

地铁企业财务画像与信用利差表现——基于发债企业的数据观察

联合资信 公用评级二部 | 王　爽 | 王　菁

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

引言

城市轨道交通是我国大中城市通勤出行的骨干方式，具有显著的公益属性和自然垄断特征。长期以来，地铁企业作为城市基础设施核心运营主体，普遍被市场视为“弱周期、高政府支持、低信用风险”的一类主体，其债券发行利率与城投债相比长期处于较低水平。近年来，部分企业因 TOD、房地产及股权投资业务承压出现投资亏损，少数高负债、弱财政区域的地铁企业债券发行利差显著走阔。本文选取发债地铁企业为样本，从资产结构、盈利与现金流、杠杆与偿债、债券发行与利差表现等维度刻画样本企业的财务特征与信用利差表现，并对地铁企业风险点进行梳理，以期为观察地铁企业信用资质分化提供参考。

一、行业基本面

（一）行业概况

城市轨道交通是我国大中城市公共交通体系的重要组成部分，具备运能大、准点率高、用地集约的特征，是城市通勤出行的主力方式。2021 年以来，我城镇化水平持续提升，2025 年末常住人口城镇化率 67.89%，**城镇化持续推进带动城镇人口不断集聚，居民出行总需求随之增长，为城市轨道交通行业创造了良好的发展环境**。部分大城市现有公共交通供给已无法匹配出行需求，因此以地铁为核心的城市轨道交通成为各大城市提升公共交通供给能力的重要载体。同时，各类开发主体一般围绕地铁沿线开展商业、住宅、广告等关联业态开发，地铁建设能够对区域经济发展与沿线土地价值形成带动效应。

地铁是我国城市轨道交通占比最高的制式，截至 2025 年末地铁运营里程占全国城市轨道交通[1]总里程超 75.00%；下文行业公开统计数据多为城市轨道交通全口径数据，考虑到地铁运营里程占比，相关指标可近似反映地铁行业整体特征。

（二）行业政策

近年来，地铁行业政策聚焦都市圈“四网融合”、审批持续收紧、安全服务规范趋严、TOD 与站城融合成开发主线、智慧化与韧性建设推进等方面，行业政策转向规范、安全、多元和可持续发展。

2021 年以来，行业政策主基调由“大规模建设”转向“规范建设、安全运营、多元经营”，主要集中在五个方向：

1、**顶层规划强调都市圈多网融合**。2022 年国务院《“十四五”现代综合交通运输

[1] 城市轨道交通包含地铁、轻轨、市域快轨、单轨等多种制式。

体系发展规划》提出打造“轨道上的都市圈”，推进干线、城际、市域（郊）、城市轨道“四网融合”；2023 年五部门《加快建设交通强国五年行动计划（2023－2027 年）》；2024 年国务院《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》；2026 年 1 月国家发改委《关于推进城际铁路健康可持续发展的意见》。线网扩张由“单城加密”转向“都市圈一体化”。

2、**建设审批延续收紧**。《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）设定的地铁申报门槛（GDP3000 亿元、一般公共预算收入 300 亿元、市区常住人口 300 万人）及“本轮完成投资 70%以上方可报批下一轮”约束仍为底层规则；2025 年版市场准入负面清单明确非低运量城市轨道交通项目由省级发改审批。高负债、低客流城市新增线路获批难度上升。

3、**运营安全与服务规范趋严**。2023 年交通运输部印发初运营前、正式运营前、运营期间三项安全评估规范；2025 年发布《城市轨道交通客运组织与服务管理办法》，合规与服务成本上升。

4、**TOD 与站城融合成为经营开发主线**。2023 年中国城市轨道交通协会发布 TOD 综合开发指导意见，鼓励股权合作、设立基金、资产证券化；2023 年住建部要求开展城市轨道交通建成项目效益评估。广州、重庆、杭州、沈阳、东莞等城市相继出台 TOD 实施细则，普遍建立“轨道建设－土地出让－综合开发”收益反哺机制。

5、**智慧化与韧性城市建设**。2024 年中办、国办《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》推动轨道交通与城市道路感知、车路协同等新基建场景衔接；行业层面则持续推进智慧城轨建设。

