

信用等级公告

联合〔2019〕1445号

联合资信评估有限公司通过对南昌轨道交通集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南昌轨道交通集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”“16 洪轨 01/16 洪轨永续期债 01”“18 南昌轨交 MTN001”“19 南昌轨交 GN001”和“19 南昌轨交 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十八日

评级业务专用章

1101030046109

南昌轨道交通集团有限公司跟踪评级报告

评级结果：

本次主体长期信用等级：AA⁺

上次主体长期信用等级：AA⁺

债券简称	债券余额	到期兑付日 ¹	跟踪评级结果	上次评级结果
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	36 亿元	2020/08/03	AA ⁺	AA ⁺
16 洪轨 01/16 洪轨可续期债 01	5 亿元	2019/06/29	AA ⁺	AA ⁺
18 南昌轨交 MTN001	5 亿元	2023/01/29	AA ⁺	AA ⁺
19 南昌轨交 GN001	5 亿元	2022/02/26	AA ⁺	AA ⁺
19 南昌轨交 MTN001	15 亿元	2024/01/23	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 18 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	37.92	45.00	31.95	32.51
资产总额(亿元)	556.09	624.99	686.66	724.95
所有者权益(亿元)	297.83	342.46	380.08	382.28
短期债务(亿元)	2.08	8.04	10.05	10.34
长期债务(亿元)	214.85	228.34	238.73	260.04
全部债务(亿元)	216.94	236.39	248.78	270.38
营业收入(亿元)	6.79	6.78	8.08	1.26
利润总额(亿元)	9.16	15.29	10.31	0.82
应收类款项/资产总额(%)	0.92	1.39	2.95	4.05
EBITDA(亿元)	9.81	16.03	11.01	--
经营性净现金流(亿元)	6.47	11.58	3.23	-6.90
营业利润率(%)	28.70	28.19	28.56	37.41
净资产收益率(%)	2.91	4.47	2.66	--
资产负债率(%)	46.44	45.21	44.65	46.58
全部债务资本化比率(%)	42.14	40.84	39.56	41.11
流动比率(%)	250.27	244.44	205.80	245.14
经营现金流流动负债比(%)	18.38	31.32	7.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.12	14.74	22.59	--

注：2019 年 1-3 月财务数据未经审计

分析师：姚 玥 喻宙宏

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

¹ “15 洪轨 02/15 洪轨债 02”存续期为 5+5+5 年，附第 5 年末和第 10 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，到期兑付日按首个行权日测算；“16 洪轨 01/16 洪轨可续期债 01”存续期为 3+3N 年，N 为续期数，到期兑付日按首个行权日测算；“19 南昌轨交 GN001”存续期为 3+N 年，N 为续期数，到期兑付日按首个行权日测算

评级观点

南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“南昌轨交”或“公司”）作为南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有区域专营性地位。跟踪期内，公司在地铁建设项目方面获得政府的持续支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司地铁项目建设周期长、投资额大，具有较强公益性特征；目前南昌市地铁初步建设，尚未形成路网效应；公司债务压力大，未来投资规模大等因素对公司信用基本面带来的不利影响。虽然大规模的投资支出将增大公司资金和债务压力，但南昌市政府对公司支持明确，设立了南昌市地铁建设发展专项资金，对地铁项目的建设投入和还本付息形成了较好的保障。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，维持“15洪轨02/15洪轨债02”“16洪轨01/16洪轨可续期债01”“18南昌轨交MTN001”“19南昌轨交GN001”和“19南昌轨交MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，南昌市经济持续增长，公司外部发展环境持续向好。
2. 跟踪期内，公司作为南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面仍具有区域专营性地位；南昌市地铁建设资本金、发展专项基金及财政补助按时注入，持续对公司项目建设提供有力支持。
3. 地铁线路陆续开通运营，未来地铁票价收入回流一定程度上可补充公司项目建设资金。

关注

1. 南昌市地铁仍处于建设初期，尚未形成路网效应。地铁项目建设周期长，投资规模大，具有较强公益性特征。
2. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，随着南昌市轨道交通整体规划的快速推进，公司未来资本支出金额较大，面临一定融资压力；且 3 号线项目和 4 号线一期项目投资规模大，资本金比例较低，预计公司未来债务负担将持续上升。
3. 公司利润总额对政府补助依赖大，整体盈利能力弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

南昌轨道交通集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司主要股东及实际控制人未发生变化，仍为南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）。2018年9月，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）已全额回收34.00亿元投资。同时，公司已将本年收到的南昌市政府注入的土地出让金计入资本公积（2018年底为31.41亿元），公司所有者权益规模较国开基金收回投资前无较大变化。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为26.15亿元，南昌市国资委持股100.00%。

跟踪期内，公司经营范围变更为负责轨道交通项目的工程投资、建设、工程咨询、设计、负责轨道交通的营运、负责轨道交通的通讯及其他特许经营权的经营、负责轨道交通项目周边相关资产经营管理、负责轨道交通项目的投资融资业务、负责设计制作代理发布国内各类广告、房地产开发、房地产经纪、物业管理、城市公共交通运输、餐饮服务、预包装食品销售、房屋租赁、负责国内贸易、自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

公司内设监察审计部、战略发展部、投融资部、财务部等21个业务职能部门。截至2019年3月底，公司合并范围子公司共6家。

截至2018年底，公司合并资产总额686.66亿元，所有者权益380.08亿元（其中少数股东权益1.11亿元）；2018年，公司实现营业收入8.08亿元，利润总额10.31亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额724.95亿元，所有者权益382.28亿元（其中少数股东权益1.10亿元）；2019年1~3月，公司实现营业收入1.26亿元，利润总额0.82亿元。

公司注册地址：江西省南昌市红谷滩新区丰和中大道912号地铁大厦第5、25、26、27层；法定代表人：李云峰。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年5月底，联合资信所评“15洪轨02/15洪轨债02”“16洪轨01/16洪轨可续期债01”“18南昌轨交MTN001”“19南昌轨交GN001”和“19南昌轨交MTN001”尚需偿还债券余额66.00亿元。跟踪期内，“15洪轨02/15洪轨债02”“16洪轨01/16洪轨可续期债01”和“18南昌轨交MTN001”已按期足额支付债券利息。

截至2019年3月底，“15洪轨02/15洪轨债02”和“16洪轨01/16洪轨可续期债01”募集资金均全部用于南昌市轨道交通2号线一期工程，项目计划总投资159.74亿元，已投入108.37亿元，募集资金均已使用完毕，项目进展顺利；“18南昌轨交MTN001”已按募集资金规定用途用于补充营运资金1.78亿元，用于偿还银行贷款3.22亿元。截至2019年4月底，“19南昌轨交GN001”已使用募集资金0.94亿元。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15洪轨02/15洪轨债02	36.00	36.00	2015/08/03	5+5+5年

16 洪轨 01/16 洪轨 永续债 01	5.00	5.00	2016/06/29	3+3N 年 ²
18 南 昌 轨 交 MTN001	5.00	5.00	2018/01/29	5 年
19 南 昌 轨 交 GN001	5.00	5.00	2019/02/26	3+N 年
19 南 昌 轨 交 MTN001	15.00	15.00	2019/01/23	5 年
合计	66.00	66.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，按照国家标准有7种制式，分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统（APM）。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，具有良好的社会效益。同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业发展概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口也相应增长，2018年中国城镇常住人口8.31亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为59.58%，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续发展的重大战略。

