 号线于 2022 年开通初期运营。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

票价方面，跟踪期间，公司票价未有变化，福州地铁票价仍实行政府定价机制，由政府物价主管部门举行票价听证以确定票价方案，并报福州市人民政府批准后实施。福州市地铁票价实行里程分段计价票制，具体票价计价方式如下：起步价 5 公里（含）2 元；里程价：超过 5 公里后，5~15 公里（含），按每 5 公里加收 1 元计价（不足 5 公里按 5 公里计价）；15~29 公里（含），按每 7 公里加收 1 元计价（不足 7 公里按 7 公里计价）；29 公里以上，按每 9 公里加收 1 元计价（不足 9 公里按 9 公里计价）。此外，福州地铁针对相关人群提供优惠政策，其中伤残警察、现役军人和残疾人实行免费政策，以及本市 70 岁及以上老人在法定工作日高峰期（7:00~9:00、17:00~19:00）需购买全票，其余时间免费。

公司地铁运营服务成本由直接运营成本和期间费用构成，包括人工工资及工资性支出、能耗费、日常维修费、委外服务费、折旧及摊销、财务费用和管理费用等。公司对上述运营服务成本实施成本规制法，福州市财政局对通过成本规制核定的运营成本与乘客实际支付优惠票价之间的差额予以补贴，票款补贴计入营业总收入，公司地铁运营板块盈利对票款补贴的依赖度较大；而近年来公司应收福州市财政局票款补贴金额逐年增加；截至 2022 年末，公司应收票款补贴 50.22 亿元，2022 年全年回款约 0.28 亿元，整体回款较慢。

表 7：地铁运营服务成本构成（亿元）

运营服务成本	2020	2021	2022	2023.1~3
资产折旧	4.43	5.29	6.04	1.51

利息	5.03	4.89	5.32	1.05
税金及附加	0.32	0.34	0.07	0.02
人力成本	2.08	2.43	4.08	1.36
能耗及其他	1.56	1.77	3.28	0.88
合计	13.42	14.72	18.79	4.82

注：地铁 1 号线（二期）已于 2021 年 12 月结束试运营，上述数据自 2022 年开始包含 1 号线整条线路；此外随 5 号线（首通段）及 6 号线开通初期运营，2022 年及 2023 年一季度数据开始包含 5 号线（首通段）及 6 号线线路。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

运行质量方面，近年福州地铁正点率均保持较高水平。安全保障方面，公司已施行多项举措以保障乘客的安全出行，包括以风险管理、应急管理等各个方面，自成立以来，公司未发生过重大安全事故。

房地产开发板块

近年公司积极推进轨道交通沿线房地产开发业务，跟踪期内涉及项目均仍在建或拟建，预计未来能提供一定增量收益。

公司房地产开发板块主要由福州地铁置业有限公司（以下简称“地铁置业公司”）负责经营，公司根据自身实力和项目预期收益等情况选择对部分地铁沿线土地通过招拍挂手续获取后，进行二级开发。跟踪期间，公司仍未实现相关收入，截至 2023 年 3 月末，涉及项目均仍在建或拟建，预计未来能提供一定增量收益。

截至 2023 年 3 月末，公司用于地铁沿线开发的土地共计 5 宗，其中在建项目 3 个，拟建项目 2 个，其中福州市 2020-40 号宗地地铁 1 号线上藤站附属用房地块位于福州市仓山区六一南路西侧，上藤路东侧，土地面积 4,047 平方米，宗地用途为商服用地，总建筑面积 9,175 平方米，该项目为带建筑物出让（土地出让价格含已投入建设费用），目前该项目处于后期尾工，已完成整体招租工作。长乐区宗地 2020 工业挂牌-1 号位于长乐区鹤上镇轨道交通 6 号线横港车辆段厂前区规划马樟路南侧莲柄港东北侧，土地面积 39,337 平方米，用途为工业用地，总建筑面积约 83,766.97 平方米，项目总投资约 3.50 亿元，计划打造以轨道交通大数据、互联网+等新兴产业为主的产业园区，未来通过出售和出租相结合方式进行收益平衡，目前项目已完成封顶。福州市 2020-41 号宗地地铁 1 号线斗门站 B 出口地块位于晋安区华林路与茶园路交叉口东北侧，土地面积 3,155 平方米，土地性质为商服用地，总建筑面积 8,500 平方米，项目总投资 1.13 亿元，计划打造一座城市精品酒店，未来通过出租进行资金平衡，目前项目已完成封顶。

