

# 南昌轨道交通集团有限公司公司债

## 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：方华东 hdfang@ccxi.com.cn

项目组成员：张悦 yzhang03@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 20 日

## 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人构成委托关系外，中诚信国际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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦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。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。
- 本次信用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评级对象进行跟踪评级，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。

# 信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 0738 号

## 南昌轨道交通集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持“G20 洪轨 1”和“22 洪轨 01”的债项信用等级为 AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十日

**评级观点：**中诚信国际维持“G20 洪轨 1”和“22 洪轨 01”的债项信用等级为 AAA。中诚信国际肯定了区域发展环境向好、有力的外部支持及轨道交通 3 号线 B 部分采取 PPP 模式一定程度上缓解了公司未来的投资及运营亏损压力等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到土地及房地产政策变化带来的不确定性、公司债务规模增长较快且面临一定的资金压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

南昌轨道（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	787.65	919.64	1,060.69	1,065.98
所有者权益合计（亿元）	421.96	472.22	520.94	515.74
总负债（亿元）	365.70	447.42	539.75	550.24
总债务（亿元）	322.14	383.01	447.24	458.73
营业总收入（亿元）	8.99	19.29	35.10	1.64
经营性业务利润（亿元）	4.32	4.54	12.04	0.26
净利润（亿元）	7.83	5.07	16.69	0.05
EBITDA（亿元）	8.93	6.65	18.17	-
经营活动净现金流（亿元）	3.98	2.68	0.60	-0.16
收现比(X)	0.78	0.67	1.21	1.89
营业毛利率(%)	36.63	10.17	-0.97	-40.66
应收类款项/总资产(%)	3.27	2.80	4.17	4.45
资产负债率(%)	46.43	48.65	50.89	51.62
总资本化比率(%)	43.29	44.78	46.19	47.07
总债务/EBITDA(X)	36.07	57.57	24.61	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.64	0.74	2.26	-

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度整理；2、公司各期财务报表根据新会计准则编制；3、为准确计算公司债务，将其他流动负债和长期应付款中的有息债务分别计入短期债务和长期债务；4、公司 2022 年一季度未经审计，且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

#### 正面

■ **区域发展环境向好。**南昌市作为江西省的省会城市，2021 年以来经济财政实力持续增强，且居于江西省首位；大南昌都市圈的规划亦使得南昌市发展迎来新机遇，为公司的发展提供了良好的外部环境。

■ **有力的外部支持。**公司作为南昌市唯一的轨道建设和运营主体，继续得到政府的大力支持，2021 年公司收到政府专项债资金 37.00 亿元，并获得政府补助 14.43 亿元。

■ **轨道交通 3 号线 B 部分的 PPP 模式一定程度上缓解了公司未来的投资及运营亏损压力。**南昌轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式运营，一定程度上可以减轻公司未来投资压力，也可以缓解运营期间带来的亏损压力。

#### 关注

■ **土地及房地产政策变化带来的不确定性。**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。

■ **公司债务规模增长较快且轨道建设资金需求较大，面临一定的资金压力。**截至 2022 年 3 月末，公司总债务为 458.73 亿元，近年来债务规模增长较快；同时，公司在建轨道线路尚需投资规模较大，公司未来面临一定的投融资压力。

#### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
G20 洪轨 1	AAA	AAA	2021/06/21	20.00	20.00	2020/09/21~2025/09/21	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
22 洪轨 01	AAA	AAA	2022/03/08	15.00	15.00	2022/04/01~2027/04/01	-

## 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。

## 募集资金使用情况

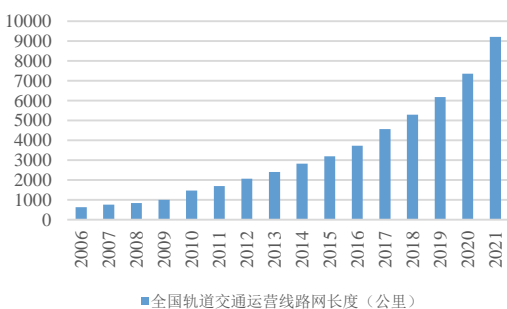
“G20 洪轨 1”募集资金为 20 亿元，募集资金用途为 14 亿元用于偿还公司及子公司绿色项目借款，剩余 6 亿元扣除发行费用后用于补充公司营运资金。“22 洪轨 01”募集资金为 15 亿元，募集资金用途为 12 亿元用于偿还公司有息债务，不超过 3 亿元用于补充公司流动资金。截至 2022 年 3 月末，“G20 洪轨 1”和“22 洪轨 01”募集资金均已使用完毕，未变更募集资金用途，使用符合国家法律法规及政策要求。

## 近期关注

**近年来轨道交通行业持续快速发展，运营规模持续增加，在建线路总规模持续位于高位，为支持轨道交通建设，各级政府在资本金方面给予较大支持。未来，随着轨道交通相关资源的开发成熟，预计能为轨道交通线路的运营提供一定的盈利补充**

“十四五”城轨交通已由重建设转变为建设、运营并重阶段，城轨交通新开通运营线路里程“十三五”期间呈持续上涨势头，“十四五”各年预计呈现波动变化趋势，各年不均衡，新开通运营线路规模在近年达到峰值后有所回落。截至 2021 年底，共有 50 个城市开通城轨交通运营线路 283 条，运营线路总长度达 9,206.8 公里。

图 1：2006~2021 年末我国轨道交通运营里程情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从新增运营线路长度看，2021 年新增运营线路长度 1,237.1 公里，新增运营线路 39 条，新开既有线路的延伸段、后通段 23 段，当年新增运营线路长度与上年基本持平，继续保持快速增长。其中，上海新增 102 公里，居全国首位，其次是武汉 96.9 公里，运营线路规模增量居前，北京、广州、嘉兴增量超过 50 公里。从增长幅度看，增长率超过 100% 的城市有哈尔滨、佛山、贵阳，分别增长 157.6%、149%、113.5%。

从运营线网规模看，截至 2021 年末，全国共计 24 个城市的线网规模达到 100 公里或以上。其中，上海 936.2 公里，北京 856.2 公里，两市运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。此外，成都、广州运营线路长度超过 500 公里，武汉、南京、深圳运营线路长度超过 400 公里，重庆、杭州运营线路长度均超过 300 公里，青岛、天津、苏州、西安、郑州、大连、沈阳 7 市均超过 200 公里。

从客运量情况来看，城轨交通 2021 年全年累计完成客运量 236.9 亿人次，同比增加 61 亿人次，增长 34.7%，接近疫情前 2019 年的 237.1 亿人次水平。2021 年全年上海累计完成客运量 35.8 亿人次，北京累计完成客运量 30.7 亿人次，广州累计完成客运量 28.4 亿人次，深圳累计完成客运量 21.9 亿人次，成都累计完成客运量 18 亿人次，上海、北京、广州、深圳、成都客运量占全国总客运量的 56.9%。

运营经济方面，据不完全统计（据可统计可对比的 37 市数据且同比数据做同口径调整），2021 年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本 23.6 元，同比下降 0.42 元；平均每人公里运营成本 1.17 元，同比增长 0.14 元；总成本中人工成本占比 51.2%，同比减少 2.7 个百分点，电费占比 9.6%，同比减少 0.9 个百分点。全国城轨交通平均单位车公里运营收入 13.27 元，同比增长 0.73 元；平均每人公里运营收入 0.66 元，同比增长 0.04 元。每车公里运营收入和每人公里运营收入均超过全国平均水平的有北京、深圳、杭州、宁波、青岛、东莞、南宁、

合肥、贵阳、温州、济南 11 市，均为资源经营收入较高的城市。平均单位票款收入 0.24 元/人公里，同比减少 0.05 元。

在建项目方面，截至 2021 年底，中国大陆地区有 55 个城市（个别由地方政府批复项目未纳入统计）在建线路总规模 6,096.4 公里（含个别 2021 年当年仍有建设进展和投资额发生的已运营项目和 2021 年当年新投运项目）；其中，地铁 5,093.1 公里，占比 83.53%；轻轨 5.4 公里，占比 0.09%；跨座式单轨 46.8 公里，占比 0.77%；市域快轨 616.8 公里，占比 10.12%；有轨电车 333.2 公里，占比 5.47%；磁浮交通 1.2 公里，占比 0.02%。在建线路 253 条（段），共有 29 个城市的在建线路为 3 条及以上。

轨道交通项目投资方面，据不完全统计（不含部分地方政府批复项目和个别数据填报不完整的项目资金情况），截至 2021 年底，中国内地在建线路可研批复投资累计 45,553.3 亿元，初设批复投资累计 38,298.1 亿元。2021 年当年共完成建设投资 5,859.8 亿元，同比下降 6.78%，当年完成建设投资额占可研批复投资额的 12.86%。

规划方面，截至 2021 年底，全国共有 67 个城市的城轨交通线网规划获批（含地方政府批复的 23 个城市），在实施的建设规划线路总长达 6,988.3 公里（不含统计期末已开通运营线路）。我国城轨交通项目总投资额保持相对高位，部分城市启动新一轮建设规划。继一线城市后，绝大部分省会城市和部分发展较快的新兴城市的城轨交相继成网，城轨交通网络化程度逐步提高。

轨道建设投融资方面，轨道交通属于资本密集型产业，同时又具有准公共产品属性和规模经济的特征，以上特性决定了在我国轨道交通建设以及运营初期仍需以政府为主导的投融资模式。因此，轨道交通不仅需要地方政府具备较强的财政实力和融资能力以保障项目建设顺利推进，还需要持续的财政投入以保障线路系统的安全运行。国务院办公厅于 2018 年 7 月 13 日下发了《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》