近年来，全国多城市地铁在建，国内轨道交通事业迅猛发展。近五年运营里程翻倍，完成投资约1.5万亿。根据《城市轨道交通2018年度统计和分析报告》，截至2018年底，中国内地累计有35个城市建成投运城市轨道交通线路，共计185条线路，运营线路总长度达5761.4

公里，共有7种制式同时在运营。其中，地铁4354.3公里，占比75.6%；轻轨255.4公里，占比4.4%；单轨98.5公里，占比1.7%；市域快轨656.5公里，占比11.4%；现代有轨电车328.7公里，占比5.7%；磁浮交通57.9公里，占比1.0%；APM10.2公里，占比0.2%。

图1 2012~2018年中国城市轨道交通运营里程

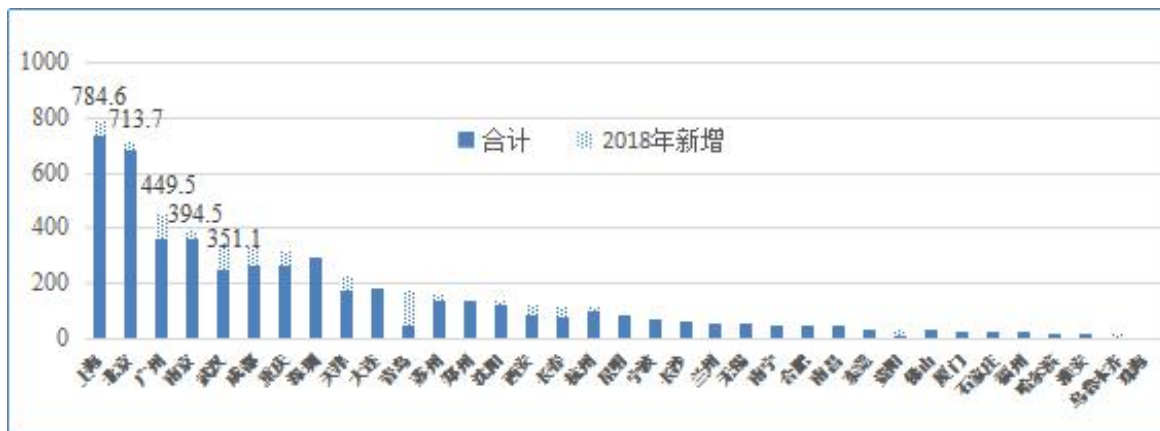


资料来源：联合资信整理

进入“十三五”以来，全国城市轨道交通运营线路保持快速增长，累计新增运营线路长度为2143.4公里，年均新增线路长度为714.5公里。2018年受城市轨道交通建设门槛提高和审批趋严影响，运营线路增幅有所放缓，仅新增乌鲁木齐1个运营城市，全国新增运营线路长度728.7公里、新增运营线路20条。2018年全年累计完成客运量210.7亿人次，同比增长14%。截至2018年底，在建成投运城市中，运营线路长度排名前五位的分别为上海（784.6公里）、北京（713.7公里）、广州（449.5公里）、南京（394.5公里）和武汉（351.1公里）。

²调整票面利率：在本品种债券存续的前4个重定价周期内，票面利率由基准利率加上基本利差确定，如延期，则第5、6个重定价周期内，票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上300个基点、600个基点；延期：在每个重定价周期末，公司有权选择将该品种债券期限延长一个重定价周期，或选择在该重定价未到期全额兑付该品种债券

图2 截至2018年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信整理

2018年，中国城市轨道交通完成投资5470.2亿元，同比增长14.9%。在建线路总规模6374公里，同比增长2.0%，其中北京、广州两市建设规模超过400公里，成都、武汉、杭州3市建设规模超过300公里。截至2018年底，中国共有63个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的19个城市），其中，城轨交通线网建设规划正在实施的城市共计61个，在实施的建设规划线路总长7611公里（不含已开通运营线路），其中，国家发改委审批共44个城市规划线路，总计6864.4公里，占比90.2%，总投资达38911.1亿元。上海、北京、广州、杭州、深圳、武汉6市投资计划均超过2000亿元，6市规划线路投资总额达15438.8亿元。

未来30年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。“十三五”期间，预计新增通车里程超过4000公里，同比增长100%，投资将超过2万亿元，预计到2020年，中国轨道交通运营里程将达到7700公里。

（2）行业竞争概况

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密度客流的出行问题方面均有明显优势。

由于轨道交通只能服务于特定的区域，不

同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况、人口规模及城镇化水平等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也相对较早，目前的线路网初具规模，而内地二线城市目前还处于建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来轨道交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

（3）轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期长的经济特性。目前，中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企业共建的模式。

在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在30~40%左右，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源

（如：沿线土地资源运作等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖政府的财政补贴。

中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资将对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通行业可持续发展。目前，引入社会资本的模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）行业关注

面对城市轨道交通行业发展形势，规模经济约束、价格水平较低、原材料价格波动、资金不足等矛盾突出，成为行业持续健康发展的重点关注因素。

① 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，中国轨道交通占城市公共交通运量不高，主要由于线网效应不明显，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较高，中国大部分城市地铁运营环节均处于亏损

状态。

② 价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

③ 原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁、水泥、玻璃等建筑业原材料价格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

④ 资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇传统筹资难度增大的双重压力。从投入需求看，建设规模和运营规模不断扩大，建设资金和运营费用大幅增加。从筹资能力看，贯彻《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》精神，要严防金融风险，严控过度举债；加之原先作为重要筹资手段的城市可转让土地受到国家政策控制，将对地方政府资金收入产生较大影响。因此，能否在防范金融风险的把控下进一步引入市场机制，扩充筹资渠道，成为城市轨道交通可持续发展的重要条件。

（5）行业政策

城市轨道交通行业特点之一是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大，一旦决策失误，其损失将不可估量，所以城市轨道交通建设门槛很高，国家和地方政府已出台一系列政策来保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表 2 城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发单位	发布日期
1	《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》（国办发〔2003〕81号）	国务院	2003.09
2	《住房城乡建设部关于加强城市轨道交通线网规划编制的通知》（建城〔2014〕169号）	住建部	2014.11
3	《关于做好城市轨道交通项目环境影响评价工作的通知》（环办〔2014〕117号）	环保部	2014.12
4	《国家发展改革委关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》（发改基础〔2015〕49号）	发改委	2015.01
5	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）	国务院	2015.09
6	《国家发展改革委、住房城乡建设部关于优化完善城市轨道交通建设规划审批程序的通知》（发改基础〔2015〕2506号）	发改委、住建部	2015.12

7	《城市公共交通“十三五”发展纲要》	交通运输部	2016.07
8	《交通基础设施建设重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	2016.11.
9	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016 年本）的通知》（国发〔2016〕72 号）	国务院	2016.12
10	《国家发展改革委关于进一步下放政府投资交通项目审批权的通知》（发改基础〔2017〕189 号）	发改委	2017.01
11	国家发展改革委、教育部、人社部关于加强城市轨道交通人才建设的知道意见（发改基础〔2017〕74 号）	发改委、教育部、人社部	2017.01
12	《十三五现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2017.02
13	关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见（发改基础〔2017〕1173 号）	发改委、住建部、交通部、铁路局、铁总	2017.06
14	《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）发布	国务院	2018.07
15	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08