拟建项目方面，宗地 2021-78 号宗地座落于鼓楼区六一中路 38 号，用地面积 2,685 m²，总建筑面积 9,781 m²，计划建成商业办公楼，总投资约 1.2 亿元，预计于 2023 年开工建设。1 号线罗汉山地块坐落于福州市晋安区山北路与玄岭南路交叉口西南侧，1 号线罗汉山 A3 出入口旁，用地面积 5,853 m²，总建筑面积 16,290 m²，总投资约 1.21 亿元，计划建设一栋保障性租赁住房，预计于 2023 年底开工建设。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要在建及拟建项目（平方米、亿元）

地块信息	土地性质	项目状态	建筑面积	总投资	已投资	资金平衡方式
2020-40 号宗地	商服	在建	9,175	1.14	1.11	出租
宗地 2020 工业挂牌-1 号	工业	在建	83,766.97	3.50	1.08	租售结合
2020-41 号宗地	商服	在建	8,500	1.13	0.88	出租

宗地 2021-78 号	商服	拟建	9,781	1.20	0.70	租售结合
1 号线罗汉山地块	二类住宅	拟建	16290	1.21	0.27	经营收入
合计			127,513	8.18	4.04	-

注：宗地 2021-78 号、1 号线罗汉山地块投入为前期费用。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司参与福州金山 TOD 项目（榕心映月）项目的合作开发，2018 年 9 月 20 日，地铁置业、中交海西投资有限公司、福州绿榕投资发展有限公司以总地价 18.43 亿竞得福州金山 TOD 地块，其中公司占股 10%；项目楼面地价 11,708 元/平方米。截至 2023 年 3 月末，该项目已开工面积 224,672.94 平方米，尚未完全竣工；公司计入长期股权投资部分入账金额 9,343.11 万元，累计确认投资收益 1,343.11 万元。

配套资源开发及经营板块

公司结合地铁线网建设规划，承担地铁车辆段上盖土地一级开发职能，并积极开拓地铁沿线商业资源开发与经营，跟踪期内相关板块业务运行稳定；未来随着在建线路的投运和板块间的协同发展，该板块收入有望进一步增长。

公司配套资源开发及经营板块涵盖土地一级开发、广告、租赁、物业管理、钢贸和代收付水电等业务领域，整体运营较平稳。

土地一级开发方面，公司负责樟岚、竹岐、螺洲、洪塘、东升、塔前等地块的一级开发，主要为地铁盖板项目。由市规划局确定选址划定车辆段上盖用地地下部分用地红线作为公司轨道交通停车场使用。由福州市发展和改革委员会另行出具批复，单独就上盖开发平台建设项目立项，项目建设内容一般包括停车场上盖开发平台建设。公司作为业主方，委托施工单位完成上盖开发平台建设，具体包括停车场建设及上方土地平整，上盖部分平整后由土发中心收储。2018 年以前，盖板项目为公司自行筹集资金开发，待土地招拍挂后由相关财政部门将开发成本拨付公司，不作收入核算。2018 年后，盖板项目一般为相关财政部门按项目进度拨款，公司实质承担代收代付的职能，未另行确认管理费。截至 2023 年 3 月末，公司已完工一级开发项目主要包括建设新店、竹岐和塔前项目，已投资金额 35.36 亿元，已回款 17.66 亿元，剩余回款将视土地招拍挂情况确定；同期末，公司在建樟岚、螺洲、洪塘、东升等 4 个代收代付项目，总投资金额 83.68 亿元，已投资金额 54.58 亿元，2023 年 4~12 月拟投资 16.90 亿元。公司暂无拟建地铁盖板项目。