（以下简称“52 号文”）。针对地铁审批，52 号文指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3,000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上；申报建设轻轨的城市一般公共预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1,500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次、0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时 3 万人次以上、1 万人次以上。以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整。在强化项目风险管控方面，52 号文提出，严控地方政府债务风险。进一步加大财政约束力度，按照严控债务增量、有序化解债务存量的要求，严格防范城市政府因城市轨道交通建设新增地方政府债务风险，严禁通过融资平台公司或以 PPP 等名义违规变相举债。对举债融资不符合法律法规或未落实偿债资金来源的城市轨道交通项目，发展改革部门不得审批（核准）；对列入地方政府债务风险预警范围的城市，应暂缓审批（核准）其新项目。

目前，轨道交通建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、市区共建的模式。在项目资本金的筹集上，由市、区两级政府投入资本金，将地铁建设与沿线土地开发结合，并与各区的经济发展结合起来。同时，各地也在逐步尝试轨道交通项目的市场化运作，改变项目由政府独家运作的模式，广泛吸引国内外企业投资建设，充分发挥企业的积极性，由企业与企业共同筹集资本金，对规划线路实行产权清晰的项目公司运作，不断规范投资、建设、监管和运营。

此外，轨道交通还具有项目建设周期长，一次性投资大，后期运营维护成本高昂的特点。国外经验表明，设备的购置、安装等费用约占轨道交通总投资的 40~50%。国务院办公厅于 1999 年 2 月转发

的原国家计委《关于城市轨道交通设备国产化的实施意见》提出，“城市轨道交通项目，无论使用何种建设资金，其全部轨道车辆和机电设备的平均国产化率要确保不低于 70%”。国产化的实施使得轨道交通项目建设成本大幅下降，但总体来看，轨道交通仍然是城市基础设施建设中投资规模最大的工程，而上述建设成本通常最终沦为沉没成本。除建设成本外，轨道交通项目还面临高昂的运营费用，包括电力供应、车辆维修、设备维护、人员工资等。

从目前的经营概况来看，轨道交通作为政府提供给居民的一种出行方式，其社会效益往往大于经济效益。加之轨道交通具备较强的网络效应，单一线路通常缺乏吸引，而我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，部分城市建成的线路相对较少，网络化效应不明显，很大程度上制约了运载能力的释放，票款收入远不能覆盖运营费用。因此，轨道交通项目投入运营后，其沿线的商贸、广告等经营性业务通常也一并交由地铁公司管理，一般由地铁公司联合专业化投资者，对地铁沿线的广告、商贸统一开发，实现规模和专业化管理，通过运营相关资源的收益部分弥补地铁运营的亏损。

**中诚信国际关注到**，近年来轨道交通行业虽然持续快速发展，但轨道交通的建设需求依旧很大，规划、在建线路数量和里程均较大，未来面临一定的投资压力。同时，地铁相关的广告、商贸、地下空间、房地产开发等相关资源开发业务到成熟运营尚需较长一段时间，需关注其为轨道交通线路盈利补充的释放节奏。

### **南昌市作为江西省的省会城市，经济及财政实力均位于江西省首位；大南昌都市圈发展规划使得南昌市未来发展迎来新机遇**

南昌，是江西省省会、环鄱阳湖城市群核心城市，国务院批复确定的中国长江中游地区重要的中心城市。南昌地处中国华东地区、江西省中部偏北，是江西省的政治、经济、文化、科教和交通中心，是中国唯一一个毗邻长江三角洲、珠江三角洲和海

峡西岸经济区的省会中心城市。截至 2021 年末，南昌市辖六区三县、三个国家级开发区及湾里管理局。

2021 年以来，南昌市地区生产总值（GDP）继续保持增长，2021 年 GDP 为 6,650.53 亿元，同比增长 8.7%，其中第一产业增加值 238.31 亿元，增长 7.8%；第二产业增加值 3,218.10 亿元，增长 8.3%；第三产业增加值 3,194.11 亿元，增长 9.1%；人均 GDP 为 104,788 元，同比增长 6.1%。

2021 年，南昌市一般公共预算收入为 484.84 亿元，其中税收收入占比为 71.1%；同年，南昌市一般公共预算财政平衡率为 55.73%，财政平衡率较 2020 年有所下滑且自给能力一般。2021 年，南昌市政府性基金收入为 411.00 亿元；截至 2021 年末，南昌市政府性债务余额为 1,375.50 亿元。

**表 1：2021 年江西省各地级市经济及财政概况（亿元、%）**

项目名称	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入
南昌市	6,650.53	8.7	484.84
赣州市	4,169.37	9.1	294.07
九江市	3,735.68	8.8	292.23
宜春市	3,191.28	8.9	254.22
上饶市	3,043.49	9.0	236.03
吉安市	2,525.65	9.0	181.91
抚州市	1,794.55	8.0	131.87
新余市	1,154.6	8.6	81.58
鹰潭市	1,143.92	9.3	92.61
萍乡市	1,108.3	8.3	108.63
景德镇市	1,102.31	8.7	101.49

资料来源：各市县政府工作报告、财政预决算报告，中诚信国际整理

2022 年 2 月，《长江中游城市群发展“十四五”实施方案》（以下简称“《实施方案》”）获国务院批复同意，并于 2022 年 3 月由国家发改委正式印发，批复称，长江中游城市群发展要彰显江西、湖北、湖南三省优势和特色，以培育发展现代化都市圈为引领，优化多中心网络化城市群结构，提升综合承载能力，打造长江经济带发展和中部地区崛起的重要支撑、全国高质量发展的重要增长极、具有国际影响力的重要城市群。《实施方案》有助于推动江西省以及大南昌都市圈发展，突出中心城市带动、都市圈引领和三圈联动，南昌市作为大南昌都市圈

“一核”的组成部分，未来将加快打造都市圈经济中心、金融中心、科技创新中心、品质消费中心和高端服务业发展中心，培育富有国际竞争力的先进制造业和现代服务业融合发展先行区、长江中游城市群幸福产业品质化发展优势区，建设对接沪昆、京九高铁经济带的战略枢纽，南昌市未来发展迎来新机遇。

### **跟踪期内公司法定代表人、董事长、总经理发生变动，中诚信国际将继续关注上述变更事项对公司未来经营和整体信用状况的影响**

2022年6月16日，公司发布《南昌轨道交通集团有限公司关于法定代表人、董事长、总经理发生变动的公告》称，公司于2021年10月披露了《南昌轨道交通集团有限公司关于党委书记、董事长免职的公告》，于2021年12月披露了《南昌轨道交通集团有限公司关于原党委书记、董事长接受纪律审查和监察调查的结果公告》，公司原董事长李云峰被免职，由总经理万先逵主持工作。根据《南昌市人民政府关于刘昌华等同志职务任免的通知》（洪府字【2022】47号），南昌市人民政府研究决定，任命万先逵同志为公司董事长和法定代表人，免去其公司总经理职务；任命姜涛同志为公司总经理、董事。目前公司已完成法定代表人变更及董事变更的工商登记手续。中诚信国际将继续关注上述变更事项对公司未来经营和整体信用状况的影响。

### **轨道交通3号线B部分采用PPP模式建设一定程度上缓解了公司未来的投资压力及运营压力；但在建轨道交通项目投资规模大，未来仍存在较大的资本支出压力**

公司仍是南昌市唯一的轨道建设及运营主体，轨道建设业务的运营主体为公司本部，根据公司与南昌市人民政府就单个项目签订的《建设运营协议》，公司负责轨道交通项目投融资、建设及运营，并通过公开招投标方式确定施工方。项目资本金由南昌市政府统筹安排资金解决，通常是按照项目建设进度及银行贷款要求匹配的资本金分期到位，其

余部分由公司通过银团贷款等融资渠道解决。公司未来依靠票务收入、沿线上盖物业及物业用地的出租、出让收益及轨道交通专项资金等实现资金平衡。

此外，南昌轨道交通3号线B部分采用PPP模式下“建设+运营+移交”的运作方式，即由社会资本方参与基础设施建设、运营，特许经营期28年，包括建设期3年和运营期25年，运营期自全线开通试运营之日起算，至合作期结束。该线路全长28.50公里，项目总投资215.85亿元，分为公司自建A部分和PPP项目B部分；其中A部分包括前期工作费用、征地拆迁和试验段土建工程等，由公司自行融资和建设；PPP项目B部分总投资概算71.29亿元，包含机电系统16个分子系统及车辆购置项目，由PPP项目公司负责融资和建设。特许经营期内，PPP项目公司负责对B部分进行投融资建设；租赁A部分设施，负责3号线工程全线（A、B两部分）的运营、维护、更新（仅限于B部分）及维持运营投资（不含远期增购车辆）等工作，以及授权范围内的非客运服务业务经营。PPP项目公司通过特许经营获得运营收入和政府可行性缺口补贴等方式，实现合理的投资回报。特许经营期满后，PPP项目公司向市政府指定机构无偿、完好移交B部分设备设施和归还租赁的A部分设施。经过公开招投标，3号线B部分社会资本方确定为中铁电气化局集团有限公司、广州地铁集团有限公司、国睿科技股份有限公司和中铁民通（北京）投资有限公司。截至2022年3月末，公司和社会资本方分别持有PPP项目公司10.00%和90.00%的股权，项目公司不纳入公司合并范围。除3号线B部分外，公司无其他PPP项目。

公司已通车试运营的轨道线路为1号线一期、2号线一期、2号线南延线、3号线和4号线一期，合计总里程为129.60公里，计划总投资为926.85亿元，截至2022年3月末已完成投资642.75亿元。截至2022年3月末，公司在建的轨道线路为1号线北延、1号线东延和2号线东延，合计总里程为31.75公里，计划总投资241.01亿元，资本金比例均为40%，暂无到位资本金，已完成投资1.01亿元。

同期末公司暂无拟建轨道交通项目。

总体来看，南昌轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式运营，一定程度上可以减轻公司未来投资压力，也可以缓解未来运营期间带来的亏损压力；

但作为南昌市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体，公司在建轨道交通项目投资规模较大，未来仍面临较大的资本支出压力。