资料来源：联合资信整理

2. 区域经济环境

跟踪期内，南昌市经济持续增长，规模以上工业增加值保持增长态势，为公司创造了良好的外部环境。

根据《南昌市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018 年，南昌市实现地区生产总值（GDP）5274.67 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.9%。其中，第一产业增加值 190.68 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 2660.92 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 2423.07 亿元，增长 10.1%。在全市地区生产总值中，非公有制经济实现增加值 3039.90 亿元，按可比价格计算，增长 9.4%。全年规模以上工业增加值比上年增长 9.5%。

2018 年，全市 500 万元及以上固定资产投资比上年增长 10.9%。其中，工业投资增长 15.2%；房地产开发投资增长 12.6%。全年投资施工项目 3151 个，其中新开工项目 1824 个。全市 500 万元及以上固定资产投资中第一产业投资比上年增长 99.5%，第二产业投资增长 16.8%，第三产业投资增长 7.6%。三次产业在固定资产投资中所占比重为 1.1:31.8:67.1。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 26.15 亿元，南昌市国资委持股 100.00%。公司实际控制人为南昌市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，南昌市地方财力持续增强，政府性基金收入快速增长，财政自给能力较差；公司持续获得政府在资金注入、补贴资金等方面支持。

2018 年，南昌市全年实现财政总收入 869.36 亿元，比上年增长 11.1%。其中，地方一般公共预算收入 461.75 亿元，增长 10.7%。地方一般公共预算收入中，完成增值税 138.51 亿元，增长 9.8%；企业所得税 60.27 亿元，增长 12.7%；个人所得税 21.33 亿元，增长 19.3%。2018 年，南昌市地方一般公共预算支出 752.13 亿元，增长 15.2%，财政自给率为 61.39%，财政自给能力较差。2018 年，南昌市政府性基金预算收入完成 524.0 亿元，增长 5.7%，其中：国有土地使用权出让收入完成 482.6 亿元，增长 4.6%。

资金注入

根据南昌市人民政府办公厅及南昌市财政局出具的相关文件，2018 年公司共收到南昌市财政局拨付建设资本金 63.78 亿元：具体为根据南昌市人民政府与江西省铁路投资集团公司协议，南昌市财政局共拨付投资款 4.73 亿元；财政拨款建设资金共 27.64 亿元；收到南昌市政府注入的土地出让金 31.41 亿元，上述款项均计入资本公积科目。2019 年 1~3 月，公司收到上交国有资本收益返还 1.38 亿元，计入资本公积科目。

建设资金来源与偿债保证支持

根据 2012 年 9 月 25 日《南昌市人民政府办公厅抄告单》（洪府厅抄字〔2012〕658 号），规定凡是政府批准给南昌市轨道交通项目建设沿途所有的土地开发利用产生的收入，必须实行专户管理，专账使用，用于偿还项目建设贷款的本息。如收入不足以偿还债务，由政府另行安排土地出让收益等资金予以补足，确保贷款本息到期偿还。

根据南昌市人民政府出具的《南昌市人民政府印发关于配置土地资源保障轨道交通建设决定的通知》（洪府发〔2013〕8 号），市政府决定通过留成土地出让金及配置土地资源保障南昌市轨道交通建设资金需求。

（1）留成土地出让金专项用于轨道交通建设、运营以及还本付息。首先，经营用地方面，2013 年 1 月 1 日起，从轨道交通线网 5 条线、168 公里途径区域的经营性（工业用地除外）土地出让收入留成资金用于轨道交通建设。留成土地出让金的土地范围包括：高新区、青山湖区、东湖区、西湖区、红谷滩新区（九龙湖新城起步范围土地出让金留成办法另行制定）、经开区、青云谱等全境范围以及南昌县、新建县县城城市规划范围内且在 2013 年 1 月 1 日后签订《国有土地出让合同》的经营用途的土地。其次，划拨地方面，针对上述土地范围内 2013 年 1 月 1 日后取得划拨用地决定书、按基准划拨权益价拨付的土地，按照划拨权益价款的 10% 标准留成。上述留成资金由南昌市财政局按照标准拨付给公司。

（2）轨道交通工程站点周边及沿线土地资源配置。轨道交通线网站点腹地半径 500 米范围内的土地，国土部门优先安排公司融资用地出让，土地出让金扣除各项基金后全额拨付给公司。

财政补贴

2018 年，依据南昌市人民政府办公厅及南昌市人民政府出具的相关文件，公司共收到南昌市财政局 9.23 亿元企业发展基金（轨道交通

建设资金），计入其他收益科目；同期，公司收到政府补助 20 万元。2019 年 1~3 月，公司共计收到 0.96 亿元专项基金。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的 2019 年 6 月 12 日，中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（B201906120354709737），公司无未结清及已结清的不良或关注类信用记录，过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 6 月 6 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化，管理制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是南昌市轨道交通投资建设和运营管理的实施主体，跟踪期内公司地铁项目部分处于前期建设阶段，部分处于试运营阶段；公司收入仍主要为资源开发收入以及商品销售收入。

2018 年，公司营业收入保持相对稳定，主要来自于混凝土及钢材的销售收入，占比 65.52%。公司资源开发经营收入稳步增长，主要为物业出租及管理收入、广告经营、文化产品等经营收入，2018 年收入占比 26.10%。其他业务收入占营业收入比重较小。跟踪期内，公司收入规模及占比相对稳定。

从毛利率看，2018 年，公司综合毛利率 35.58%，同比小幅下降 0.87 个百分点，系商品销售业务毛利率下降所致，主要为原材料价格、人工成本有所增长。

2019 年 1~3 月，公司营业收入 1.26 亿元，

相当于 2018 年全年的 15.59%。其中商品销售率 49.83%。
业务收入占比较大，为 56.32%。公司综合毛利

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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
商品销售业务	48057.47	70.88	19.38	52937.07	65.52	17.61	7115.24	56.32	22.69
资源开发业务	19700.95	29.06	77.92	21088.92	26.10	86.40	5161.33	40.85	93.24
其他业务	45.88	0.07	100.00	6770.98	8.38	17.71	357.19	2.83	-36.71
合计	67804.30	100.00	36.45	80796.97	100.00	35.58	12633.76	100.00	49.83

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）轨道交通投资建设

跟踪期内，公司轨道交通项目进展情况正常，在建项目资金需求大。

轨道交通项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点。公司目前主要在建轨道交通项目有南昌市轨道交通 1 号线一期工程、2 号线一期工程、2 号线南延线、3 号线和 4 号线一期工程。

南昌市轨道交通建设投资的主要运营模式为：南昌市政府提供部分资本金、其余所需项目资金由公司通过贷款及其他融资方式筹措。政府提供的建设资本金根据实际需要分年度投入。同时，政府批准给南昌市轨道交通项目建设沿途所有的土地开发利用产生的收入，用于偿还线路项目建设贷款的本息；如收入不足以偿还债务，由政府另行安排土地出让收益等资金予以补足，确保贷款本息到期偿还。

1 号线一期工程

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通 1 号线一期工程初步设计的批复》，1 号线一期工程线路全长 28.80 公里，工程总投资概算 178.15 亿元，根据南昌市人民政府于 2013 年 8 月 26 日出具的《南昌市人民政府关于南昌轨道交通 1 号线一期工程征地拆迁安置概算调整的批复》（洪府字〔2013〕42 号），同意南昌轨道交通 1 号线一期工程征地拆迁安置概算增加金额 22.17 亿元，调整后的项目总投资额为 200.32 亿元，调整后资本金比例为