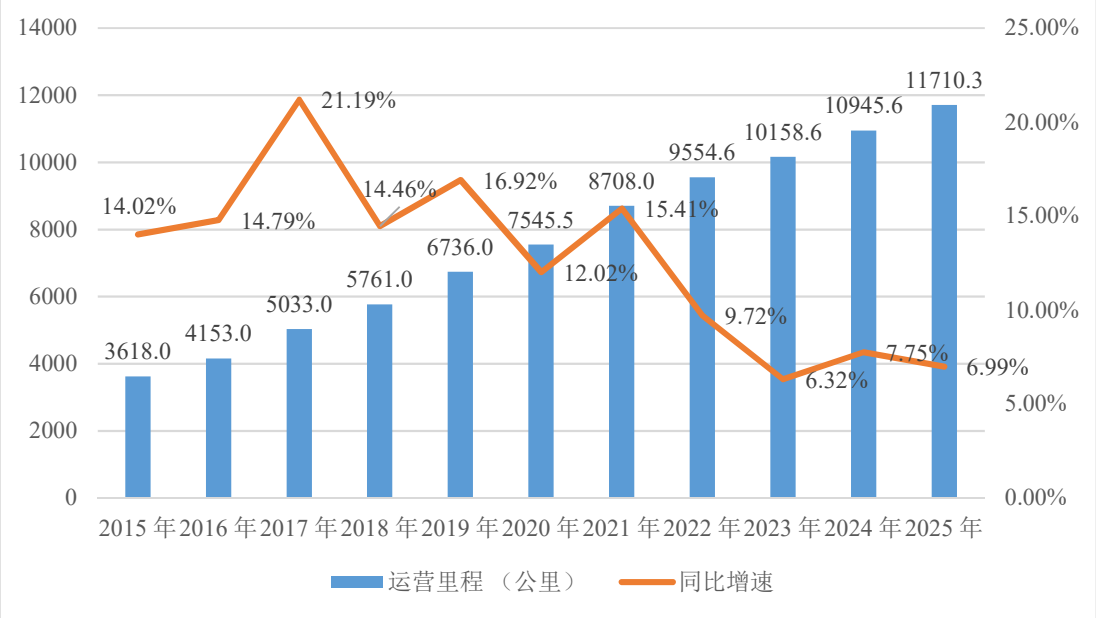
（三）行业运行情况

国内城市轨道交通线网规模持续增长，但客流强度城市分化显著，且部分远郊新开通线路存在客流不足问题；行业平均运营收支比较低，运营收入难以覆盖运营成本，需依靠财政补贴弥补资金缺口；行业投资规模回落，但在建项目存量规模仍大，行业重心逐步转向建设与运营并重、提质增效。

截至 2025 年末，国内共有 54 个城市开通城市轨道交通，全国城市轨道交通运营总里程 11710.3 公里，其中地铁为线网中的主要部分，长三角、粤港澳、京津冀、成渝四大城市群线网规模占比突出，区域发展呈现东密西疏的格局。2025 年全年城市轨道交通客运量 332.4 亿人次，但客流强度城市分化显著，全国超七成城市未达到审批要求的 0.7 万人次/公里·日门槛，且部分远郊新开通线路存在客流不足问题，客流分化将直接影响地铁企业票务及非票务收入实现，进而影响主体自身造血能力。行业运营主体普遍面临成本高企压力，2025 年行业平均运营收支比仅 57.58%，运营收入

难以覆盖运营成本，需依靠财政补贴弥补资金缺口。

投资建设方面，2015 年以来行业投资规模持续增长，2020 年达到 6286.00 亿元的高位，随后投资规模逐年下降，2025 年降至 4114.16 亿元，行业投资下降主要系城市骨干路网趋于成型、新建需求减弱、开工节奏放缓等因素影响。在建项目存量规模仍大，未来仍存在较大的资金需求；城市轨道交通行业发展重心由此前侧重规模建设，逐步转向建设与运营并重、追求提质增效。