表 2：截至 2022 年 3 月末公司已通车试运营轨道线路情况（公里、亿元）

线路名称	总投资	里程	建设期间	资本金比例	计划资本	已到位资本	已完成投资
1 号线一期	200.32	28.80	2011.05~2015.12	40%	80.13	80.13	216.28
2 号线一期	159.74	23.78	2013.11~2019.06	41%	65.49	65.49	159.29
2 号线南延	42.64	8.50	2014.08~2017.08	41%	17.48	17.48	28.84
3 号线	215.85	28.50	2015.12~2020.12	20%	31.41	31.41	86.25
4 号线一期	308.30	40.02	2017.12~2021.12	25%	77.08	56.44	152.09
合计	926.85	129.60	-	-	271.59	250.95	642.75

注：1、1 号线一期项目已投资金额超过总投资金额，主要系包含资本化利息；2、4 号线一期尚未到位的资本金将根据南昌市财政安排及南昌县、新建区欠缴建设资金安排陆续到位。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：截至 2022 年 3 月末公司在建轨道线路项目情况（公里、亿元）

线路名称	起止位置	里程	建设期间	总投资	资本金比例	已到位资本金	已完成投资	投资计划		
								2022.4~12	2023	2024
1 号线北延	起自昌北机场站，终止于 1 号线一期起始站双港站（不含该站）	16.97	2021.9.24~2025.6.30	109.60	40%	0.00	0.47	15.10	30.38	29.94
1 号线东延	起自 1 号线一期终点站瑶湖西站（不含该站），终止于麻丘站	4.36	2021.9.24~2025.6.30	24.65	40%	0.00	0.01	2.71	7.25	7.13
2 号线东延	起自 2 号线一期站点辛家庵站（不含该站），终止于南昌东站	10.42	2021.9.24~2025.6.30	106.76	40%	0.00	0.53	14.15	28.74	28.96
合计	-	31.75	-	241.01	-	0.00	1.01	31.96	66.37	66.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司目前运营线路较少，尚未形成路网效应，未来运营效益情况仍需关注；随着疫情防控成效逐步显现，2021 年公司客运总量及票务收入同比有所回升**

公司轨道运营业务由公司本部负责，截至 2021 年 3 月末，公司已开通试运营的轨道线路有 1 号线一期、2 号线一期、2 号线南延线、3 号线以及 4 号线一期，其中 3 号线由社会资本方负责运营，相关线路运营收入不计入公司核算；1 号线一期、2 号线一期、2 号线南延线及 4 号线一期 2020 年之前因线路均未进行竣工结算，在账务处理上，轨道交通票务收入冲减“在建工程”项目，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”。待上述轨道线路正式运营后，根据“洪府厅

抄字[2019]441 号”，南昌市人民政府原则同意在公司地铁运营盈亏平衡之前，对已运营线路固定资产和土地暂不计提折旧和摊销；同时同意对公司已运营线路的融资利息计入其他应收款（应收轨道交通发展专项资金），待轨道融资用地收益实现后再予冲销。2020 年，轨道线路 1 号线由在建工程转为固定资产，相关收入及成本纳入核算。

随着疫情防控成效逐步显现，2021 年公司客运总量及票务收入同比有所回升，但后续仍需关注疫情对轨道运营效益的影响。

表 4：近年来南昌地铁全年运营情况

	客运总量 (亿人次)	日均客运量 (万人次)	票务收入 (亿元)
2019	1.75	47.95	3.70
2020	1.36	37.14	2.70

2021	2.60	88.16	3.62
2022.1-3	0.69	76.93	0.88

注：表中票务收入为含税收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

票价方面，南昌轨道交通 1 号线的票价方案通过了南昌市物价局 2015 年 11 月召开的票价听证会，并报请南昌市人民政府批准，于 2015 年 12 月予以批复。公司地铁票价采用里程计价制，起步价 2 元（6 公里），超过 6 公里时采用“递远递减”的计价原则，6~12 公里范围内单乘票价为 3 元，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，公司 2 号线和 4 号线的票价方案与 1 号线保持一致。

运营成本方面，2021 年和 2022 年 1~3 月，南昌轨道线路运营成本分别为 12.37 亿元和 3.00 亿元，主要由人工成本、电耗、维修费、其他直接费用（清洁、安检费用）及运营间接费用（租赁、宣传等费用）等构成，随着运营线路的增加，2021 年运营成本较上年有所上升。由于轨道交通具有较强的公益性，南昌轨道运营收入难以覆盖其运营成本，南昌市政府每年给予公司一定的运营补贴以保障其基本运营，2021 年，公司收到南昌市政府地铁运营补贴 3.99 亿元。

总体来看，近年来随着运营线路以及客运量的增长，南昌轨道运营收入和运营成本整体呈上升趋势，但由于轨道交通较强的公益性，仍需要一定财政补贴以满足日常的基本运营。此外，公司运营线路较少，尚未形成路网效应，中诚信国际将对南昌轨道的运营效益情况保持持续关注。

### 得益于地铁运营的资源优势，公司开展的资源开发业务对公司收入形成有益补充；但未来物业管理及租赁收入受房地产市场波动等因素影响存在一定不确定性

公司资源开发业务主要由子公司南昌轨道交通资产经营有限公司（以下简称“资产经营公司”）、南昌轨道交通地产开发有限公司（以下简称“轨道地产”）和南昌市金轨国有资产运营有限责任公司（以下简称“金轨国资”）等经营，业务主要涉及物

业管理及租赁、广告经营及文化产品等，收入主要来自于公司自持的地铁大厦及金轨国资自持的房产等产生的物业管理及租赁收入。

公司物业管理及租赁采取“地铁+社区”的模式，即以地铁为核心，在规划和建造地铁时，由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。而后公司自行开发或者与专业地产商合作，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。截至 2022 年 3 月末，公司采取此种经营模式的项目为地铁大厦项目、地铁时代广场项目、华润万象和其他地铁上盖物业项目。

其中地铁大厦项目是子公司轨道地产自主开发的项目，截至 2022 年 3 月末，地铁大厦可供出租面积为 9.16 万平方米；地铁时代广场项目和华润万象汇均为公司的参股项目，截至 2022 年 3 月末，上述两个项目分别已完成投资 28.20 亿元和 23.35 亿元，累计分别实现销售收入分别为 27.38 亿元和 15.19 亿元，累计分别确认投资收益 1.70 亿元和 0.60 亿元；其他地铁上盖物业项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建地铁上盖物业项目 2 个，总建筑面积 1.38 万平方米，项目总投资约 0.32 亿元，已完成投资 0.16 亿元，主要包括 1 号线中山路良友地块和 2 号线辛家庵市九建地块。同期末公司主要拟建地铁上盖物业项目计划总投资 14.23 亿元，为南路站地块开发项目和中山西路滕王阁酒店项目。

此外，南昌市政府为支持公司发展与经营，于 2013 年将金轨国资 100% 股权无偿注入公司。金轨国资与南昌市财政局市直行政事业单位国有资产管理中心（以下简称“国资中心”）签订《资产委托经营协议》，将其所拥有的房产、土地使用权委托国资中心经营管理，按照协议价格约定享有收益权。截至 2022 年 3 月末，金轨国资持有房产面积 80.38 万平方米，房产出租率为 88.23%，房产月租金为 16.31 元/平方米；拥有土地使用权面积 179.77 万平方米，出租率为 98.50%，月租金为 2 元/平方米；

2021 年与 2022 年 1~3 月，金轨国资实现的物业管理及租赁收入分别为 1.44 亿元和 0.36 亿元。

此外，2021 年公司实现上盖物业出让收入 1.22 亿元，主要系公司当年出让八一广场地块（中山路 2 号）1~2 层所得出让收入。受市场行情影响，2021 年公司上盖物业出让规模较上年有所减少，收入亦有所下滑，该出让收入未来存在一定不确定性。

公司广告业务主要由资产经营公司及电视公司负责运营，包括平面广告位、电子媒体租赁以及广告设计及制作等；文化产品主要为地铁周边纪念币、纪念卡销售等。

总体来看，公司利用地铁运营的资源优势，多元化开展资源开发业务，对公司收入形成有益补充；但考虑到房地产市场波动及宏观调控等因素影响，未来物业管理及租赁收入值得关注。

**商品销售业务是公司收入的重要来源，对公司业务结构多元化起到一定的改善作用，但燃料油贸易业务由于毛利率较低，该业务持续性存在一定不确定性**

公司钢材业务由子公司资产经营公司负责运营。资产经营公司以南昌地铁范围内轨道工程与地产工程的钢材甲供与钢材自主经营业务为主，同时也自主经营轨道建设项目外的钢材贸易业务。上游客户为中铁物贸集团深圳分公司和江西省出版传媒集团有限公司供应链管理分公司；下游客户一般为地铁施工单位，货款周期一般为 2~3 个月。2021 年及 2022 年 1~3 月该业务分别实现收入 2.21 亿元和 0.14 亿元，其中受益于钢材贸易业务规模扩张，2021 年该业务收入较上年有所增长。

2021 年公司新增燃料油贸易业务，由子公司资产经营公司负责经营。燃料油销售方式基本采用先款后货的方式，由下游客户向资产经营公司提出购货需求（数量），资产经营公司向上游供应商询价及到港时间，资产经营公司根据进货价在进价基础上增加利润后反馈给下游客户，下游客户认可价

格和时间后与资产经营公司签约并支付预付款，同时资产经营公司和上游供应商签约并支付全款。货到港后上游供应商通知资产经营公司，资产经营公司通知下游客户，结算完尾款后开提单给下游客户提货。仓储费用发生期间为货到仓库直至下游客户实际提货之日，由资产经营公司将仓储费用计入油价“一票制”开给下游客户，2021 年及 2022 年 1~3 月，该业务收入分别为 25.50 亿元和 0.00 亿元，由于该业务毛利率较低，公司后续将逐步减少或暂停该业务投入。