40%。截至 2019 年 3 月底，已投资 194.30 亿元。2015 年 12 月 26 日，1 号线一期工程全线开通试运营，总运营里程 28.80km，起步价 2 元（6 公里），计价标准为：采用计程票制按里程分段计价，依照“分级递进、递远递减”的原则，起步价为 2 元，起步 6 公里，6~12 公里每增 1 元可乘里程为 6 公里，12~28 公里每增 1 元可乘里程为 8 公里，28 公里以上每增 1 元可乘里程为 10 公里。2017~2018 年及 2019 年 1~3 月，分别形成含税票价收入 2.36 亿元、2.58 亿元和 0.61 亿元。因 1 号线一期工程尚在试运营阶段，未进行竣工结算，票价收入冲减“在建工程”科目，轨道运营成本计入“在建工程”科目，即轨道运营收支差计入“在建工程”。

表 4 地铁 1 号线项目运营情况

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
年度客运量（万人次）	10136.46	11705.17	2825.65
日均客运量（万人次）	27.77	32.07	31.40
列车开行列次（列）	119016	127353	31640
运营里程（万公里）	323.63	344.45	85.60
票务收入（亿元）	2.12	2.34	0.55

注：表中票务收入为不含税金额，与上文含税金额有差异

资料来源：公司提供

2 号线一期工程

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通 2 号线一期工程初步设计的批

复》，2号线一期工程概算为159.74亿元，资本金比例41%。截至2019年3月底已完成投资108.37亿元。2号线一期工程线路始于辛家庵站，终点站为站前南大道站，正线单线全长约23.78公里，全线共设车站21座，平均站间距为1.14公里。目前10座车站及福-八明挖区间主体结构已封顶；1座车站在进行主体结构施工，14条区间已贯通，4条区间正在盾构施工。2017年8月18日，2号线一期工程开通19.63公里试运营，2017~2018年及2019年1~3月分别形成含税票价收入0.17亿元和0.52亿元和0.13亿元（包括2号线南延线收入）。

表5 地铁2号线项目运营情况

项目名称	2017年	2018年	2019年1~3月
年度客运量（万乘次）	839.71	2470.63	621.54
日均客运量（万乘次）	6.15	6.77	6.91
列车开行列次（列）	30810	82370	20959
运营里程（万公里）	59.98	160.98	40.91
票务收入（亿元）	0.15	0.47	0.12

注：表中票务收入为不含税金额，与上文含税金额有差异

资料来源：公司提供

2号线南延线

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通2号线南延线工程初步设计的批复》，2号线南延线总投资概算为42.64亿元，资本金比例41%。截至2019年3月底，已投资18.87亿元。2号线南延线起始于南路村站，终点为站前南大道站。线路全长约8.50km，全部采用地下形式敷设，设7座车站，线路平均站间距约1.36km。设生米南综合基地

1处，不新建主变电站和控制中心。2号线南延线于2017年8月18日开通试运营（相关票务收入与2号线一期工程合并统计）。

3号线项目

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通3号线工程初步设计的批复》，3号线工程总投资概算为215.85亿元，调整后资本金比例20%。截至2019年3月底，已投资46.39亿元。3号线起始于南昌县莲塘站，终点为火炬大街站。线路全长约28.5km，均为地下线，设车站22座，其中6座换乘站，线路平均站间距1.35km。目前8座车站已封顶，14座车站正在进行土方开挖和主体结构施工；5条区间已贯通，10条盾构区间正在掘进。

4号线一期项目

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通4号线一期工程初步设计的批复》，4号线一期工程总投资概算为308.30亿元，资本金比例25%。截至2019年3月底，已投资19.91亿元。4号线起始于望城站，终点为昌东大道站。线路全长约40.0km，地上线7.1km，地下线32.9km，设车站29座，其中7座换乘站，线路平均站间距1.40km。目前4个高架站点中2个进行桩基础施工，1个已完成桩基础施工，准备承台施工，1个已开始承台施工；4条高架区间进行桩基础施工。22个地下车站中2个车站进入主体土方开挖施工，9个车站进入围护结构施工，8个车站进行前期管线迁改施工，剩余3个车站受拆迁影响暂未施工。

表6 截至2019年3月底南昌市城市轨道交通建设情况

线名	线路概述	长度（km）	车站数（座）	总投资额（亿元）	已投资额（亿元）	资本金已到位金额（亿元）
1号线一期工程	1号线一期工程全部为地下站，换乘车站共5座，与线网规划中4条轨交线路实现换乘，线路起自双港大道站，止于瑶湖西站。	28.80	24	200.32	194.30	80.13
2号线一期工程	2号线一期工程线路始于辛家庵站，终点站为站前南大道站，平均站间距为1.14公里，其中换乘站6座，分别与1号线及其它3条轨道交通线路进行换乘。	23.78	21	159.74	108.37	61.49
2号线南延线	2号线南延线起始于南路村站，终点为站前南大道站，全部采用地下形式敷设，线路平均站间距约1.36km。设生米南综合基地1处，不新建主变电站和控制中心。	8.50	7	42.64	18.87	17.48
3号线	3号线起始于南昌县莲塘站，终点为京东大道站，均为地	28.50	22	215.85	46.39	22.38

	下线，线路平均站间距 1.35km。线路与 1 号线合设控制中心，设主变电站 2 座，其中共享 2 号线塘子河主变电站，新建阳光路主变电站，设莲塘车辆段和高新停车场。					
4 号线一期工程	4 号线一期工程起始于望城站，终点为昌东大道站，地上线 7.1km，地下线 32.9km，线路平均站间距 1.40km。设望城车辆段 1 处、高新停车场 1 处；希望大道主变 1 座，云天路主变 1 座（与 5 号线共享），彭家桥主变 1 座（与 1 号线共享）；与其他 4 条线路共建地铁大厦站控制中心 1 处。	40.02	29	308.30	19.91	11.03
合计		129.60	103	926.85	387.84	192.51

注：已投资额统计口径为财务报表口径

资料来源：公司提供

2015 年 5 月，《国家发展改革委关于印发南昌市城市轨道交通第二期建设规划（2015-2021 年）的通知》（发改基础〔2015〕957 号）批复了南昌市轨道交通 1 号线东延工

程、2 号线东延工程、2 号线南延工程、3 号线和 4 号线一期工程建设规划，目前 2 号线南延工程、3 号线及 4 号线一期工程已开工建设。

表 7 南昌市城市轨道交通第二期部分建设规划

线名	线路概述	起讫点	长度 (km)	车站数 (座)	建设年限
1 号线东延工程	1 号线东延工程自奥体中心至麻丘站，线路全长 4.1km，设站 2 座，投资 20.4 亿元，规划建设期为 2018-2021 年。	奥体中心站-麻丘站	4.10	2	4 年
2 号线东延工程	2 号线东延工程自辛家庵至昌南大市场站，线路长 4.7km，设站 4 座，投资 44.2 亿元，规划建设期为 2018-2021 年。	辛家庵站-昌南大市场站	4.70	4	4 年

注：规划线路描述与可研批复数据存在一定差异

资料来源：公司提供

（2）资源开发

跟踪期内，公司资源开发业务收入稳步增长，毛利率较高。未来随着南昌市地铁线路的建成投产及周边房产、商业物业、社区开发完成，公司业务盈利前景较好。

公司资源开发主要收入包括物业租赁及管理收入、广告经营收入和文化产品收入等。

公司资源开发业务板块主要由子公司南昌轨道交通资产经营有限公司以及南昌市金轨国有资产运营有限责任公司经营。截至 2019 年 3 月底，公司自建的地铁上盖物业项目账面价值 14.55 亿元，计入公司“存货-开发成本”，具体用途尚未明确。此外，公司自建项目地铁大厦项目，位于南昌红谷滩新区 CBD 中央商务核心区，总投资 14.00 亿元。项目整体定位为超甲 A 级写字楼。公司持有 10 万平方米商业办公面积，其中 4 万平方米作为轨道交通控制中心和自用办公使用。项目已于 2015 年底完工，转入“投资性房地产”科目。目前租金年收入约为 6200 万元，计入物业管理及租赁