其他配套资源开发经营方面，2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司广告资源、设计服务和钢贸收入合计分别为 0.61 亿元、2.67 亿元、2.70 亿元和 0.26 亿元。其中，公司广告业务由福州地铁传媒有限公司负责运营，主要涉及地铁广告经营、活动营销策划、民用通信资源经营、影视拍摄制作、平面广告设计等 5 个业务板块。2022 年及 2023 年 1~3 月，广告资源业务分别实现收入 369.41 万元和 547.93 万元。设计服务业务由子公司福州轨道交通设计院有限公司负责运营，主要负责城市轨道交通线网规划总体设计。钢贸业务主要由地铁实业负责运营，系 2021 年新拓展业务，下游客户主要为地铁建设相关施工企业，上下游结算周期多为 1 个月；其中 2022 年，公司钢贸上游主要供应商为福建大东海实业集团有限公司、福建闽光云商有限公司，下游主要客户为中铁六局集团广州工程有限公司、中交第四航务工程局有限公司、中铁七局集团第三工程有限公司、中交第二航务工程局有限公司、中铁上海工程局集团城市轨道交通工程分公司。

公司其他业务收入主要包括租赁及代收付水电费业务。其中，租赁业务由地铁置业负责运营，主要包括地铁 1 号线（一期）地下商铺、车站组合商业等对外出租资产，其中商铺经营业态以餐饮、便利店等服务类为主。公司物业整体出租率趋于 100%，2020~2022 年及 2023 年 1~3 月分别实现租赁收入 0.15 亿元、0.18 亿元、0.07 亿元和 0.02 亿元，其中由于相关减免政策的实施，2022 年租赁收入大幅下降。此外，公司还负责 2 号轨道交通线路的代收付水电费业务，由公司本部负责运营，同期，公司代收付水电业务收入分别为 0.23 亿元、0.25 亿元、0.27 亿元和 0.06 亿元。

总体而言，依托于地铁线网的逐步成熟，公司地铁网络化资源开发趋于多元化，能够对收入及盈利形成一定补充。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险较低，主要系受益于政府的大力支持，跟踪期内所有者权益持续增长，公司具备较强的资本实力；但轨道交通项目建设持续大额投入令公司存量债务处于较高水平，资本结构有待优化；同时公司目前通车运营线路有限、票款补贴回款较慢，致经营获现能力一般，EBITDA 对利息保障能力有待提升。

资本实力与结构

跟踪期内，持续获得的政府支持提升了公司的资本实力；考虑票款补贴后，以轨道交通资产为主的资产收益性尚可，但流动性不足；公司整体债务结构较为合理，与其业务特征相匹配，且由于财务结构调整，跟踪期内公司财务杠杆比率大幅下行，但轨道交通项目建设持续大额投入令公司存量债务仍处于较高水平。

作为福州市轨道交通投资建设及运营主体，公司地位突出，跟踪期内，匹配福州市轨道交通网络及综合交通运输体系建设发展规划，公司持续获得了政府在资本金注入及专项债拨付投入等方面的支持，带动 2022 年资产总额同比增长 12.94%。

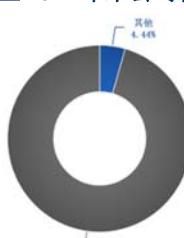
公司主要承担福州市轨道交通系统的工程建设和运营管理职能，围绕该业务形成了以在建工程、固定资产等非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重逾 80%，预计公司将维持该业务布局下的资产结构相对稳定。此外，公司尚未投入建设的政府专项债等资金沉淀形成较大体量的货币资金；尚未回款的票款补贴积累形成趋势递增的应收账款，2022 年同比增幅达 58.18%；预付设备、工程款形成一定规模的其他非流动资产。总体来看，公司轨道交通运营跟踪期内为公司持续带来一定规模的现金流，考虑票款补贴后，资产收益性尚可，但以轨道类固定资产和在建工程为主的资产流动性不佳，且票款补贴回款较慢，整体资产质量一般。

图 2：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 3：截至 2022 年末公司权益分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于政府对公司轨道投资建设持续的资本注入及财务结构调整²，公司资本公积于2022年大幅增长，带动公司资本实力稳步增强；且公司作为福州市唯一的轨道交通投资建设及运营主体，在福州市轨道交通未来的规划建设过程中预计将获得股东持续的资本支持。

受益于公司资本实力的增强，跟踪期内公司财务杠杆比率大幅下行。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，考虑到公司较高的存量债务及轨道交通项目建设持续大额投入，公司财务杠杆率预计仍将有上行压力。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	734.23	951.32	1,074.46	1,087.99
非流动资产占比	84.63	81.18	85.95	86.75
经调整的所有者权益合计	207.03	245.44	407.26	411.70
资产负债率	71.80	74.20	62.10	62.16
总资本化比率	68.37	70.47	56.56	56.83