总的来看，商品销售业务是公司收入的重要来源，对公司业务结构多元化起到一定的改善作用，但燃料油贸易业务的持续性存在一定不确定性，后续需持续关注。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年财务报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，分析时 2019~2021 年财务数据均为审计报告期末数，2022 年一季度财务数据为财务报表期末数，各期财务报告均按照新会计准则编制。

**2021 年以来公司营业总收入继续稳定上升，受毛利率较低的燃料油贸易业务影响综合毛利率大幅度下降，公司业务盈利性欠佳，利润总额对政府补助依赖性较强**

2021 年以来公司营业总收入呈大幅上升趋势；其中公司资源开发业务收入主要系物业出租及管理收入、广告经营及文化产品等经营收入，受 2021 年上盖物业出让收入同比减少影响，当年资源开发业务收入有所下滑；商品销售业务收入主要系钢材销售及新增燃料油贸易业务收入，随着业务规模的扩张近年来呈大幅增加趋势；受益于轨道运营线路以及客运量的增长，线路运营业务收入呈稳定增长趋势。2022 年 1~3 月，公司实现收入 1.64 亿元，主要来源于资源开发业务和线路运营业务。毛利率方面，由于公司将轨道线路运营收入纳入核算，导

致该业务营业毛利率为负；商品销售业务毛利率2021年大幅下降，主要系毛利率较低的燃料油贸易业务收入规模占比较大所致；资源开发业务毛利率2021年同比大幅上升，主要系当年毛利率较低的上盖物业出让收入规模较小所致。

**表 5：公司主要板块收入和毛利率情况（亿元）**

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
商品销售业务	6.19	8.62	27.78	0.14
资源开发业务	2.14	8.46	4.31	0.78
线路运营业务	-	1.65	2.72	0.64
其他业务	0.66	0.57	0.29	0.07
合计	8.99	19.29	35.10	1.64
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
商品销售业务	20.06%	10.09%	1.69%	7.47%
资源开发业务	90.22%	50.30%	75.78%	81.36%
线路运营业务	-	-194.63%	-154.66%	-210.83%
其他业务	17.79%	8.57%	46.08%	35.64%
<b>营业毛利率</b>	<b>36.63%</b>	<b>10.17%</b>	<b>-0.97%</b>	<b>-40.66%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用以管理费用和销售费用为主，其中管理费用主要系职工薪酬及固定资产折旧费用等；受公司将大部分利息费用资本化影响，公司财务费用规模较小。2021年受益于公司收入的大幅增加，三费收入占比较2020年有所下降；总体来看，公司期间费用近年来逐年减少，且三费占比亦呈下降趋势，费用管控能力有所改善。

公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动损益和营业外损益构成，利润总额对政府补助的依赖性较强；2021年，公司实现其他收益为14.43亿元，主要为轨道交通建设资金和运营补贴；此外，2021年公允价值变动收益主要系按公允价值计量的投资性房地产产生的收益；同期公司营业外损益较上年大幅增加，主要系公司无偿取得青山湖万象汇商业中心12#购物中心所产生的3.92亿元利得所致。

2021年以来受益于商品销售业务回款结算较好影响，公司收现比指标大幅好转。但公司回款进度受市场行情影响存在一定不确定性，后续需持续关注。

**表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	8.99	19.29	35.10	1.64
三费合计	2.01	1.92	1.38	0.30
三费收入占比	22.40	9.95	3.93	18.39
经营性业务利润	4.32	4.54	12.04	0.26
其他收益	3.63	5.04	14.43	1.38
公允价值变动收益	1.11	1.42	1.35	-0.26
营业外损益	2.95	-0.34	3.81	-0.004
利润总额	8.28	5.46	17.14	0.00003
收现比	0.78	0.67	1.21	1.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2021年以来公司资产和负债规模均继续呈增长趋势，总资本化比率尚处于合理水平，债务结构合理；但公司资产中轨道线路工程投入与房产建筑占比比较高，资产流动性较弱**

随着业务持续发展，公司总资产规模呈快速增长趋势，公司资产以非流动资产为主，2021~2022年3月末非流动资产占总资产的比重均在88%以上。公司非流动资产主要由投资性房地产、在建工程、固定资产及其他非流动资产构成，截至2022年3月末，分别占非流动资产比例为19.05%、28.72%、42.74%和7.30%；其中投资性房地产主要为子公司金轨国资所拥有的房屋、建筑物及土地使用权等，在建工程主要系南昌轨道3号线、4号线的投入等，固定资产主要为轨道线路转固所形成的资产，2021年末公司在建工程大幅减少且固定资产大幅增加，主要系轨道线路2号线及2号线南延线由在建工程转为固定资产所致；其他非流动资产主要由对江西省铁路投资集团有限责任公司投资款、预付工程款和土地及拆迁补偿款构成。

公司总负债继续呈扩张态势，主要由其他流动负债、长期借款和应付债券构成。2021年末，公司其他流动负债大幅增加40.28亿元，主要系当期新增较大规模短期应付债券所致；随着轨道交通项目建设工程的推进，配套项目贷款规模相应增长，公司长期借款规模持续上升；应付债券的持续增长主要系公司发行债券规模的增加所致。2021年以来公司财务杠杆率持续上升，但始终处于适中水平；公司短期债务占比虽有所增加，但公司债务仍以长期

债务为主，符合轨道运营回收周期较长的业务特点。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，亦呈快速增长趋势。其中实收资本近年来均为 26.15 亿元；资本公积主要系股东的资产及资金注入等，呈逐年增加趋势，2021 年末较上年末大幅增长主要系当年公司收到南昌市财政局拨付的 37.00 亿元轨道建设资本金所致。公司未分配利润主要系公司近年来的经营积累。

从资产收益性来看，公司拥有较大规模的投资性房地产等，能够产生稳定且为可观的现金流；且近年来轨道线路的票务收入稳步增长。从资产流动性来看，公司资产中轨道线路工程投入与房产建筑占比较高，资产变现周期相对较长，资产流动性较弱。

公司应收类款项/总资产呈波动上升趋势，但整体处于较低水平，对公司的资金占用较小；公司其他应收款主要为公司与省内国有企业的往来款和借款等。

**表 7：近年来公司主要资产情况（亿元、X、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
投资性房地产	160.38	175.23	181.54	181.54
在建工程	450.68	339.95	262.87	273.66
固定资产	9.56	219.57	407.52	407.25
其他非流动资产	51.28	68.71	62.87	69.58
总资产	787.65	919.64	1,060.69	1,065.98
应付账款	23.59	45.28	67.93	66.63
其他流动负债	0.00	0.00	40.28	40.27
长期借款	218.89	228.99	235.03	246.13
应付债券	55.29	79.23	89.28	94.29
总负债	365.70	447.42	539.75	550.24
实收资本	26.15	26.15	26.15	26.15
未分配利润	59.59	63.28	74.15	73.91
所有者权益	421.96	472.22	520.94	515.74
短期债务/总债务	0.06	0.13	0.23	0.22
总资本化比率	43.29	44.78	46.19	47.07
应收类款项/总资产	3.27	2.80	4.17	4.45

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司经营获现能力有所波动，投资活动主要依赖于

### 对外筹资；2021 年以来短期债务增加较快，面临一定的短期偿债压力

公司经营活动现金流入主要系商品销售、资源开发收入、票务收入、政府补贴及往来款等，经营活动现金流出主要系购买原材料、支付的原材料运输费及往来款等，2021 年以来公司经营活动净现金流持续减少，且 2022 年 1~3 月为净流出状态，主要系采购商品规模较大导致购买商品、接受劳务支付的现金支出增加所致。投资活动现金受轨道交通项目持续大规模投入影响呈高位净流出状态。公司获现能力一般，经营及投资活动主要依赖于对外筹资，筹资活动净现金流持续扩张。

受益于 2021 年公司获得的政府补助规模大幅增加，当期利润总额和 EBITDA 均大幅上升，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所改善，能够覆盖当期债务利息。但公司经营活动现金净流入规模很小，对债务本息的覆盖能力很弱。

公司债务以长期债务为主，但受 2021 年以来短期债务大幅增加，货币资金对短期债务能覆盖能力有所下滑，公司面临一定的短期偿债压力。

**表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	39.88	43.43	47.01	29.02
经营活动净现金流	3.98	2.68	0.60	-0.16
投资活动净现金流	-66.66	-87.25	-80.35	-20.92
筹资活动净现金流	70.39	88.10	83.82	3.08
短期债务	19.29	50.62	103.44	100.65
EBITDA	8.39	6.65	18.17	-
经营活动净现金流利息覆盖系数	0.28	0.30	0.07	-
EBITDA 利息覆盖倍数	0.64	0.74	2.26	-
总债务	322.14	383.01	447.24	458.73
货币资金/短期债务	2.07	0.86	0.45	0.29
总债务/EBITDA	36.07	57.57	24.61	-
经营活动现金流/总债务	0.012	0.007	0.001	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司备用流动性充足，受限资产比例较低，且不存在对外担保事项

截至 2022 年 3 月末，公司总债务为 458.73 亿

元，2022年4~12月、2023~2025年分别到期50.00亿元、29.10亿元、18.84亿元和39.90亿元，未来一年公司面临较大的集中偿付压力。

**表 9：截至 2022 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）**

到期时间	2022.4~12	2023	2024	2025
到期金额	50.00	29.10	18.84	39.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 957.63 亿元，其中未使用授信额度为 659.05 亿元，备用流动性充足。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计为 45.00 亿元，包括 44.86 亿元的 1 号线部分站点和设备以及 0.14 亿元受限的货币资金，合计占总资产的比例为 4.42%。

截至 2022 年 3 月末，公司不存在对外担保事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 4 月 7 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

## 外部支持

### 公司作为南昌市唯一的轨道建设运营主体，地位仍然十分重要，继续获得政府大力支持

南昌市作为江西省的省会城市，近年来经济及财政实力逐年增强，且居于江西省首位，作为大南昌市都市圈“一核”的重要组成部分，战略地位十分重要，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。公司仍作为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，业务区域专营性很强，地位十分重要。