收入中。

同时，公司采用“地铁+社区”模式对部分地铁沿线土地进行开发，开发方式为：在规划和建造地铁时，由地铁公司先向政府取得开发地铁上盖或者毗邻土地的开发权利。公司与专业地产商合作，以土地资产评估价值入股成立项目公司。项目公司将地铁沿线开发为商业区以及住宅区。物业建成或者出售后，公司再与地产商根据当初开发合同的约定分摊所得利润，公司获得的自持物业将产生物业管理及租金收入。目前公司已经启动了 1 号线两个标志性“地铁+社区”模式项目的建设开发，为地铁时代广场项目和青山湖区商业综合体项目。

地铁时代广场项目，位于南昌市红谷滩新区凤凰洲片区。总投资 27.62 亿元（不含地价 12 亿元）。项目整体开发由公司与万科集团共同合作开发，其中公司持股 40%、万科持股 60%，项目具体开发由万科负责。截至 2019 年 3 月底，一期住宅及国土局大楼共计约 28 万平米已全部交付使用。二期商业综合体已开

工, 预计 2020 年 5 月竣工。截至 2019 年 3 月底, 项目累计完成投资 22.86 亿元, 实现销售收入约 25.73 亿元, 累计确认投资收益 1.81 亿元, 其中 2018 年确认 0.09 亿元。因公司仅持股 40%, 仅“长期股权投资”科目反映对南昌地铁时代置业有限公司的投资。

青山湖区商业综合体项目, 位于地铁 1 号线与 5 号线换乘枢纽, 项目总投资约 22.00 亿元, 拟打造多功能城市综合体。项目整体开发由公司与华润集团共同合作开发, 其中公司持股 49%、华润持股 51%, 项目具体开发由华润负责。预计销售利润约 3.30 亿元, 租金收入约 2642.00 万元/年。目前项目已于 2018 年上半年开工建设, 售楼部及样板房已对外展示。截至 2019 年 3 月底, 项目累计完成投资 11.98 亿元, 公司相关投资(资本金 3.11 亿元)在“长期股权投资”科目中反映。

2017~2018 年及 2019 年 1~3 月, 公司资源开发业务收入分别为 19700.95 万元、21088.92 万元和 5161.33 万元, 毛利水平较高, 均在 75% 以上。具体来看, 公司资源开发业务主要收入为物业管理及租赁收入, 具体指将公司拥有的办公楼、辅助设备、站厅空间等对外招商租赁, 按期收取物业管理及租金, 主要为子公司南昌市金轨国有资产运营有限责任公司自有房地产产生的收入。2017~2018 年及 2019 年 1~3 月, 公司物业管理及租赁收入分别为 17488.05 万元、18947.69 万元和 4847.91 万元, 分别占资源开发业务收入的 88.77%、89.85% 和 93.93%。剩余主要为少量的广告经营收入, 包括平面广告位、电子媒体租赁以及广告设计制作等, 规模较小。

(3) 其他收入

跟踪期内, 公司商品销售收入略有下降; 其他业务收入大幅下降, 但其占营业收入比重小, 对公司整体收入规模影响小。

公司商品销售收入主要为售予地铁施工公司的钢铁、混凝土等建筑材料贸易收入。主要由公司全资子公司南昌轨道交通资产经营

有限公司及二级子公司江西南叶新型材料科技有限公司负责经营。2018 年, 公司实现商品销售收入 52937.07 万元, 同比增长 10.15%。其中, 混凝土业务收入和钢材业务收入分别为 38863.51 万元和 14073.56 万元。2019 年 1~3 月, 公司实现商品销售收入 7115.24 万元。其中, 混凝土贸易收入和钢材收入分别为 6258.60 万元和 856.64 万元。跟踪期内, 公司商品销售业务毛利率均保持在较高水平, 2018 年和 2019 年 1~3 月, 分别为 17.61% 和 22.69%。

表 8 商品销售业务收入表 (单位: 万元)

商品种类	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
混凝土	32248.28	38863.51	6258.60
钢材	15809.19	14073.56	856.64
合计	48057.47	52937.07	7115.24

资料来源: 公司提供

公司其他业务收入主要为资金占用费、咨询费以及餐费收入, 由公司本部负责。2018 年和 2019 年 1~3 月, 分别形成收入 6770.98 万元和 357.19 万元, 收入规模很小。

3. 未来发展

公司未来仍将以地铁建设为主, 在建及拟建地铁项目资金需求大, 存在一定对外融资压力。

公司作为南昌市城市轨道交通的唯一投资及运营主体, 承担着南昌市城市轨道交通建设的重任, 将在南昌市政府的规划下统筹安排, 建立起以公共交通为主体的多层次、高效能、立体化的综合客运交通体系, 满足南昌市各发展阶段的交通需求, 形成一个覆盖城市全部组团的轨道网, 促进城市发展轴形成, 加速都市圈、城市组团和新区开发建设。根据南昌市“十二五”规划, 南昌市轨道交通线网将由三主、两辅共 5 条线路构成。线网共分两阶段建设, 第一阶段计划 2020 年前建成主线路 1、2、3 号线, 形成市区客运交通的南北向和东西向主通道, 初步发挥骨架网络的规模效应; 第二阶段计划于 2020 年之后逐步建成 4、5 号线辅线, 并完成 5 条轨交线路延伸段的建设,

形成完整的轨道交通线网。另一方面，公司对南昌地铁的相关空间资源以及土地资源进行经营管理，城市轨道交通项目的建设将进一步有效带动城市房地产及商业的快速发展，有效提升地铁周边土地的市场价值。公司在长远的发展中，将加大已成熟土地的商业开发以及对中山路段有关土地资源的开发。同时，重点加快地铁大厦、青少年宫，蛟桥停车场上盖等开发项目的建设，进一步完善公司“地铁+社区”的发展模式。

八、财务分析

1. 财务概况

公司分别提供了2017~2018年度合并财务报告，北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无

保留意见的审计结论。公司提供的2019年1~3月财务数据未经审计。

2017~2018年，公司合并范围未发生变化。截至2019年3月底，公司纳入合并范围子公司共6家，系2019年2月新增一家合并子公司南昌地铁田园开发投资有限公司，新增子公司资产规模较小，对公司财务规模影响较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，随着地铁项目建设的推进，公司资产规模持续增长，资产构成以非流动资产为主，且资产受限规模较大，资产流动性一般，资产质量尚可。

截至2018年底，公司资产总额为686.66亿元，同比增长9.87%。资产结构上以非流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	44.97	7.20	31.94	4.65	32.51	4.48
存货	12.36	1.98	27.39	3.99	27.63	3.81
其他流动资产	24.23	3.88	15.99	2.33	23.70	3.27
流动资产	90.38	14.46	87.99	12.81	105.78	14.59
投资性房地产	154.15	24.66	154.61	22.52	154.61	21.33
在建工程	317.69	50.83	368.00	53.59	388.85	53.64
其他非流动资产	47.62	7.62	49.68	7.24	49.31	6.80
非流动资产	534.61	85.54	598.67	87.19	619.16	85.41
资产总额	624.99	100.00	686.66	100.00	724.95	100.00