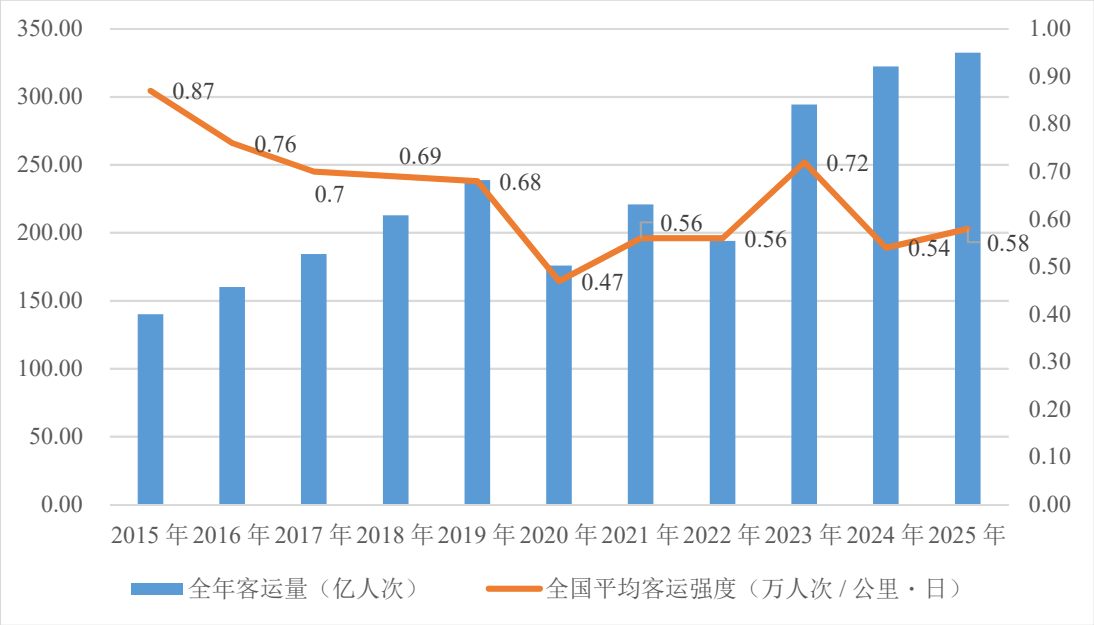


资料来源：联合资信根据交通运输部、中国城市轨道交通协会发布数据整理[2]

图 1.1·2015－2025 年城市轨道交通运营里程

2016－2025 年，全国城市轨道交通客运量整体呈上升趋势，除 2020－2022 年受公共卫生事件影响出现波动外，其余年份均持续增长，由 2016 年约 160 亿人次提升至 2025 年的 332.4 亿人次。客运强度自 2016 年以来总体呈下降趋势，2019 年及之前，全国平均客运强度高于 0.7 万人次/公里·日参考线，至 2025 年已降至 0.58 万人次/公里·日。分区域来看，截至 2025 年末，仅深圳、广州等少数城市维持 1.2 万人次/公里·日以上较高强度运行，而部分新开通远郊线路及中低运能系统客运强度不足 0.2 万人次/公里·日。

[2] 相关资料参考《2026 年城市轨道交通行业分析》



注：1. 客运强度=年客运量÷运营里程÷365；2. 2015 年口径不含市域快轨及有轨电车，与后续年份不可直接同比
资料来源：联合资信根据交通运输部、中国城市轨道交通协会发布数据整理

图 1.2·2015－2025 年城市轨道交通客运量与客运强度

二、样本企业财务状况

本文选取 25 家发行债券的地铁企业作为样本，基于样本企业 2021－2025 年财务数据特点，从资产、盈利及现金流、杠杆水平及偿债指标等维度构建财务画像。需说明的是，地铁企业记账方式或存在差异，数据所代表的经济含义与实际情况可能存在偏差；所用数据来源于 Wind、预警通、中国债券信息网等公开渠道。

（一）资产特征

样本地铁企业资产规模持续扩张但增速趋缓，资产结构呈现“运营资产占比上升、建设资产占比下降、应收补贴类资产攀升”的总体特征；从资产端看，多元化业务以场站综合开发、基础设施建设、房地产开发、战略性投资为主。城市资源禀赋突出的地铁企业往往被赋予更丰富的职能，资源向可运营资产转化的潜力与空间更为充裕，多元化布局整体与所在城市资源禀赋及职能定位高度相关。

从样本整体规模看，2021－2025 年，样本企业资产总额持续增长，年均复合增长 9.24%，但增速逐年放缓，从 2022 年的 11.51%降至 2025 年的 6.79%。从资产构成看，固定资产及在建工程合计占比在 65.00%左右，为拉动资产增长的主要因素，但占比结构有所变化，伴随在建地铁线路的逐步投运，在建工程占比持续下降、固定资产占比整体呈上升态势；其他应收款占比持续上升，2025 年已升至 8.07%，成为资产构成的第三大元素，并且增速较快（近五年年均复合增长 18.98%），地铁运营规模扩大带