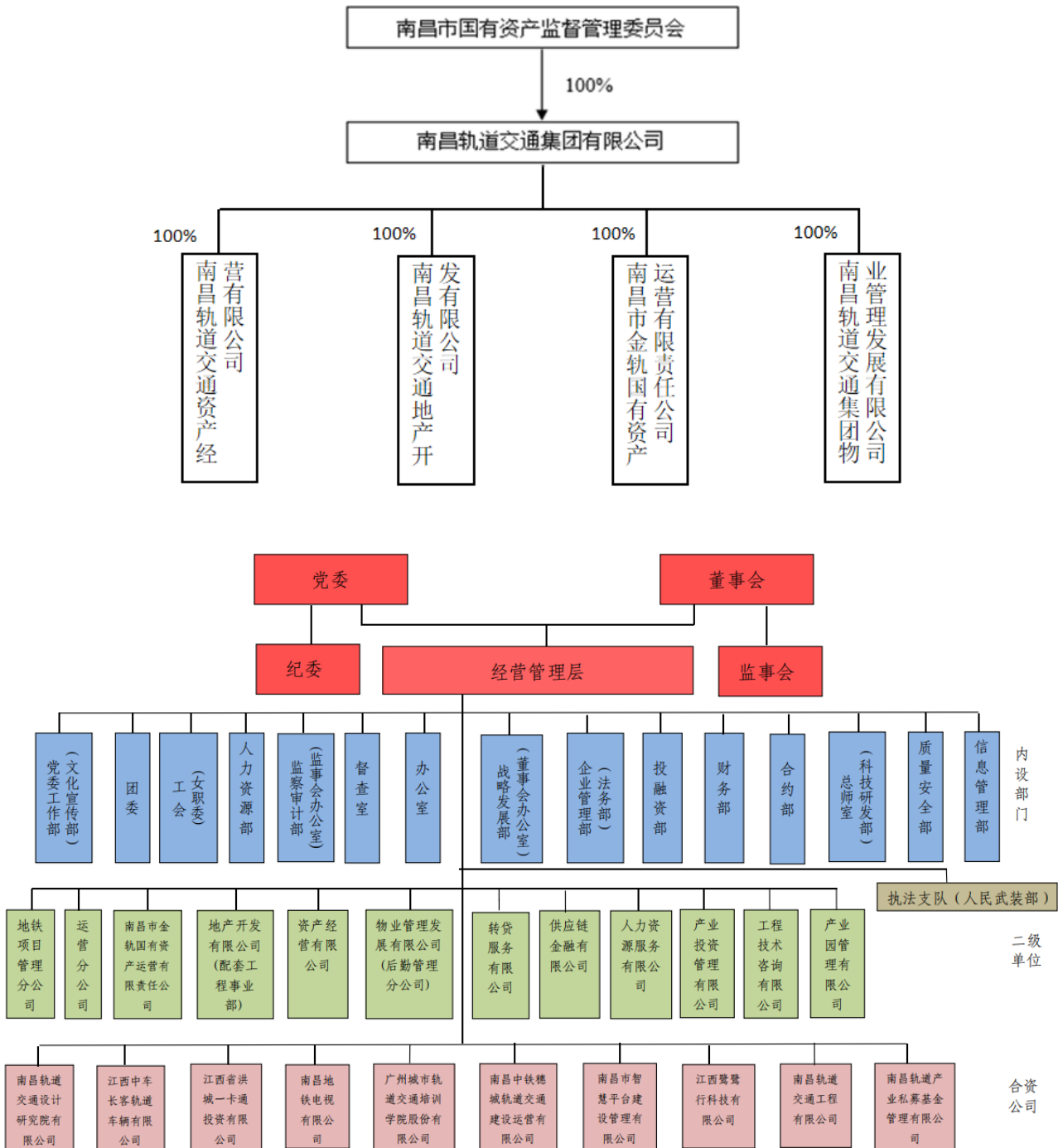
从历史获得支持情况来看，上级股东主要从轨道建设资金来源及偿债保障支持、资金注入、政府补助及国有资本收益返还四个维度进行支持。其中，资金注入方面，2021 年公司收到政府专项债资金 37.00 亿元；政府补助方面，2021 年公司获得政府补助 14.43 亿元，主要系企业发展基金（轨道交通

建设基金）和运营补贴；国有资本收益返还方面，根据“洪府厅抄字[2018]713 号”，南昌市人民政府同意在轨道交通建设期内，对公司每年上缴的国有资本收益采取“即征即返”方式，返还资金作为国有资本全额注入公司，2021 年公司收到国有资本收益返还 0.67 亿元。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持“G20 洪轨 1”和“22 洪轨 01”的债项信用等级为 **AAA**。

### 附一：南昌轨道交通集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



注：股权结构图仅列示部分子公司  
资料来源：公司提供

## 附二：南昌轨道交通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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	398,779.73	434,266.78	470,154.96	290,220.01
应收账款	49,724.26	60,217.42	38,454.44	36,531.50
其他应收款	123,114.88	197,233.19	403,462.39	438,034.46
存货	271,867.05	142,223.87	153,075.23	167,428.60
长期投资	81,830.94	149,286.50	185,842.22	186,031.04
在建工程	4,506,807.38	3,399,485.84	2,628,741.34	2,736,614.92
无形资产	1,490.07	1,425.48	246.90	265.74
总资产	7,876,513.44	9,196,432.52	10,606,898.57	10,659,819.27
其他应付款	161,481.56	139,647.48	173,471.94	166,208.39
短期债务	192,906.10	506,208.72	1,034,387.64	1,006,524.37
长期债务	3,028,526.88	3,323,856.64	3,438,011.02	3,580,730.65
总债务	3,221,432.99	3,830,065.36	4,472,398.66	4,587,255.02
总负债	3,656,955.65	4,474,215.58	5,397,450.20	5,502,379.21
费用化利息支出	948.14	2,044.26	1,483.48	-
资本化利息支出	139,400.42	87,604.20	79,058.54	-
实收资本	261,518.00	261,518.00	261,518.00	261,518.00
少数股东权益	12,827.10	19,080.35	6,740.17	7,134.24
所有者权益合计	4,219,557.79	4,722,216.94	5,209,448.37	5,157,440.06
营业总收入	89,918.59	192,949.19	351,022.21	16,362.44
经营性业务利润	43,169.29	45,392.38	120,361.08	2,642.50
投资收益	-28.21	-351.20	7,771.03	0.00
净利润	78,341.48	50,744.76	166,936.74	474.12
EBIT	83,767.90	56,637.31	172,857.10	-
EBITDA	89,300.97	66,532.78	181,718.30	-
销售商品、提供劳务收到的现金	70,569.09	128,968.38	423,021.91	30,939.05
收到其他与经营活动有关的现金	141,961.10	81,360.94	206,810.78	12,149.31
购买商品、接受劳务支付的现金	53,374.54	109,057.81	494,576.30	12,876.68
支付其他与经营活动有关的现金	116,968.13	48,612.67	82,292.64	3,431.90
吸收投资收到的现金	355,710.14	455,479.92	376,711.54	0.00
资本支出	656,165.27	953,793.67	769,529.04	207,496.24
经营活动产生现金净流量	39,752.50	26,765.10	6,000.76	-1,589.12
投资活动产生现金净流量	-666,649.54	-872,506.46	-803,523.57	-209,156.76
筹资活动产生现金净流量	703,902.57	881,016.12	838,239.62	30,810.93

财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	36.63	10.17	-0.97	-40.66
期间费用率(%)	22.40	9.95	3.93	18.39
应收类款项/总资产(%)	3.27	2.80	4.17	4.45
收现比(X)	0.78	0.67	1.21	1.89
总资产收益率(%)	1.14	0.66	1.75	-
资产负债率(%)	46.43	48.65	50.89	51.62
总资本化比率(%)	43.29	44.78	46.19	47.07
短期债务/总债务(X)	0.06	0.13	0.23	0.22
FFO/总债务(X)	0.02	0.01	0.04	-0.00
FFO 利息倍数(X)	0.56	0.61	2.07	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.28	0.30	0.07	-
总债务/EBITDA(X)	36.07	57.57	24.61	-
EBITDA/短期债务(X)	0.46	0.13	0.18	-
货币资金/短期债务(X)	2.07	0.86	0.45	0.29
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.64	0.74	2.26	-

注：1、中诚信国际根据 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报整理；2、公司各期财务报表根据新会计准则编制；3、为准确计算公司债务，将其其他流动负债和长期应付款中的有息债务分别计入短期债务和长期债务；4、公司 2022 年一季报未经审计，且未提供现金流量表补充资料，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
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“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。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

## 附四：信用等级的符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

# 南昌轨道交通集团有限公司

## 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：方华东 [hdfang@ccxi.com.cn](mailto:hdfang@ccxi.com.cn)

项目组成员：张悦 [yzhang03@ccxi.com.cn](mailto:yzhang03@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 20 日

## 声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 6 月 20 日至 2022 年 7 月 20 日。主体评级有效期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 本跟踪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。

# 信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 0732号

## 南昌轨道交通集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，该信用评级结果有效期为 2022 年 6 月 20 日至 2022 年 7 月 20 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十日

**评级观点：**中诚信国际维持南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“南昌轨道”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了区域发展环境向好、有力的外部支持及轨道交通 3 号线 B 部分采取 PPP 模式一定程度上缓解了公司未来的投资及运营亏损压力等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到土地及房地产政策变化带来的不确定性、公司债务规模增长较快且面临一定的资金压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