注：各项之和与合计数不一致系四舍五入所致

资料来源：根据公司财务报表整理

截至2018年底，公司流动资产87.99亿元，同比下降2.64%，主要系货币资金和其他流动资产下降所致。

截至2018年底，公司货币资金31.94亿元，同比下降28.97%，主要是由地铁建设项目持续推进，公司对外持续支出工程款项所致。货币资金中受限资金为银行承兑汇票保证金0.37亿元，受限比率1.1%，货币资金流动性高。

截至2018年底，公司应收账款4.85亿元，同比增长9.13%，主要为应收钢材、混凝土等

货款。其中账龄在一年以内占比98.73%。账龄较短，周转能力较强。从集中度来看，应收账款前五名余额1.34亿元，占应收账款总额的27.67%，集中度较低。公司累计计提坏账准备101.02万元，计提比例低。

公司其他应收款主要是保证金和往来款，截至2018年底，公司其他应收款6.62亿元，同比增长56.40%，系新增对江西瑞禾润房地产开发有限公司往来借款2.56亿元所致。其他应收款前五大欠款方款项合计3.53亿元，占比

52.93%，其中应收江西瑞禾润置房地产开发有限公司款项为 2.56 亿元，集中度高。

截至 2018 年底，公司存货 27.39 亿元，同比增长 121.66%，其中开发成本较上年同期增长 15.01 亿元，增幅达 126.03%，主要系地铁上盖物业项目投资增加 15.01 亿元所致。

截至 2018 年底，其他流动资产 15.99 亿元，同比下降 34.01%，主要系收回部分银行理财产品。其他流动资产主要包括银行理财产品 7 亿元整和增值税待抵扣进项税 8.94 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产 598.67 亿元，同比增长 11.98%，主要系在建工程和长期应收款增长所致。其中，长期应收款新增余额 8.77 亿元，系南昌城市建设投资发展有限公司向公司的借款，本金为 10 亿元，借款期限为 11 年，借款利率 4.9%。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 154.61 亿元，同比增长 0.30%，主要包括子公司南昌市金轨国有资产运营有限责任公司自有房地产 140.42 亿元以及南昌轨道交通地产开发有限公司自有房地产（地铁大厦项目）。同期，固定资产金额为 10.46 亿元，较上年比基本稳定。

截至 2018 年底，公司在建工程 368.00 亿元，同比增长 15.84%，系地铁建设工程的投资金额增加所致。2018 年底，公司在建工程中有价值 31.66 亿元的在建工程作为融资标的物向融资租赁公司借款。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 49.68 亿元，同比增长 4.34%，主要包括财政局拨付给公司的对省铁投集团投资款 15.65 亿元（该款项作为省铁投集团在南昌市进行建设的投资款），预付工程款 16.02 亿元（账龄在 1 年以上重分类至本科目）及土地拆迁补偿款 18.01 亿元（由于未确定未来用途，因此没有

计入“在建工程”科目）。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 724.95 亿元，较 2018 年底增长 5.58%，主要系其他应收款、其他流动资产和在建工程增长所致。公司货币资金 32.51 亿元，较上年底增长 1.77%。公司存货 27.63 亿元，较上年底增长 0.89%。公司其他应收款 16.34 亿元，较上年底增长 146.67%，主要系对外往来款增长。公司其他流动资产 23.70 亿元，较上年底增长 48.19%，主要系购买理财产品所致。公司在建工程 388.85 亿元，较上年底增长 5.66%，主要系地铁建设工程的投资金额增加所致。公司其他非流动资产 49.31 亿元，较上年底下降 0.76%。从资产构成看，非流动资产占 85.41%，较上年底下降 1.78 个百分点，公司资产结构变动不大。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月底，公司抵押资产账面价值 32.03 亿元（其中受限货币资金 0.37 亿元，在建工程 31.66 亿元）。公司长期借款中质押借款 163.28 亿元，标的物为地铁 1 号线一期工程、2 号线一期工程、2 号线南延线工程、3 号线工程、4 号线一期工程项目建成后所有票款收费权及其他收入等权益形成的应收账款，及公司与南昌市政府签订的相关协议项下的全部权益及收益形成的应收账款。

3. 资本结构

跟踪期内，受政府持续拨付建设资本金的影响，公司所有者权益增长较快；公司所有者权益结构稳定性较好。

截至 2018 年底，公司所有者权益 380.08 亿元，同比增长 10.99%。公司所有者权益主要由资本公积构成。

表10 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	26.15	7.64	26.15	6.88	26.15	6.75
资本公积	264.35	77.19	293.74	77.28	295.12	76.21

未分配利润	46.11	13.46	53.44	14.06	54.28	14.01
所有者权益合计	342.46	100.00	380.08	100.00	387.28	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2018 年底，公司实收资本较上年末未发生变化。

截至 2018 年底，公司资本公积 293.74 亿元，同比增长 11.12%，主要为根据南昌市人民政府与江西省铁路投资集团公司协议，南昌市财政局共拨付投资款 4.73 亿元；收到财政拨款建设资金共 27.64 亿元；收到南昌市政府注入的土地出让金 31.41 亿元所致。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 387.28 亿元，较 2018 年底增长 1.89%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。2019 年 3 月底，公司

实收资本 26.15 亿元，较 2018 年没有变化；公司资本公积 295.12 亿元，较 2018 年底增加 1.38 亿元，主要系 2018 年上交国有资本收益返还。公司所有者权益结构变动较小。

跟踪期内，公司债务规模不断增长，以长期债务为主，符合公司地铁建设对资金的长期需求，预计随着公司地铁建设项目的逐步推进公司债务规模仍将呈上升趋势。

截至 2018 年底，公司负债合计 306.58 亿元，同比增长 8.51%，公司负债结构以非流动负债为主。

表11 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	15.89	5.62	19.41	6.33	20.16	5.97
流动负债	36.97	13.09	42.76	13.95	43.15	12.78
长期借款	187.97	66.53	193.33	63.06	199.67	59.13
应付债券	40.37	14.29	45.40	14.81	60.37	17.88
非流动负债	245.55	86.91	263.83	86.05	294.52	87.22
负债总额	282.53	100.00	306.58	100.00	337.67	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2018 年底，公司流动负债 42.76 亿元，同比增长 15.64%。

2018 年底，公司短期借款 1.64 亿元，同比增长 7.35%，主要为保证借款 1.26 亿元和抵押借款 0.28 亿元。

2018 年底，公司应付账款 19.41 亿元，同比增长 22.2%，主要系公司支付施工方部分工程款所致。从账龄来看，1 年以内占 37.0%，1~2 年占 9.17%，2~3 年占 21.43%，3 年以上占 32.35%。从集中度来看，应付账款前五名合计 5.26 亿元，占应付账款余额的 27.10%，集中度较低。

表 12 2018 年底应付账款前五名概况

（单位：亿元）

单位名称	金额	款项性质
南昌青山湖投资发展有限公司	1.37	工程款
南昌市东湖区国有土地房屋征收与补偿办事处	1.21	拆迁款

中铁五局（集团）有限公司	1.20	工程款
中铁隧道集团有限公司	0.88	工程款
中铁建工集团有限公司南昌地铁配套工程项目经理部	0.59	工程款
合计	5.27	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司其他应付款 9.87 亿元，同比下降 3.25%。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.68 亿元，同比增长 34.17%，其中一年内到期的长期借款 5.34 亿元、一年内到期的长期应付款 2.34 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 263.83 亿元，同比增长 7.44%，主要系长期借款、应付债券及长期应付款增长所致。