动应收补贴规模增长，同时补贴回款滞后，导致其他应收款不断攀升；存货及投资类资产[3]占比分别在 7.50%和 6.00%左右，存货及投资类资产分别体现了地铁企业多元化业务拓展方向。

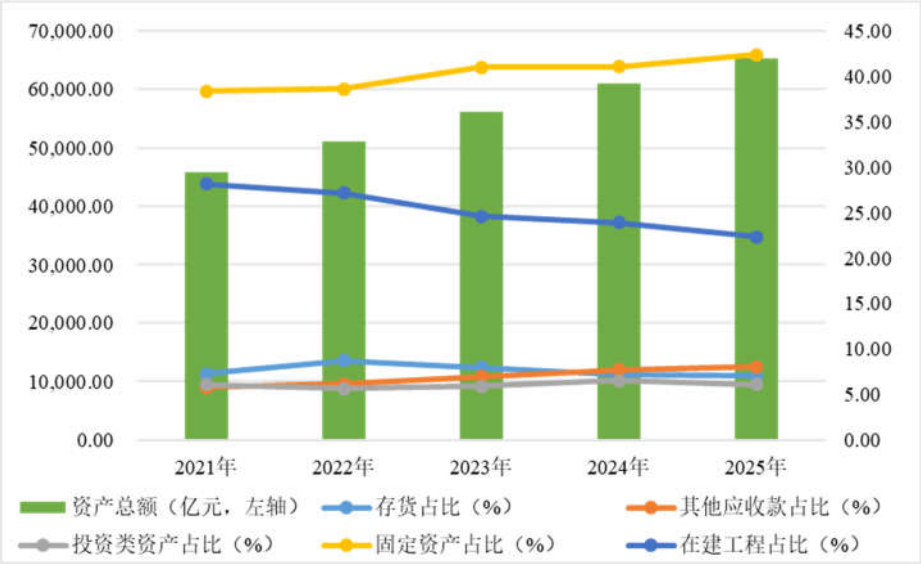


图 2.1　样本企业整体资产结构

通过样本企业“存货”“投资类资产”指标特点，观察地铁企业多元化业务拓展情况。存货构成主要包括土地资产、基础设施建设（以下简称“基建”）类项目投入成本、场站综合开发投入成本及房地产开发投入成本，地铁企业通常基于自身资源优势进行地下空间及场站综合开发。部分地铁企业承担基建职能，开展土地整理、棚改及城市更新等业务。“以地养铁”是地铁企业弥补运营亏损的重要途径，场站及周边土地综合开发利用（TOD）资源有限[4]，部分地铁企业进一步拓展房地产开发业务，但其盈利能力受城市房地产市场景气度影响大。

从投资类资产构成看，投资类资产标的主要包括 PPP 项目公司、铁路等轨道交通类项目投资、房地产公司、地方国有资本运营公司、地方商业银行、基金，地铁企业进行股权投资的多元化程度相对较低，仍主要围绕主业及战略性投资开展，辅以少量的基金投资。不同城市层级的地铁企业投资类资产规模差异明显，城市资源禀赋突出的地铁企业往往被赋予更丰富的职能，资源向可运营资产转化的潜力与空间也更为充裕。

[3] 投资类资产=长期股权投资+其他权益工具投资+其他非流动金融资产。
[4] TOD 开发通常在以地铁站点为中心 400~800 米为半径的范围。

（二）盈利水平及现金流

样本地铁企业收入保持较快增长但主要依赖多元化业务驱动，盈利水平偏低且利润来源集中于补贴，整体造血能力有限；多元化业务中房地产业务拿地及项目开发、基建业务投入保持较大资金需求，叠加地铁项目建设及股权投资，筹资活动前现金流持续大额净流出，经营资金平衡压力大。

从样本企业[5]整体规模看，2021－2025 年，样本企业营业总收入及其他收益逐年增长，年均复合增长率分别为 19.79%和 17.34%，2025 年分别达到 1538.70 亿元和 682.42 亿元，其他收益几乎全部来源于政府补助；利润总额有所波动，维持在 80.00 亿元左右；总资本收益率波动下降，整体维持在 1.20%以下，资本回报水平偏低；投资收益及公允价值变动收益规模较小、稳定性较弱且尚未对利润形成良好补充。地铁行业秉持“社会效益优先”原则，通过执行普惠性票价政策服务城市发展，地铁票价公益属性限制了地铁企业的收入弹性，多元化业务收入成为拉动地铁企业营业收入快速增长的主要动力，并且在一定程度上反哺地铁运营亏损，但成效尚不明显，补贴仍是地铁企业利润的重要来源。