南昌轨道（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	787.65	919.64	1,060.69	1,065.98
所有者权益合计（亿元）	421.96	472.22	520.94	515.74
总负债（亿元）	365.70	447.42	539.75	550.24
总债务（亿元）	322.14	383.01	447.24	458.73
营业总收入（亿元）	8.99	19.29	35.10	1.64
经营性业务利润（亿元）	4.32	4.54	12.04	0.26
净利润（亿元）	7.83	5.07	16.69	0.05
EBITDA（亿元）	8.93	6.65	18.17	-
经营活动净现金流（亿元）	3.98	2.68	0.60	-0.16
收现比(X)	0.78	0.67	1.21	1.89
营业毛利率(%)	36.63	10.17	-0.97	-40.66
应收类款项/总资产(%)	3.27	2.80	4.17	4.45
资产负债率(%)	46.43	48.65	50.89	51.62
总资本化比率(%)	43.29	44.78	46.19	47.07
总债务/EBITDA(X)	36.07	57.57	24.61	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.64	0.74	2.26	-

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度整理；2、公司各期财务报表根据新会计准则编制；3、为准确计算公司债务，将其他流动负债和长期应付款中的有息债务分别计入短期债务和长期债务；4、公司 2022 年一季度未经审计，且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

#### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000\_2019\_02)

南昌轨道交通集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	8.24	10
	收现比(X)*	0.96	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.45	3
	受限资产占总资产的比重(X)	0.05	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	520.94	10
	总资本化比率(X)	0.46	7
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			aa-
BCA			aa-
支持评级调整			3
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b>			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa-)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

\*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

#### 正面

■ **区域发展环境向好。**南昌市作为江西省的省会城市，2021 年以来经济财政实力持续增强，且居于江西省首位；大南昌都市圈的规划亦使得南昌市发展迎来新机遇，为公司的发展提供了良好的外部环境。

■ **有力的外部支持。**公司作为南昌市唯一的轨道建设和运营主体，继续得到政府的大力支持，2021 年公司收到政府专项债资金 37.00 亿元，并获得政府补助 14.43 亿元。

■ **轨道交通 3 号线 B 部分的 PPP 模式一定程度上缓解了公司未来的投资及运营亏损压力。**南昌轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式运营，一定程度上可以减轻公司未来投资压力，也可以缓解运营期间带来的亏损压力。

#### 关注

■ **土地及房地产政策变化带来的不确定性。**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。

■ **公司债务规模增长较快且轨道建设资金需求较大，面临一定的资金压力。**截至 2022 年 3 月末，公司总债务为 458.73 亿元，近年来债务规模增长较快；同时，公司在建轨道线路尚需投资规模较大，公司未来面临一定的投融资压力。

#### 评级展望

中诚信国际认为，南昌轨道交通集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

**评级历史关键信息**

南昌轨道交通集团有限公司					
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	-	2021/07/21	方华东、钟婷、桂兰杰	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	-	2020/6/28	方华东、钟婷	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际原口径

**同行业比较**

2021 年同类型企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
南昌轨道交通集团有限公司	1,060.69	520.94	50.89	35.10	16.69	0.60
长沙市轨道交通集团有限公司	1,704.28	700.04	58.92	54.29	2.55	39.34
济南轨道交通集团有限公司	1,527.77	395.63	74.10	25.40	1.11	-33.26

资料来源：中诚信国际整理

## 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进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 宏观经济和政策

**宏观经济:**2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

**宏观风险:**2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域

的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望:**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主

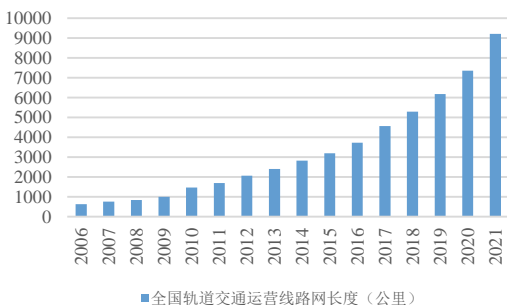
体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

**近年来轨道交通行业持续快速发展，运营规模持续增加，在建线路总规模持续位于高位，为支持轨道交通建设，各级政府在资本金方面给予较大支持。未来，随着轨道交通相关资源的开发成熟，预计能为轨道交通线路的运营提供一定的盈利补充**

“十四五”城轨交通已由重建设转变为建设、运营并重阶段，城轨交通新开通运营线路里程“十三五”期间呈持续上涨势头，“十四五”各年预计呈现波动变化趋势，各年不均衡，新开通运营线路规模在近年达到峰值后有所回落。截至 2021 年底，共有 50 个城市开通城轨交通运营线路 283 条，运营线路总长度达 9,206.8 公里。

图 1：2006-2021 年末我国轨道交通运营里程情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从新增运营线路长度看，2021 年新增运营线路长度 1,237.1 公里，新增运营线路 39 条，新开既有线路的延伸段、后通段 23 段，当年新增运营线路长度与上年基本持平，继续保持快速增长。其中，上海新增 102 公里，居全国首位，其次是武汉 96.9 公里，运营线路规模增量居前，北京、广州、嘉兴增量超过 50 公里。从增长幅度看，增长率超过 100% 的城市有哈尔滨、佛山、贵阳，分别增长 157.6%、149%、113.5%。

从运营线网规模看，截至 2021 年末，全国共计

24 个城市的线网规模达到 100 公里或以上。其中，上海 936.2 公里，北京 856.2 公里，两市运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。此外，成都、广州运营线路长度超过 500 公里，武汉、南京、深圳运营线路长度超过 400 公里，重庆、杭州运营线路长度均超过 300 公里，青岛、天津、苏州、西安、郑州、大连、沈阳 7 市均超过 200 公里。

从客运量情况来看，城轨交通 2021 年全年累计完成客运量 236.9 亿人次，同比增加 61 亿人次，增长 34.7%，接近疫情前 2019 年的 237.1 亿人次水平。2021 年全年上海累计完成客运量 35.8 亿人次，北京累计完成客运量 30.7 亿人次，广州累计完成客运量 28.4 亿人次，深圳累计完成客运量 21.9 亿人次，成都累计完成客运量 18 亿人次，上海、北京、广州、深圳、成都客运量占全国总客运量的 56.9%。

运营经济方面，据不完全统计（据可统计可对比的 37 市数据且同比数据做同口径调整），2021 年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本 23.6 元，同比下降 0.42 元；平均每人公里运营成本 1.17 元，同比增长 0.14 元；总成本中人工成本占比 51.2%，同比减少 2.7 个百分点，电费占比 9.6%，同比减少 0.9 个百分点。全国城轨交通平均单位车公里运营收入 13.27 元，同比增长 0.73 元；平均每人公里运营收入 0.66 元，同比增长 0.04 元。每车公里运营收入和每人公里运营收入均超过全国平均水平的有北京、深圳、杭州、宁波、青岛、东莞、南宁、合肥、贵阳、温州、济南 11 市，均为资源经营收入较高的城市。平均单位票款收入 0.24 元/人公里，同比减少 0.05 元。

在建项目方面，截至 2021 年底，中国大陆地区有 55 个城市（个别由地方政府批复项目未纳入统计）在建线路总规模 6,096.4 公里（含个别 2021 年当年仍有建设进展和投资额发生的已运营项目和 2021 年当年新投运项目）；其中，地铁 5,093.1 公里，占比 83.53%；轻轨 5.4 公里，占比 0.09%；跨座式单轨 46.8 公里，占比 0.77%；市域快轨 616.8 公里，占比 10.12%；有轨电车 333.2 公里，占比 5.47%；

磁浮交通 1.2 公里，占比 0.02%。在建线路 253 条（段），共有 29 个城市的在建线路为 3 条及以上。

轨道交通项目投资方面，据不完全统计（不含部分地方政府批复项目和个别数据填报不完整的项目资金情况），截至 2021 年底，中国内地在建线路可研批复投资累计 45,553.3 亿元，初设批复投资累计 38,298.1 亿元。2021 年当年共完成建设投资 5,859.8 亿元，同比下降 6.78%，当年完成建设投资额占可研批复投资额的 12.86%。

规划方面，截至 2021 年底，全国共有 67 个城市的城轨交通线网规划获批(含地方政府批复的 23 个城市)，在实施的建设规划线路总长达 6,988.3 公里（不含统计期末已开通运营线路）。我国城轨交通项目总投资额保持相对高位，部分城市启动新一轮建设规划。继一线城市后，绝大部分省会城市和部分发展较快的新兴城市的城轨交相继成网，城轨交通网络化程度逐步提高。

轨道建设投融资方面，轨道交通属于资本密集型产业，同时又具有准公共产品属性和规模经济的特征，以上特性决定了在我国轨道交通建设以及运营初期仍需以政府为主导的投融资模式。因此，轨道交通不仅需要地方政府具备较强的财政实力和融资能力以保障项目建设顺利推进，还需要持续的财政投入以保障线路系统的安全运行。国务院办公厅于 2018 年 7 月 13 日下发了《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》（以下简称“52 号文”）。针对地铁审批，52 号文指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3,000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上；申报建设轻轨的城市一般公共预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1,500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次、0.4 万人次，远期客流

规模分别达到单向高峰小时 3 万人次以上、1 万人次以上。以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整。在强化项目风险管控方面，52 号文提出，严控地方政府债务风险。进一步加大财政约束力度，按照严控债务增量、有序化解债务存量的要求，严格防范城市政府因城市轨道交通建设新增地方政府债务风险，严禁通过融资平台公司或以 PPP 等名义违规变相举债。对举债融资不符合法律法规或未落实偿债资金来源的城市轨道交通项目，发展改革部门不得审批（核准）；对列入地方政府债务风险预警范围的城市，应暂缓审批（核准）其新项目。

目前，轨道交通建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、市区共建的模式。在项目资本金的筹集上，由市、区两级政府投入资本金，将地铁建设与沿线土地开发结合，并与各区的经济发展结合起来。同时，各地也在逐步尝试轨道交通项目的市场化运作，改变项目由政府独家运作的模式，广泛吸引国内外企业投资建设，充分发挥企业的积极性，由企业与企业共同筹集资本金，对规划线路实行产权清晰的项目公司运作，不断规范投资、建设、监管和运营。