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司经营获现能力一般，经营活动贡献的现金净流入规模较大，但作为主营业务收入主要构成的地铁运营票款补贴回款进一步放缓，收现比大幅下降；此外，持续大规模的对外投资加大资金缺口，公司经营发展对外部融资存在较强依赖性。

跟踪期内，受益于部分轨道交通线路有序投入前期运营，加之收到税费返还等各类政府补贴流入增加和往来款盈余，公司经营活动净现金流流入增幅显著。但作为主营业务收入主要构成的地铁运营票款补贴回款较为缓慢，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金规模未能与营业收入相匹配，收现比比率始终小于 1；而跟踪期内受累于当地财政支出压力、票款补贴回款进一步放缓，收现比大幅下降，公司整体经营获现能力一般。

公司投资活动主要为轨道交通建设投入，跟踪期内保持较大规模的项目投资支出，投资活动现金流呈现大幅净流出状态，资金缺口在 150~200 亿元。根据其业务定位，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述，公司投资活动的资金缺口较大，经营活动净现金流不足以形成有效覆盖，公司经营发展对外部融资形成较大依赖。目前公司外部融资以银行借款和政府专项债为主，同时受益于股东的持续支持，跟踪期内公司吸收投资收到的现金合计 27.29 亿元，亦为其资金补充的重要渠道。总体来看，公司通过外部融资叠加政府拨款等方式筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口。

表 10：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	7.32	17.46	26.20	3.64
投资活动产生的现金流量净额	-118.36	-145.78	-156.53	-29.69
筹资活动产生的现金流量净额	162.56	177.22	97.78	16.11
现金及现金等价物净增加额	51.52	48.90	-32.55	-9.93
收现比	0.49	0.74	0.22	0.60

² 2022 年起，根据相关财经政策，公司进行财务科目及资本结构调整。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，公司EBITDA有所提升，但对利息的保障能力仍然不足；经营活动净现金流的提升改善了其对利息的覆盖能力，但经营发展及债务偿还仍对外部融资存在较大依赖，考虑到区域良好的融资环境，公司偿债风险整体可控。

随着多条轨道交通线路建设投资，公司投资支出逐年增长，外部债务融资需求不断推升，公司承担的轨道交通投资建设业务有相对明确的资金来源和较为稳定的业务模式，2022年起，公司根据相关财经政策调整资本结构，跟踪期内公司杠杆比率降幅较大。整体来看，较高的存量债务和轨道交通建设项目持续大额投入令公司杠杆水平整体中等偏高，但以长期债务为主的债务结构较为合理，与其业务特征相匹配。

表 10：截至 2022 年末公司债务本金到期分布情况（亿元）

	类型	成本	金额	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年及以后
银行借款	信用、质押借款等	3.21%~4.9%	366.93	6.90	3.16	5.46	351.41
债券融资	SCP、MTN 等	2%~3%	15.00	8.00	—	7.00	—
非标融资	信托借款、融资租赁	4.20%	13.43	0.03	2.03	2.03	9.35
地方政府专项债	—	3.22%~3.93%	123.23	—	—	—	123.23
应付票据	—	—	0.80	0.80	—	—	—
合计	—	—	519.39	15.73	5.19	14.49	483.99

注：上表统计为到期债务本金金额，与报表总债务金额存在利息调整等差异。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司EBITDA主要由费用化利息支出和折旧构成，较快增长的债务规模及不断投入运营的轨道交通相关工程设备令利息支出和折旧规模不断增加，跟踪期内EBITDA呈现持续增长态势，但较高的利息支出令公司EBITDA对利息的保障能力仍然不足。此外，跟踪期内公司经营活动净现金流的提升改善了其对利息的覆盖能力，但公司经营发展及债务偿还仍对外部融资存在较大依赖。考虑到公司在金融市场良好的认可度，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，可通过银行续贷、借新还旧等方式为偿债资金形成有力补充。

表 11：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	447.47	585.74	530.33	541.88
短期债务占比	4.20	4.23	2.97	3.36
EBITDA ³	12.31	14.55	17.96	—
EBITDA 利息覆盖倍数	0.67	0.65	0.83	—
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.40	0.78	1.22	0.75

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，公司受限资产规模适中，截至2022年末，公司受限资产占当期末总资产的0.68%，资产仍存在较大的抵质押融资空间。或有负债方面，截至2022年末，公司无重大未决涉诉且无对外担保情况，基本无或有负债风险。