从各样本企业表现看，2021－2025 年，大部分地铁企业确认补贴后可实现盈利，个别地铁企业利润仍为亏损状态，若不考虑会计处理方式变化导致的“前亏后盈”情况，亏损主要受地铁客流强度偏弱、补贴规模不足、多元业务不强、投资亏损等因素影响。房地产行业处于深度调整阶段，个别开展相关股权投资的样本企业已确认大额投资损失。

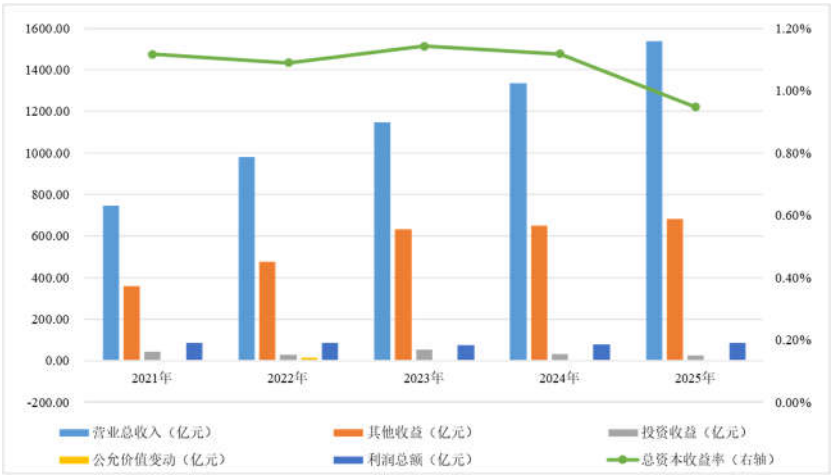


图 2.2　样本企业整体盈利规模及盈利水平情况（单位：亿元）

[5] 一家样本企业 2024 年及 2025 年确认的投资收益规模分别超-120.00 亿元和-230.00 亿元，计算样本企业整体盈利规模及盈利水平时剔除该样本。

现金流方面，2021－2025 年，样本企业经营活动现金流入量波动增长；经营活动现金流量净额波动较大，2022－2023 年规模相对较小，不足 100.00 亿元，在 2024 年达到 273.55 亿元的高点后，降至 2025 年的-167.39 亿元，现金流变动主要源于多元化业务营运资金占用扩大。从各样本企业表现看，仅 5 家样本企业经营活动现金流表现为持续净流入，其业务特点为多元化程度不高且业务规模相对稳定。地铁企业多元化业务中房地产业务拿地及项目开发、基建业务投入均保持较大规模，叠加地铁项目建设投入及股权投资支出，筹资活动前现金流持续大额净流出，资金缺口严重依赖外部融资。