此外，轨道交通还具有项目建设周期长，一次性投资大，后期运营维护成本高昂的特点。国外经验表明，设备的购置、安装等费用约占轨道交通总投资的 40~50%。国务院办公厅于 1999 年 2 月转发的原国家计委《关于城市轨道交通设备国产化的实施意见》提出，“城市轨道交通项目，无论使用何种建设资金，其全部轨道车辆和机电设备的平均国产化率要确保不低于 70%”。国产化的实施使得轨道交通项目建设成本大幅下降，但总体来看，轨道交通仍然是城市基础设施建设中投资规模最大的工程，而上述建设成本通常最终沦为沉没成本。除建设成本外，轨道交通项目还面临高昂的运营费用，包括电力供应、车辆维修、设备维护、人员工资等。

从目前的经营概况来看，轨道交通作为政府提供给居民的一种出行方式，其社会效益往往大于经

济效益。加之轨道交通具备较强的网络效应，单一线路通常缺乏吸引，而我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，部分城市建成的线路相对较少，网络化效应不明显，很大程度上制约了运载能力的释放，票款收入远不能覆盖运营费用。因此，轨道交通项目投入运营后，其沿线的商贸、广告等经营性业务通常也一并交由地铁公司管理，一般由地铁公司联合专业化投资者，对地铁沿线的广告、商贸统一开发，实现规模和专业化管理，通过运营相关资源的收益部分弥补地铁运营的亏损。

**中诚信国际关注到**，近年来轨道交通行业虽然持续快速发展，但轨道交通的建设需求依旧很大，规划、在建线路数量和里程均较大，未来面临一定的投资压力。同时，地铁相关的广告、商贸、地下空间、房地产开发等相关资源开发业务到成熟运营尚需较长一段时间，需关注其为轨道交通线路盈利补充的释放节奏。

### 南昌市作为江西省的省会城市，经济及财政实力均位于江西省首位；大南昌都市圈发展规划使得南昌市未来发展迎来新机遇

南昌，是江西省省会、环鄱阳湖城市群核心城市，国务院批复确定的中国长江中游地区重要的中心城市。南昌地处中国华东地区、江西省中部偏北，是江西省的政治、经济、文化、科教和交通中心，是中国唯一一个毗邻长江三角洲、珠江三角洲和海峡西岸经济区的省会中心城市。截至 2021 年末，南昌市辖六区三县、三个国家级开发区及湾里管理局。

2021 年以来，南昌市地区生产总值（GDP）继续保持增长，2021 年 GDP 为 6,650.53 亿元，同比增长 8.7%，其中第一产业增加值 238.31 亿元，增长 7.8%；第二产业增加值 3,218.10 亿元，增长 8.3%；第三产业增加值 3,194.11 亿元，增长 9.1%；人均 GDP 为 104,788 元，同比增长 6.1%。

2021 年，南昌市一般公共预算收入为 484.84 亿元，其中税收收入占比为 71.1%；同年，南昌市一般公共预算财政平衡率为 55.73%，财政平衡率较

2020 年有所下滑且自给能力一般。2021 年，南昌市政府性基金收入为 411.00 亿元；截至 2021 年末，南昌市政府性债务余额为 1,375.50 亿元。

表 1：2021 年江西省各地级市经济及财政概况（亿元、%）

项目名称	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入
南昌市	6,650.53	8.7	484.84
赣州市	4,169.37	9.1	294.07
九江市	3,735.68	8.8	292.23
宜春市	3,191.28	8.9	254.22
上饶市	3,043.49	9.0	236.03
吉安市	2,525.65	9.0	181.91
抚州市	1,794.55	8.0	131.87
新余市	1,154.60	8.6	81.58
鹰潭市	1,143.92	9.3	92.61
萍乡市	1,108.30	8.3	108.63
景德镇市	1,102.31	8.7	101.49

资料来源：各市县政府工作报告、财政预决算报告，中诚信国际整理

2022 年 2 月，《长江中游城市群发展“十四五”实施方案》（以下简称“《实施方案》”）获国务院批复同意，并于 2022 年 3 月由国家发展改革委正式印发，批复称，长江中游城市群发展要彰显江西、湖北、湖南三省优势和特色，以培育发展现代化都市圈为引领，优化多中心网络化城市群结构，提升综合承载能力，打造长江经济带发展和中部地区崛起的重要支撑、全国高质量发展的重要增长极、具有国际影响力的重要城市群。《实施方案》有助于推动江西省以及大南昌都市圈发展，突出中心城市带动、都市圈引领和三圈联动，南昌市作为大南昌都市圈“一核”的组成部分，未来将加快打造都市圈经济中心、金融中心、科技创新中心、品质消费中心和高端服务业发展中心，培育富有国际竞争力的先进制造业和现代服务业融合发展先行区、长江中游城市群幸福产业品质化发展优势区，建设对接沪昆、京九高铁经济带的战略枢纽，南昌市未来发展迎来新机遇。

**跟踪期内公司控股股东及实际控制人仍均为南昌市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市委资委”），公司法定代表人、董事长、总经理发生变动，中诚信国际将继续关注上述变更事项对公司未**

## 来经营和整体信用状况的影响

产权结构方面，截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 26.15 亿元，南昌市国资委持有公司 100% 股权，公司控股股东及实际控制人均为南昌市国资委。公司不设股东会，由南昌市国资委行使股东职权，设董事会、监事会和经理层，各项内部控制制度与组织架构较为完善，对子公司的管控能力尚可。

2022 年 6 月 16 日，公司发布《南昌轨道交通集团有限公司关于法定代表人、董事长、总经理发生变动的公告》称，公司于 2021 年 10 月披露了《南昌轨道交通集团有限公司关于党委书记、董事长免职的公告》，于 2021 年 12 月披露了《南昌轨道交通集团有限公司关于原党委书记、董事长接受纪律审查和监察调查的结果公告》，公司原董事长李云峰被免职，由总经理万先逵主持工作。根据《南昌市人民政府关于刘昌华等同志职务任免的通知》（洪府字【2022】47 号），南昌市人民政府研究决定，任命万先逵同志为公司董事长和法定代表人，免去其公司总经理职务；任命姜涛同志为公司总经理、董事。目前公司已完成法定代表人变更及董事变更的工商登记手续。中诚信国际将继续关注上述变更事项对公司未来经营和整体信用状况的影响。

### 轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式建设一定程度上缓解了公司未来的投资压力及运营压力；但在建轨道交通项目投资规模大，未来仍存在较大的资本支出压力

公司仍是南昌市唯一的轨道建设及运营主体，轨道建设业务的运营主体为公司本部，根据公司与南昌市人民政府就单个项目签订的《建设运营协议》，公司负责轨道交通项目投资融资、建设及运营，并通过公开招投标方式确定施工方。项目资本金由南昌市政府统筹安排资金解决，通常是按照项目建设进度及银行贷款要求匹配的资本金分期到位，其余部分由公司通过银团贷款等融资渠道解决。公司未来依靠票务收入、沿线上盖物业及物业用地的出

租、出让收益及轨道交通专项资金等实现资金平衡。

此外，南昌轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式下“建设+运营+移交”的运作方式，即由社会资本方参与基础设施建设、运营，特许经营期 28 年，包括建设期 3 年和运营期 25 年，运营期自全线开通试运营之日起算，至合作期结束。该线路全长 28.50 公里，项目总投资 215.85 亿元，分为公司自建 A 部分和 PPP 项目 B 部分；其中 A 部分包括前期工作费用、征地拆迁和试验段土建工程等，由公司自行融资和建设；PPP 项目 B 部分总投资概算 71.29 亿元，包含机电系统 16 个分子系统及车辆购置项目，由 PPP 项目公司负责融资和建设。特许经营期内，PPP 项目公司负责对 B 部分进行投融资建设；租赁 A 部分设施，负责 3 号线工程全线（A、B 两部分）的运营、维护、更新（仅限于 B 部分）及维持运营投资（不含远期增购车辆）等工作，以及授权范围内的非客运服务业务经营。PPP 项目公司通过特许经营获得运营收入和政府可行性缺口补贴等方式，实现合理的投资回报。特许经营期满后，PPP 项目公司向市政府指定机构无偿、完好移交 B 部分设备设施和归还租赁的 A 部分设施。经过公开招投标，3 号线 B 部分社会资本方确定为中铁电气化局集团有限公司、广州地铁集团有限公司、国睿科技股份有限公司和中铁民通（北京）投资有限公司。截至 2022 年 3 月末，公司和社会资本方分别持有 PPP 项目公司 10.00% 和 90.00% 的股权，项目公司不纳入公司合并范围。除 3 号线 B 部分外，公司无其他 PPP 项目。

公司已通车试运营的轨道线路为 1 号线一期、2 号线一期、2 号线南延线、3 号线和 4 号线一期，合计总里程为 129.60 公里，计划总投资为 926.85 亿元，截至 2022 年 3 月末已完成投资 642.75 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司在建的轨道线路为 1 号线北延、1 号线东延和 2 号线东延，合计总里程为 31.75 公里，计划总投资 241.01 亿元，资本金比例均为 40%，暂无到位资本金，已完成投资 1.01 亿元。同期末公司暂无拟建轨道交通项目。

总体来看，南昌轨道交通 3 号线 B 部分采用

PPP 模式运营，一定程度上可以减轻公司未来投资压力，也可以缓解未来运营期间带来的亏损压力；但作为南昌市轨道交通投资、建设和运营管理的唯

一主体，公司在建轨道交通项目投资规模较大，未来仍面临较大的资本支出压力。

**表 2：截至 2022 年 3 月末公司已通车试运营轨道线路情况（公里、亿元）**

线路名称	总投资	里程	建设期间	资本金比例	计划资本	已到位资本	已完成投资
1 号线一期	200.32	28.80	2011.05~2015.12	40%	80.13	80.13	216.28
2 号线一期	159.74	23.78	2013.11~2019.06	41%	65.49	65.49	159.29
2 号线南延	42.64	8.50	2014.08~2017.08	41%	17.48	17.48	28.84
3 号线	215.85	28.50	2015.12~2020.12	20%	31.41	31.41	86.25
4 号线一期	308.30	40.02	2017.12~2021.12	25%	77.08	56.44	152.09
<b>合计</b>	<b>926.85</b>	<b>129.60</b>	-	-	<b>271.59</b>	<b>250.95</b>	<b>642.75</b>