³ 中诚信国际计算EBITDA指标时将资产处置收益等非经常性损益进行扣除。

过往债务履约情况: 根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告, 截至 2023 年 4 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。

假设与预测⁴

假设

——2023 年, 公司仍作为福州市轨道交通投资建设及运营主体, 负责相关项目建设; 公司没有显著规模的资产划入和划出, 合并范围有所扩大。

——2023 年, 公司各业务板块稳步发展, 收入及盈利水平稳步提升。

——2023 年, 公司在建项目投资规模预计在 130~180 亿元, 股权类投资规模在 0~10 亿元。

——2023 年新增权益类融资 20~80 亿元、债务类融资 40~90 亿元; 此外, 由于财务结构的调整, 公司总债务规模预计持续动态调整。

预测

表 12: 公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率 (%)	70.47	56.56	49.09~59.99
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.65	0.83	0.72~1.08

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正, 并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为, 公司流动性强, 未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

近年来公司经营活动净现金流整体呈现净流入状态, 2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 72.57 亿元, 可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时, 截至 2023 年 3 月末, 公司银行授信总额为 908.24 亿元, 尚未使用授信额度为 530.69 亿元, 备用流动性充足。此外, 福州市经济基础好, 区域内企业流动性相对宽裕, 有一定企业间临时拆借资金的空间; 作为福州市轨道交通投资建设和经营主体, 可持续获得政府的资金支持; 而且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, 目前在手批文较为充足, 预计公司未来的再融资渠道将保持畅通, 但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于轨道交通及配套项目建设、债务的还本付息。根据公司规划, 未来一年投资支出主要集中于在建轨道交通项目投资, 资金需求约 130~180 亿元。公司债务期限结构偏长, 截至 2022 年末, 公司未来一年的到期债务约 16 亿元, 此外 2022 年公司利息支出约为 22 亿

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时, 中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设, 可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素, 该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响, 因此, 前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

元，预计未来一年的利息支出将继续稳中有增。综上所述，公司流动性强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司注重可持续发展和安全管理，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善。

环境方面，公司从事的轨道交通运营服务，与城市地面机动车相比具有节能效益，但轨道交通建设过程中可能存在一定的环境污染风险；截至目前，公司在环境管理、资源管理、排放物管理等方面表现较好，无相关负面舆情。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。同时，公司在社会争议事件管理、社会贡献方面也表现较好，城市轨道交通在缓解交通压力、提供便捷公共服务、增加社会就业、促进区域发展等多方面起到良性作用。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

外部支持

中诚信国际认为，福州市政府具有很强的支持能力，主要体现在以下方面：

福州市为福建省省会城市，是福建省政治、经济和文化中心，经济发展水平在省内处于较高水平，经济发展强劲，产业内部构成不断优化，发展质量和效益不断提升，为经济及财政提供有力支撑。近年福州市 GDP、地方一般预算收入在福建省位居前列。政府债务余额适中，始终控制在限额以内，债务率处于相对合理水平，同时区域内隐性债务风险可控。

同时，福州市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性高：公司在福州市的轨道交通投资建设和经营中处于主导地位，区域重要性高。
- 2) 与政府的关联度很高：公司按照福州市政府规划和指导承担轨道交通重大项目的投资建设任务，业务开展与政府具有很高的关联性。
- 3) 过往支持力度大：近年来，公司在轨道建设专项资金拨付和轨道运营资金补助等方面获得福州市财政在政策和资金方面的大力支持，资本实力不断提升。

表 13：2022 年福州市级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润
福州左海控股集团有限公司	福州市国资委 80%	承担福州市全市交通投资、建设及运营，同时随着福州市城投建筑有限公司（现已更名福州工业园区开发集团有限公司）的划入，公司	876.20	479.40	45.29	94.66	0.36