随着公司地铁建设的推进，公司融资需求增长，长期借款规模增加，2018 年底为 193.33 亿元，同比增长 2.85%。质押借款 163.28 亿元，

质押借款标的物为地铁 1 号线一期工程、2 号线一期工程、2 号线南延线工程、3 号线工程、4 号线一期工程项目建成后所有票款收费权及其他收入等权益形成的应收账款，及公司与南昌市政府签订的相关协议项下的全部权益及收益形成的应收账款。同期，公司应付债券 45.40 亿元，包括“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”（期限 15 年，发行金额 36.00 亿元）、“16 洪轨 01/16 洪轨可续期债 01”（期限 3 年，发行金额 5.00 亿元）和“18 南昌轨交 MTN001”（期限 5 年，发行金额 5.00 亿元）。

截至 2018 年底，公司长期应付款为 23.95 亿元，同比增长 47.82%，因其有息债务性质，将其计入有息债务。

2019 年 3 月底，公司负债合计 337.67 亿元，较上年底增长 10.14%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增长所致。2019 年 3 月底，公司长期借款 199.67 亿元，较上年底增长 3.28%；公司应付债券 60.37 亿元，较上年底增长 32.97%，主要系公司于 2019 年 1 月及 2 月，分别发行“19 南昌轨交 MTN001”和“19 南昌轨交 GN001”中期票据 20 亿元所致；公司长期应付款 33.34 亿元，较上年底增长 39.18%，主要系增加 10 亿元上实融资租赁款项增长所致。从负债结构看，非流动负债占 87.22%，较上年底上升 1.17 个百分点。

2018 年底，公司有息债务总额 248.78 亿元，同比增长 5.24%，其中短期债务占 4.04%，长期债务占 95.96%。公司债务以长期债务为主，符合地铁建设回收期长的特征。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.65%、39.56% 和 38.58%，较上年分别下降 0.56 个、1.28 个和 1.42 个百分点。若将长期应付款中的有息部分计入全部债务核算，2018 年底公司调整后全部债务 272.74 亿元，调整后全部债务资本化比率 41.78%。公司整体债务负担一般。

从长期债务结构看，2019~2021 年公司每年需还本付息金额分别为 27.26 亿元、27.35

亿元和 31.51 亿元，公司长期债务期限较长，各年到期数额较为均衡。

2019 年 3 月底，公司全部债务 270.38 亿元，其中长期债务占 96.18%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.58%、41.11% 和 40.17%。若将长期应付款中的有息部分计入全部债务核算，公司调整后全部债务 303.72 亿元，调整后全部债务资本化比率 43.95%。

4. 盈利能力

由于公司地铁项目仍处于投建期，另外公司轨道交通项目建设周期较长，尚未确认经营收入，近年来公司整体盈利能力弱，对政府补助依赖性较强。

2018 年，公司实现营业收入 8.08 亿元，同比增长 19.16%；同期，公司营业成本 5.21 亿元。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用为 1.76 亿元，同比增长 9.33%，主要为管理费用；期间费用占营业收入占比为 21.72%，公司期间费用的控制能力一般。

2018 年公司其他收益 9.23 亿元，上述款项主要为公司收到南昌市财政局拨付的企业发展基金（轨道交通建设资金），属于补贴收入。

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率为 28.56% 较前一年度增长 0.37 个百分点；总资产收益率和净资产收益率均有下降，分别为 1.62% 和 2.66%，公司整体盈利能力弱。

2019 年 1~3 月，公司营业收入 1.26 亿元，相当于 2018 年全年的 15.64%。2019 年 1~3 月，公司利润总额 0.82 亿元，实现其他收益 0.96 亿元，全部为政府补贴。2019 年 1~3 月，公司营业利润率较 2018 年有所上升，为 37.41%。

5. 现金流分析

近年来伴随着地铁建设工作的推进，投资活动现金净流出规模较大。虽然项目资本金的

拨付缓解了公司投资压力,但由于地铁项目所需建设资金规模较大,公司对外部融资仍具有较强依赖性。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及收到、支付保证金和往来款等。2018 年公司经营活动现金流入量为 24.89 亿元,同比下降 16.60%。2018 年,公司销售商品、提供劳务收到的现金为 7.73 亿元,同比增长 12.02%;收到其他与经营活动有关的现金 17.16 亿元,同比下降 25.21%,主要为收到政府补助款项同比有所下降所致。2018 年,公司购买商品、接受劳务支付的现金为 4.58 亿元,主要为采购混凝土和钢材销售业务支出。2018 年,公司支付其他与经营活动有关的现金 15.33 亿元,同比有所增长,主要系对外往来款增长所致。2018 年,公司经营性现金流净额为 3.23 亿元,公司现金收入比为 95.67%。现金收入质量一般。

2018 年,伴随轨道交通项目建设逐步展开,公司投资活动现金净流出规模较大。2018 年,投资活动现金流量净额为-52.91 亿元。2018 年,公司投资活动现金流入量为 81.03 亿元,其中收回投资收到的现金 67.50 亿元,主要为收回的理财产品款项。2018 年,公司购建固定资产、无形资产等支出的现金为 65.21 亿元;投资支付的现金主要为购买理财产品的款项,2018 年为 66.81 亿元。

2018 年,公司筹资活动现金流量净额下降,为 36.68 亿元。2018 年,公司筹资活动现金流入为 92.78 亿元,同比增长 56.54%,主要为吸收投资收到的现金 65.16 亿元、取得借款收到的现金 11.10 亿元、发行债券收到的现金 5.00 亿元、收到其他与筹资活动有关的现金 11.52 亿元(主要为融资租赁款)。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息,2018 年为 56.10 亿元。

2019 年 1~3 月,公司经营活动产生的现金流量净额-6.90 亿元,收到与其他经营活动有关的现金 3.28 亿元,主要为政府补贴及往来

款,支付其他与经营活动有关的现金 9.93 亿元,主要为往来款支出款项。公司投资活动现金流量净额-27.56 亿元,投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金 0.05 亿元,主要为收回理财产品;投资活动现金流出由购建固定资产无形资产等支付的现金 20.88 亿元和投资支付的现金 6.75 亿元(主要为购买理财产品)构成。公司筹资活动现金流入 39.26 亿元,主要为取得借款收到的现金 22.89 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 10.00 亿元构成,其中收到其他与筹资活动有关的现金为收到上实融资租赁款项;筹资活动现金流出 4.21 亿元,其中分配股利、利润或偿付利息支付的现金 2.75 亿元,主要为支付的长期借款利息,支付其他与筹资活动有关的现金 0.94 亿元,为支付的融资租赁款项;公司筹资活动产生的现金流净额为 35.06 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力强,同时考虑到政府对公司的支持,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标来看,2018 年,公司流动比率和速动比率继续下降,流动比率为 205.80%,速动比率为 141.74%。2018 年,公司经营现金流动负债比为 7.56%。2019 年 3 月底,流动比率和速动比率分别为 245.14%和 181.11%。考虑到公司短期债务少,货币资金较为充裕,短期偿债能力强。

从长期偿债能力看,2018 年,公司 EBITDA 为 11.01 亿元;同期,调整后全部债务/EBITDA 分别为 24.76 倍。从指标上看,由于公司债务规模大,EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。但考虑到南昌市政府对公司支持明确,由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入和到期债务的还本付息,且政府给予营运补亏支持,加上未来公司将获取地铁运营收益和土地运作收益,综合来看,公司整体偿债能力很强。