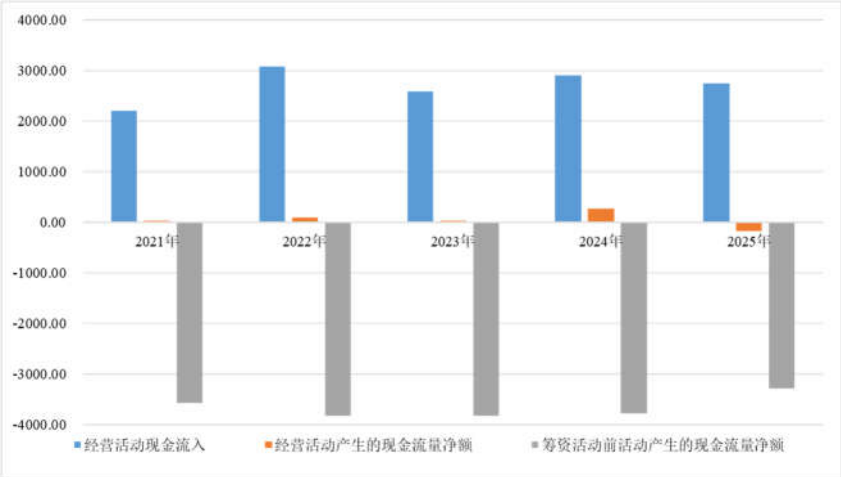


图 2.3　样本企业整体现金流情况（单位：亿元）

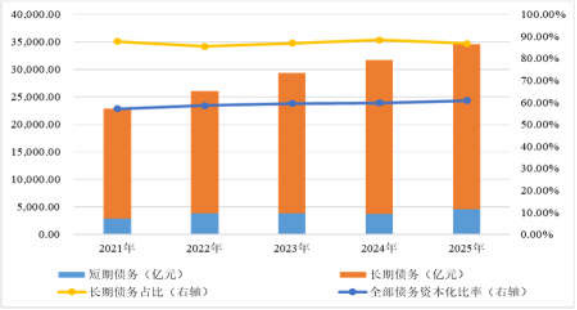
（三）杠杆水平及偿债水平

样本地铁企业债务期限结构良好，但整体债务负担持续加重、偿债指标走弱，且企业间债务负担分化明显，财政支持力度、线路运营阶段及建设节奏是影响个体债务水平的主要因素；此外，应重点关注区域再融资环境变化对地铁企业流动性的影响。

地铁项目资本金主要来源于财政资金，其余资金由地铁企业自筹，自筹资金一般来源于银行贷款、发行债券、非标融资等。此外，地铁项目还可使用地方政府专项债券资金，部分项目采用 PPP 模式引入社会资本，项目建成后可发行 REITs 产品盘活存量资产。

2021－2025 年，伴随地铁项目建设的推进及多元化业务的开展，样本企业全部债务规模持续增长，年均复合增长 10.86%；债务期限结构良好，长期债务占比维持在 85.00%左右；全部债务资本化比率持续上升，2025 年为 60.85%。从各样本企业表现看，2025 年底全部债务资本化比率在 50.00%以下的企业 7 家，50.00%~65.00%的企业 8 家，65.00%以上的企业 10 家。

债务率水平低的原因主要包括：1）企业所在城市财政实力雄厚，获得的资本金注入规模较大，资本实力较强；2）部分城市地铁线路运营已进入成熟期，早期债务已部分偿还或置换，新增债务节奏放缓；3）部分城市地铁建设起步晚，线网规模小，地铁企业债务规模相对较小。债务率水平高的原因主要包括：1）财政注资较弱，企业资本积累慢；2）城市地铁项目处于集中建设期，债务快速扩张。样本地铁企业偿债指标整体走弱，应重点关注区域再融资环境变化对企业流动性的影响。



注：将所有者权益中的其他权益工具调整至长期债务计算

图 2.4　样本企业整体债务规模及债务率

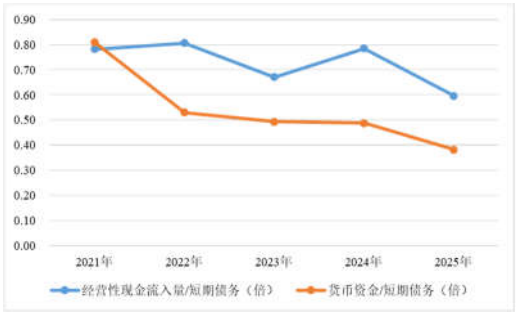


图 2.5　样本企业整体偿债指标情况

三、样本企业债券市场表现

（一）信用等级情况

样本企业整体级别以 AAA 为主。截至 2026 年 9 月末，25 家样本企业中 AA 和 AA^{+}企业各 1 家，AAA 企业共 23 家。

（二）债券市场情况

2021 年以来，样本企业中期票据和公司债券已逐步成为主要发行产品，债券发行期限拉长，3 年及以上债券占比攀升；需关注区域财政支持及区域信用环境变化对地铁企业债券接续能力的影响。

2021－2025 年，样本企业债券发行总量波动下降，其中最高发行总量为 2021 年的 2265.70 亿元，最低发行总量为 2022 年的 1320.05 亿元。从债券品种结构和发行方式看，2021－2025 年及 2026 年 1－9 月，超短期融资券和企业债券占比整体呈下行态势，其中超短期融资券占比降幅超 20 个百分点，2024 年以来超短期融资券和企业债券合计发行量占比在 27.00%以下；中期票据和公司债占比整体呈上升态势，2024 年以来中期票据和公司债合计发行量占比超 68.00%；公募发行是样本企业债券发行的主要方式，私募发行占比未超 5.00%。