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

		将开展工业及园区领域的投资、建设及运营					
福州国有资本投资运营集团有限公司	福州市国资委 100%	承担福州市燃气供应、水务服务、农贸经销等公用事业，系福州市核心的公用事业运营平台	555.30	519.08	6.52	51.12	3.65
福州水务集团有限公司	福州市国资委 80%	福州市水务资产运营主体，主要负责福州市的自来水供应和污水处理业务	341.43	166.00	51.38	30.83	1.61
福州城市建设投资集团有限公司	福州市国资委 80%	福州市国有大型投资集团之一，区域重要的基础设施建设、保障房建设和片区综合开发主体	2,213.24	922.49	58.32	458.29	14.40
福州市城乡建总集团有限公司	福州城市建设投资集团有限公司 100%	福州市片区开发运营主体，主要负责区域市政基础设施建设、片区开发及保障房开发等业务	1,030.75	525.13	49.05	174.04	4.73
福州市建设发展集团有限公司	福州城市建设投资集团有限公司 100%	福州市级保障房建设和城市基础设施建设的重要投建主体	932.03	379.98	59.23	115.12	8.82
福州地铁集团有限公司	福州市国资委 61.72%	福州市轨道交通建设和运营主体	1,074.46	407.26	62.10	22.27	2.61
福州古厝集团有限公司	福州市国资委 78.69%	福州市旅游资产的经营主体，核心业务包括历史文化街区开发运营、文化创意产业投资等	614.85	284.05	53.80	82.19	3.58

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，福州市政府很强的支持能力和对公司的强支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，福州地铁与济南轨交、无锡地铁、苏州地铁等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有强支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，福州市与济南市、无锡市、苏州市均位于东部沿海经济发展水平较高的省份，其中福州市和济南市均为省会城市，无锡市和苏州市为江苏省经济财政实力相对较强的普通地级市，上述各区域的行政地位相当、市场融资环境接近，支持能力处于同一档次。福州地铁与上述平台均为市国资委实际控制的区域内轨道交通建设的唯一主体，当地政府对上述平台均具有很强的支持意愿。

其次，福州地铁的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，主业发展突出，业务稳定性及可持续性均较好。

最后，福州地铁的财务风险在同业中处于中等水平。公司资产和权益规模处于比较组平均水平，财务杠杆及 EBITDA 对利息的覆盖能力均处于中位水平；形成一定规模的可用银行授信及存续债券，再融资能力较强。

表 14：2022 年同行业对比表

	福州地铁	济南轨交	无锡地铁	苏州轨交
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	福建省-福州市	山东省-济南市	江苏省-无锡市	江苏省-苏州市
GDP（亿元）	12,308.23	12,027.50	14,850.82	23,958.30
GDP 增速（%）	4.4	3.1	3.0	2.0
人均 GDP（万元）	14.57	12.77	19.84	18.6
一般公共预算收入（亿元）	698.52	1,001.14	1,133.38	2,329.18
公共财政平衡率（%）	69.86	81.69	82.99	89.98
政府债务余额（亿元）	1,839.51	2,660.08	1,874.36	1,772.41
控股股东及持股比例	福州市人民政府国有资产监督管理委员会 61.72%	济南市国资委 100.00%	无锡市国资委 87.38%	苏州市国资委 64.72%
职能及地位	福州市唯一的轨道交通建设运营主体	济南市唯一的轨道交通建设运营主体	无锡市唯一的地铁建设运营主体	苏州市唯一的轨道交通建设运营主体
核心业务及收入占比	票款收入 79.97%	工程施工 44.61%、电力设备销售 16.18%、盾构机等设备租赁与销售 13.09%、混凝土及建材生产销售 10.47%	地铁运营 35.48%、房地产开发 6.31%、物业 6.11%、广告 1.52%、建筑服务 2.47%、货物销售 17.54%、软件销售和服务 2.74%、咨询服务 0.59%、租赁 1.98%、土地整理 15.82%	轨道交通运营 83.20%、土地开发 14.78%
通车里程（公里）	59.00	0.00	113.95	254.20
资产总计（亿元）	1,074.46	2,052.65	816.47	1,648.43
经调整的所有者权益合计（亿元）	407.26	437.28	279.96	628.13
总债务（亿元）	530.33	1,453.54	483.52	821.52
总资本化比率（%）	56.56	76.87	63.33	56.67
营业总收入（亿元）	22.27	87.99	31.89	90.76
净利润（亿元）	2.61	3.61	1.17	0.08
EBITDA（亿元）	17.96	10.02	12.87	50.47
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.83	0.16	0.59	1.34
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	26.20	-16.46	-14.88	23.32
可用银行授信余额（亿元）	530.69	1,469.99	246.80	489.77
债券融资余额（亿元）	15.00	337.30	20.00	35.00