截至 2019 年 3 月底,公司及下属子公司

银行授信额度为 1120.11 亿元，已使用额度为 726.22 亿元，总体看，公司融资渠道畅通，外部资金支持充裕。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

7. 母公司财务分析

母公司对集团资金有较强的掌控能力，资产规模和有息债务占合并口径的比重高。母公司收入规模占合并口径的比重低。

母公司财务方面，截至 2018 年底，母公司资产总额 675.31 亿元，同比增长 9.92%，主要系长期应收款和存货增长所致。截至 2018 年底，母公司流动资产 82.51 亿元，占总资产的 12.22%；其中货币资金 28.36 亿元，占流动资产的 34.37%，同时占合并口径货币资金的 88.79%。母公司非流动资产 592.81 亿元。截至 2018 年底，母公司资产总额占合并报表资产总额的 98.35%，占比高。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 373.24 亿元；主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

截至 2018 年底，母公司负债合计 302.07 亿元。从结构上看，母公司流动负债占 13.04%，以应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主；非流动负债以长期借款和应付债券为主，公司全部债券均由母公司承接。截至 2018 年底，母公司负债占合并报表负债的 98.53%，占比高。

2018 年，母公司实现营业收入 0.60 亿元，占合并报表营业收入的 7.43%，占比低。

九、存续债券偿债能力分析

截至 2019 年 5 月底，公司存续债券余额 66.00 亿元，存续债券的短期偿债压力小，未来偿债压力集中度一般。

截至 2019 年 5 月底，若公司发行的“16 洪轨 01/16 洪轨可续期债 01”于第一个行权日全部赎回，则公司一年内到期兑付债券的余额为 5.00 亿元；若“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”于第一

个行权日全部赎回，则公司于 2020 年将达到存续债券待偿本金峰值 36.00 亿元。2019 年 3 月底，公司现金类资产 27.88 亿元；2018 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 24.89 亿元、3.23 亿元和 11.01 亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司整体偿债压力集中度一般，考虑到公司受到股东持续支持，存续债券偿债风险较小。

表 13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

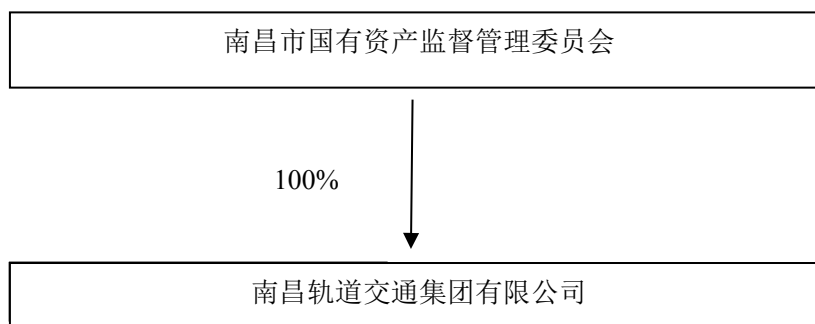
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	5.00
未来待偿债券本金峰值	36.00
现金类资产/一年内到期债券余额	5.58
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.69
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.09
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.31

资料来源：联合资信整理

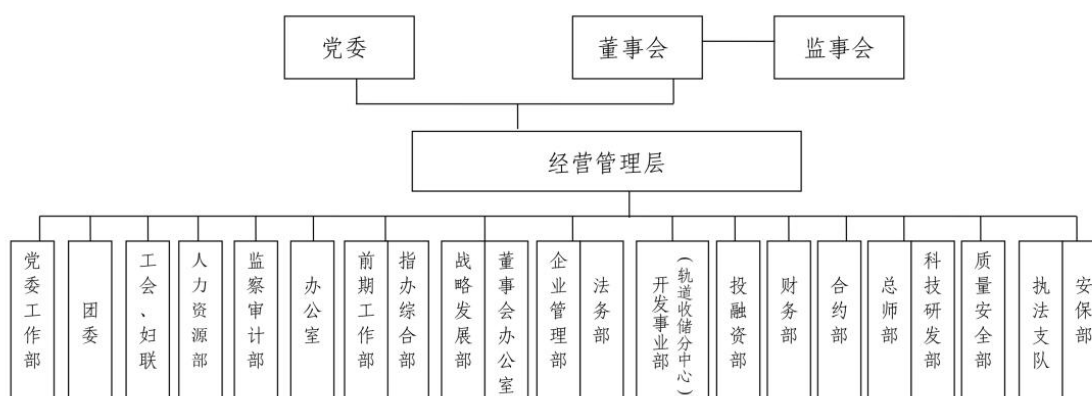
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，维持“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”“16 洪轨 01/16 洪轨可续期债 01”“18 南昌轨交 MTN001”“19 南昌轨交 GN001”和“19 南昌轨交 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司目前股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 2019 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
南昌轨道交通资产经营有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	轨道交通资源的经营管理；物业管理；建筑材料的销售等	100.00	--	投资设立
南昌轨道交通地产开发有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	土地开发、房地产开发、轨道交通项目的投资等	100.00	--	投资设立
南昌市金轨国有资产运营有限责任公司	江西省南昌市	江西省南昌市	资产管理；自有房屋租赁等	100.00	--	其他
江西兰叶新型材料科技有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	预拌混凝土、砼结构构件加工及相关技术研发和服务	--	22.50	投资设立
南昌地铁电视有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	广告行业，产品或服务为广播电视节目制作、发行	51.00	--	投资设立
南昌地铁田园开发投资有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	水果、蔬菜、食用菌及园艺作物种植；内陆养殖；鱼苗及鱼种场活动；住宿、餐饮服务；园林绿化工程施工等	--	49.00	投资设立

注：江西兰叶新型材料科技有限公司为公司实际控制

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.92	45.00	31.95	32.51
资产总额(亿元)	556.09	624.99	686.66	724.95
所有者权益(亿元)	297.83	342.46	380.08	382.28
短期债务(亿元)	2.08	8.04	10.05	10.34
长期债务(亿元)	214.85	228.34	238.73	260.04
调整后长期债务(亿元)	221.93	244.55	262.69	293.38
全部债务(亿元)	216.94	236.39	248.78	270.38
调整后全部债务(亿元)	224.02	252.59	272.74	303.72
营业收入(亿元)	6.79	6.78	8.08	1.26
利润总额(亿元)	9.16	15.29	10.31	0.82
EBITDA(亿元)	9.81	16.03	11.01	--
经营性净现金流(亿元)	6.47	11.58	3.23	-6.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.05	1.57	1.74	--
存货周转次数(次)	0.22	0.36	0.26	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	73.36	101.76	95.67	117.22
应收类款项/资产总额 (%)	0.92	1.39	2.95	4.05
营业利润率(%)	28.70	28.19	28.56	37.41
总资本收益率(%)	1.69	2.66	1.62	--
净资产收益率(%)	2.91	4.47	2.66	--
长期债务资本化比率(%)	41.91	40.00	38.58	40.17
全部债务资本化比率(%)	42.14	40.84	39.56	41.11
调整后全部债务资本化比率(%)	42.93	42.45	41.78	43.95
资产负债率(%)	46.44	45.21	44.65	46.58
流动比率(%)	250.27	244.44	205.80	245.14
速动比率(%)	216.68	211.02	141.74	181.11
经营现金流动负债比(%)	18.38	31.32	7.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.12	14.74	22.59	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	22.85	15.75	24.76	--

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款；公司 2019 年 1~3 月财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变