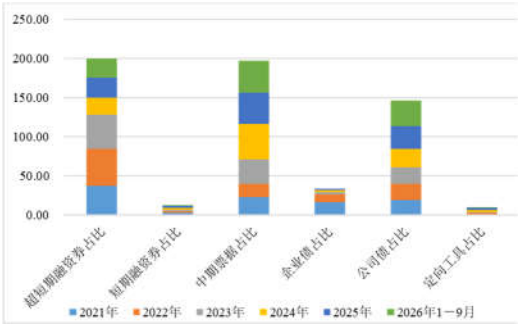


图 3.1　样本企业发行的债券品种情况（单位：亿元）

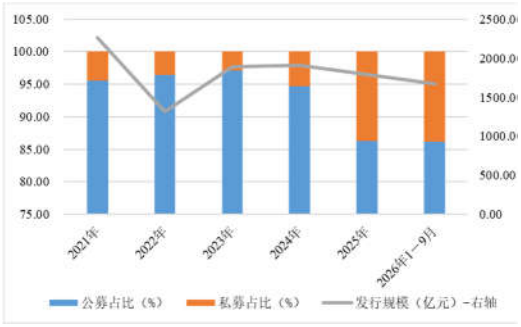


图 3.2　样本企业债券发行方式情况

从发行期限结构看，2021－2025 年及 2026 年 1－9 月，1 年及 1 年以下的债券发行占比整体呈下降态势，由 2022 年的顶峰（占比 54.78%）降至 2024 年以来的 25.00%左右；3（含）~5 年（含）的债券占比有所波动，在 2022 年降至最低点（占比 35.90%），自 2023 年以来占比持续上升，2026 年 1－9 月占比达 55.13%；10 年期的债券占比波动较大，2021－2023 年占比在 9.00%以下，2024 年占比达到最高点 23.78%，自 2025 年以来占比逐步降至 12.27%。

截至 2026 年 9 月末，样本企业存续债券余额为 6850.47 亿元，2027－2029 年到期兑付规模较大，需关注区域财政支持及区域信用环境变化对地铁企业债券接续能力的影响。

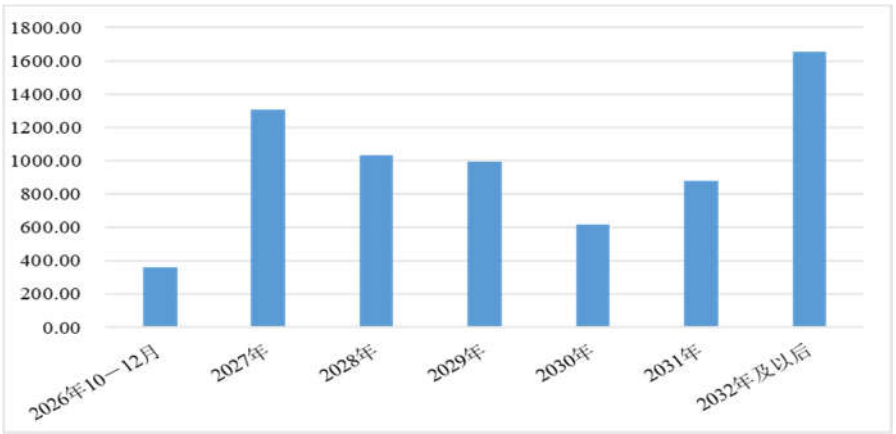


图 3.3 • 截至 2026 年 9 月末样本企业存续债券到期规模分布情况（单位：亿元）

（三）债券发行利差

样本地铁企业债券融资成本随市场利率下行而回落，发行利差总体低于城投企

业，市场对地铁企业信用基本面的认可程度相对更高；财政实力雄厚、线网运营成熟的企业利差处于低位，财政支持偏弱、区域信用环境、债务负担较重的企业利差仍维持较高水平，个体融资成本差异明显。

从债券融资成本看，2021－2025 年及 2026 年 1－9 月样本地铁企业债券发行利率整体呈下行趋势，发行利率均值由 2021 年的 3.31%降至 2026 年 1－9 月的 1.90%，发行利率区间跨度同步收窄，主要受债市整体收益率下行、货币政策宽松的宏观环境影响，地铁企业融资成本随市场利率中枢下移而回落。从发行利差看，样本企业债券发行利差均值由 2021 年的 76.85BP 波动下行至 2024 年的 56.30BP，2025 年小幅回升至 61.28BP，2026 年 1－9 月降至 47.77BP，利差总体回落且明显低于利率下行幅度。