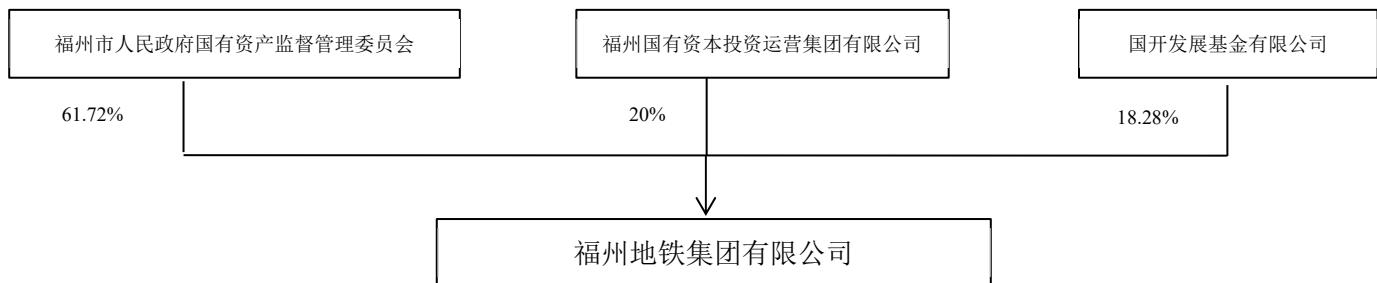
注：1、通车里程为正式开通运营线路里程，其中福州地铁存 56.12 公里线路开通前期运营，济南轨交存 84.08 公里开通试运营；2、公司、苏州轨交的可用授信余额节点为 2023 年 3 月末，无锡地铁、济南轨交的可用授信余额时间节点为 2022 年末 3、债券融资余额为截至 2022 年末上述企业本部公开市场存续境内信用债的债券本金余额。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

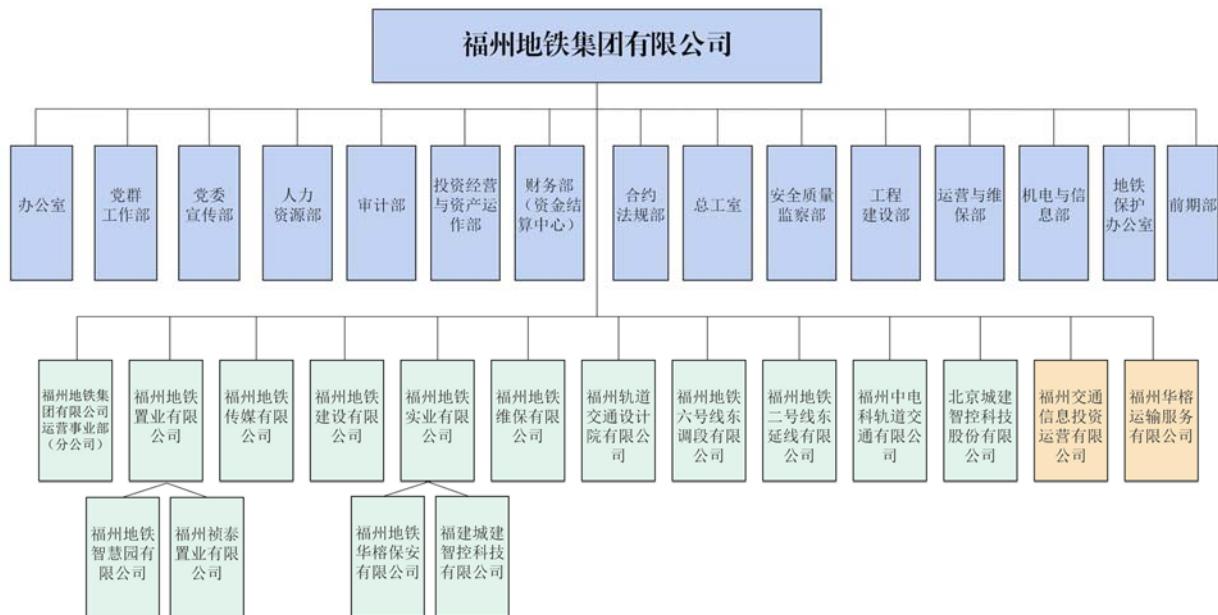
评级结论

综上所述，中诚信国际维持福州地铁集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 福州地铁 GN001”、“22 福州地铁 GN002(碳中和债)”、“23 福州地铁 GN001(碳中和债)”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：福州地铁集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2023 年 3 月末)



序号	主要一级子公司名称	持股比例 (%)
1	福州地铁置业有限公司	100
2	福州地铁实业有限公司	100
3	福建大地传媒有限责任公司	51
4	福州轨道交通设计院有限公司	100
5	福州地铁维保有限公司	100
6	福州地铁六号线东调段有限公司	100
7	福州地铁传媒有限公司	100



资料来源：公司提供

附二：福州地铁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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	661,633.39	1,150,925.92	825,366.10	726,001.73
非受限货币资金	661,633.39	1,150,646.20	825,098.25	725,748.47
应收账款	249,218.87	326,033.33	514,671.88	553,005.25
其他应收款	39,942.18	89,583.39	105,109.64	102,728.52
存货	8,574.55	32,654.39	29,650.17	35,561.73
长期投资	61,617.72	62,557.89	74,580.88	75,246.07
在建工程	2,990,973.69	4,390,210.50	5,983,156.13	6,213,937.53
无形资产	2,084.48	128.77	208.64	214.95
资产总计	7,342,304.29	9,513,235.34	10,744,560.22	10,879,892.56
其他应付款	130,579.67	359,414.52	522,488.32	554,464.98
短期债务	187,820.00	247,885.09	157,546.30	182,319.85
长期债务	4,286,833.81	5,609,533.02	5,145,720.26	5,236,449.84
总债务	4,474,653.81	5,857,418.11	5,303,266.56	5,418,769.69
负债合计	5,271,978.23	7,058,799.23	6,671,965.57	6,762,910.03
利息支出	182,599.08	223,741.79	215,474.52	48,345.91
经调整的所有者权益合计	2,070,326.06	2,454,436.12	4,072,594.65	4,116,982.53
营业总收入	145,132.19	181,452.48	222,734.26	52,297.80
经营性业务利润	4,984.41	7,514.10	22,904.31	4,135.45
其他收益	17,659.84	28,359.85	36,560.54	6,830.00
投资收益	-81.28	183.84	3,625.44	536.70
营业外收入	368.63	55.20	115.87	73.32
净利润	4,621.20	7,199.88	26,096.94	4,528.38
EBIT	76,772.64	90,408.85	116,047.55	24,108.63
EBITDA	123,084.80	145,516.97	179,605.21	—
销售商品、提供劳务收到的现金	71,194.63	133,498.98	49,221.15	31,256.86
收到其他与经营活动有关的现金	95,973.79	21,407.51	32,512.12	17,154.51
购买商品、接受劳务支付的现金	16,644.35	32,665.66	38,147.54	10,840.51
支付其他与经营活动有关的现金	100,268.40	15,316.03	22,669.64	15,406.10
吸收投资收到的现金	426,212.00	376,719.79	272,936.47	20,798.25
资本支出	1,125,729.03	1,247,474.31	1,375,030.83	262,657.73
经营活动产生的现金流量净额	73,221.25	174,593.14	262,011.37	36,387.66
投资活动产生的现金流量净额	-1,183,624.89	-1,457,795.14	-1,565,338.28	-296,879.82
筹资活动产生的现金流量净额	1,625,645.31	1,772,214.81	977,778.95	161,142.38
现金及现金等价物净增加额	515,241.67	489,012.81	-325,547.95	-99,349.78
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	45.06	38.52	33.43	29.56
期间费用率(%)	51.34	47.88	39.03	34.17
应收款项占比(%)	3.94	4.37	5.77	6.03
收现比(X)	0.49	0.74	0.22	0.60
资产负债率(%)	71.80	74.20	62.10	62.16
总资本化比率(%)	68.37	70.47	56.56	56.83
短期债务/总债务(%)	4.20	4.23	2.97	3.36
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.40	0.78	1.22	0.75
总债务/EBITDA(X)	36.35	40.25	29.53	—
EBITDA/短期债务(X)	0.66	0.59	1.14	—
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.67	0.65	0.83	—

注：中诚信国际根据福州地铁提供的 2021~2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；长期应付款中的长期带息债务调入长期债务；其他流动负债中的短期带息债务调入短期债务；公司未披露 2023 年一季度现金流量表补充数据，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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
现金流	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
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息保障倍数	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，影响报表使用者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。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (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