与城投企业对比来看，在同级别（AAA）、同期限（3 年及 5 年）、同发行方式（公募）、同层级（地市级）条件下，样本地铁企业各期发行利差均值均低于城投企业，其中 2022－2023 年差距尤为突出（2023 年样本企业利差均值 66.85BP，城投企业高达 124.32BP，相差约 57BP），主要因城投企业受化债政策推进及区域信用分化影响利差大幅走阔，而地铁企业作为城市基础设施核心主体，财政支持力度大、业务公益属性强，市场对其信用基本面认可度相对更高。

但需要关注的是，样本企业利差区间跨度较大（如 2023 年最高达 398.68BP、2025 年最高达 250.23BP），不同城市地铁企业分化明显，财政实力雄厚、线网运营成熟的企业利差处于低位，而财政支持偏弱、区域信用环境、债务负担较重的企业利差仍维持较高水平。

表 3.1　样本企业债券发行利率及债券发行利差情况

区间	债券发行利率（%）			债券发行利差（BP）		
	区间--最低	区间--最高	利率均值	区间--最低	区间--最高	利差均值
2021 年	2.25	6.30	3.31	5.51	321.26	76.85
2022 年	1.63	6.30	2.82	0.68	410.84	59.70
2023 年	2.01	5.99	2.98	0.81	398.68	67.18
2024 年	1.75	3.80	2.47	8.96	189.68	56.30
2025 年	1.53	4.00	2.14	13.64	250.23	61.28
2026 年 1－9 月	1.35	3.90	1.90	6.68	229.57	47.77

表 3.2　同级别（AAA）、同期限（3 年及 5 年）、同发行方式（公募）、同层级（地市级）条件下样本企业与城投企业债券发行利差对比

期间	样本企业			城投企业		
	区间--最低（BP）	区间--最高（BP）	利差均值（BP）	区间--最低（BP）	区间--最高（BP）	利差均值（BP）

2021 年	11.23	190.07	82.43	84.80	89.57	87.45
2022 年	24.43	140.10	67.80	52.74	192.97	98.15
2023 年	26.01	174.04	66.85	48.79	349.73	124.32
2024 年	14.45	141.80	52.96	19.05	202.21	64.48
2025 年	17.52	153.97	63.58	26.41	226.02	71.56
2026 年 1—9 月	6.68	114.50	47.65	15.69	149.01	54.51

注：城投企业的地市级不包含地市（开发区）和国家新区

四、行业关注

地铁行业属于弱周期行业，客流需求具有较强的刚性特征，整体发展态势稳定，在民生保障、生态环保、城市综合竞争力提升等方面发挥着重要作用。同时，结合地铁企业“投资规模大、回收周期长、经营依赖补贴、多元化拓展”的经营特征，仍需关注以下风险点：

1、**短期流动性依赖外部融资，对再融资环境及区域协调能力敏感**。地铁项目贷款多为长周期项目贷，期限结构与地铁资产的长回报周期基本匹配，短期内无大规模集中兑付压力。但部分地铁企业持续消耗前期积累的货币资金，货币资金对短期债务的覆盖程度偏低，叠加经营活动现金流整体造血能力有限，流动性平衡对再融资的依赖度较高。需重点关注再融资环境变化，以及区域财政和资源协调能力对地铁企业流动性的影响。

2、**多元化业务补充收益，但受地产周期与回款节奏等因素影响**。地铁企业通过多元化业务丰富收入来源、补充收益，是缓解运营亏损的重要途径。但房地产市场下行将直接影响依赖土地增值收益的企业；同时，多地已陆续发布现房销售政策，房地产项目回款周期被拉长，非地铁业务的资金占用与回款压力可能进一步加大。需关注非地铁业务资金平衡压力对地铁企业流动性的影响。

3、**应收补贴款规模高企，补贴滞后性风险有所累积**。地铁企业账面确认高额应收补贴款，叠加补贴回款滞后，应收类款项持续攀升。若补贴资金来源收窄，回款滞后性可能进一步加重，对高度依赖补贴的企业造成资金周转压力，需关注补贴政策及地方财政支付能力的变化。

4、**票价调整边际改善收益有限，并且部分城市调价存在阻力**。多地启动票价调整，从需求侧回收部分收入，以边际缓解对财政补贴的依赖。重庆、昆明已完成调价，上海已于 2026 年 9 月召开听证会，具体方案尚未落地；但受票价水平及居民承受能力约束，部分地区调价仍存在压力，票价调整对收益改善的实际效果有待观察。

联系人

投资人服务　010-85679696-8704　investorservice@lhratings.com

相关研究

【行业研究】2026 年城市轨道交通行业分析

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。