注：1、1 号线一期项目已投资金额超过总投资金额，主要系包含资本化利息；2、4 号线一期尚未到位的资本金将根据南昌市财政安排及南昌县、新建区欠缴建设资金安排陆续到位。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 3：截至 2022 年 3 月末公司在建轨道线路项目情况（公里、亿元）**

线路名称	起止位置	里程	建设期间	总投资	资本金比例	已到位资本金	已完成投资	投资计划		
								2022.4~12	2023	2024
1 号线北延	起自昌北机场站，终止于 1 号线一期起始站双港站（不含该站）	16.97	2021.9.24~2025.6.30	109.60	40%	0.00	0.47	15.10	30.38	29.94
1 号线东延	起自 1 号线一期终点站瑶湖西站（不含该站），终止于麻丘站	4.36	2021.9.24~2025.6.30	24.65	40%	0.00	0.01	2.71	7.25	7.13
2 号线东延	起自 2 号线一期站点辛家庵站（不含该站），终止于南昌东站	10.42	2021.9.24~2025.6.30	106.76	40%	0.00	0.53	14.15	28.74	28.96
<b>合计</b>	-	<b>31.75</b>	-	<b>241.01</b>	-	<b>0.00</b>	<b>1.01</b>	<b>31.96</b>	<b>66.37</b>	<b>66.03</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司目前运营线路较少，尚未形成路网效应，未来运营效益情况仍需关注；随着疫情防控成效逐步显现，2021 年公司客运总量及票务收入同比有所回升

公司轨道运营业务由公司本部负责，截至 2021 年 3 月末，公司已开通试运营的轨道线路有 1 号线一期、2 号线一期、2 号线南延线、3 号线以及 4 号线一期，其中 3 号线由社会资本方负责运营，相关线路运营收入不计入公司核算；1 号线一期、2 号线一期、2 号线南延线及 4 号线一期 2020 年之前因线路均未进行竣工结算，在账务处理上，轨道交通票务收入冲减“在建工程”项目，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”。待上述轨道线路正式运营后，根据“洪府厅抄字[2019]441 号”，南昌市人民政府原则同意在公

司地铁运营盈亏平衡之前，对已运营线路固定资产和土地暂不计提折旧和摊销；同时同意对公司已运营线路的融资利息计入其他应收款（应收轨道交通发展专项资金），待轨道融资用地收益实现后再予冲销。2020 年，轨道线路 1 号线由在建工程转为固定资产，相关收入及成本纳入核算。

随着疫情防控成效逐步显现，2021 年公司客运总量及票务收入同比有所回升，但后续仍需关注疫情对轨道运营效益的影响。

**表 4：近年来南昌地铁全年运营情况**

	客运总量 (亿人次)	日均客运量 (万人次)	票务收入 (亿元)
2019	1.75	47.95	3.70
2020	1.36	37.14	2.70
2021	2.60	88.16	3.62
2022.1~3	0.69	76.93	0.88

注：表中票务收入为含税收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

票价方面，南昌轨道交通 1 号线的票价方案通过了南昌市物价局 2015 年 11 月召开的票价听证会，并报请南昌市人民政府批准，于 2015 年 12 月予以批复。公司地铁票价采用里程计价制，起步价 2 元（6 公里），超过 6 公里时采用“递远递减”的计价原则，6~12 公里范围内单乘票价为 3 元，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，公司 2 号线和 4 号线的票价方案与 1 号线保持一致。

运营成本方面，2021 年和 2022 年 1~3 月，南昌轨道线路运营成本分别为 12.37 亿元和 3.00 亿元，主要由人工成本、电耗、维修费、其他直接费用（清洁、安检费用）及运营间接费用（租赁、宣传等费用）等构成，随着运营线路的增加，2021 年运营成本较上年有所上升。由于轨道交通具有较强的公益性，南昌轨道运营收入难以覆盖其运营成本，南昌市政府每年给予公司一定的运营补贴以保障其基本运营，2021 年，公司收到南昌市政府地铁运营补贴 3.99 亿元。

总体来看，近年来随着运营线路以及客运量的增长，南昌轨道运营收入和运营成本整体呈上升趋势，但由于轨道交通较强的公益性，仍需要一定财政补贴以满足日常的基本运营。此外，公司运营线路较少，尚未形成路网效应，中诚信国际将对南昌轨道的运营效益情况保持持续关注。

### **得益于地铁运营的资源优势，公司开展的资源开发业务对公司收入形成有益补充；但未来物业管理及租赁收入受房地产市场波动等因素影响存在一定不确定性**

公司资源开发业务主要由子公司南昌轨道交通资产经营有限公司（以下简称“资产经营公司”）、南昌轨道交通地产开发有限公司（以下简称“轨道地产”）和南昌市金轨国有资产运营有限责任公司（以下简称“金轨国资”）等经营，业务主要涉及物业管理及租赁、广告经营及文化产品等，收入主要

来自于公司自持的地铁大厦及金轨国资自持的房产等产生的物业管理及租赁收入。

公司物业管理及租赁采取“地铁+社区”的模式，即以地铁为核心，在规划和建造地铁时，由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。而后公司自行开发或者与专业地产商合作，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。截至 2022 年 3 月末，公司采取此种经营模式的项目为地铁大厦项目、地铁时代广场项目、华润万象和其他地铁上盖物业项目。

其中地铁大厦项目是子公司轨道地产自主开发的项目，截至 2022 年 3 月末，地铁大厦可供出租面积为 9.16 万平方米；地铁时代广场项目和华润万象汇均为公司的参股项目，截至 2022 年 3 月末，上述两个项目分别已完成投资 28.20 亿元和 23.35 亿元，累计分别实现销售收入分别为 27.38 亿元和 15.19 亿元，累计分别确认投资收益 1.70 亿元和 0.60 亿元；其他地铁上盖物业项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建地铁上盖物业项目 2 个，总建筑面积 1.38 万平方米，项目总投资约 0.32 亿元，已完成投资 0.16 亿元，主要包括 1 号线中山路良友地块和 2 号线辛家庵市九建地块。同期末公司主要拟建地铁上盖物业项目计划总投资 14.23 亿元，为南路站地块开发项目和中山西路滕王阁酒店项目。

此外，南昌市政府为支持公司发展与经营，于 2013 年将金轨国资 100% 股权无偿注入公司。金轨国资与南昌市财政局市直行政事业单位国有资产管理中心（以下简称“国资中心”）签订《资产委托经营协议》，将其所拥有的房产、土地使用权委托国资中心经营管理，按照协议价格约定享有收益权。截至 2022 年 3 月末，金轨国资持有房产面积 80.38 万平方米，房产出租率为 88.23%，房产月租金为 16.31 元/平方米；拥有土地使用权面积 179.77 万平方米，出租率为 98.50%，月租金为 2 元/平方米；2021 年与 2022 年 1~3 月，金轨国资实现的物业管

理及租赁收入分别为 1.44 亿元和 0.36 亿元。

此外,2021 年公司实现上盖物业出让收入 1.22 亿元,主要系公司当年出让八一广场地块(中山路 2 号)1~2 层所得出让收入。受市场行情影响,2021 年公司上盖物业出让规模较上年有所减少,收入亦有所下滑,该出让收入未来存在一定不确定性。

公司广告业务主要由资产经营公司及电视公司负责运营,包括平面广告位、电子媒体租赁以及广告设计及制作等;文化产品主要为地铁周边纪念币、纪念卡销售等。

总体来看,公司利用地铁运营的资源优势,多元化开展资源开发业务,对公司收入形成有益补充;但考虑到房地产市场波动及宏观调控等因素影响,未来物业管理及租赁收入值得关注。

### **商品销售业务是公司收入的重要来源,对公司业务结构多元化起到一定的改善作用,但燃料油贸易业务由于毛利率较低,该业务持续性存在一定不确定性**

公司钢材业务由子公司资产经营公司负责运营。资产经营公司以南昌地铁范围内轨道工程与地产工程的钢材甲供与钢材自主经营业务为主,同时也自主经营轨道建设项目外的钢材贸易业务。上游客户为中铁物贸集团深圳分公司和江西省出版传媒集团有限公司供应链管理分公司;下游客户一般为地铁施工单位,货款周期一般为 2~3 个月。2021 年及 2022 年 1~3 月该业务分别实现收入 2.21 亿元和 0.14 亿元,其中受益于钢材贸易业务规模扩张,2021 年该业务收入较上年有所增长。

2021 年公司新增燃料油贸易业务,由子公司资产经营公司负责经营。燃料油销售方式基本采用先款后货的方式,由下游客户向资产经营公司提出购货需求(数量),资产经营公司向上游供应商询问价格及到港时间,资产经营公司根据进货价在进价基础上增加利润后反馈给下游客户,下游客户认可价格和时间后与资产经营公司签约并支付预付款,同

时资产经营公司和上游供应商签约并支付全款。货到港后上游供应商通知资产经营公司,资产经营公司通知下游客户,结算完尾款后开提单给下游客户提货。仓储费用发生期间为货到仓库直至下游客户实际提货之日,由资产经营公司将仓储费用计入油价“一票制”开给下游客户,2021 年及 2022 年 1~3 月,该业务收入分别为 25.50 亿元和 0.00 亿元,由于该业务毛利率较低,公司后续将逐步减少或暂停该业务投入。

总的来看,商品销售业务是公司收入的重要来源,对公司业务结构多元化起到一定的改善作用,但燃料油贸易业务的持续性存在一定不确定性,后续需持续关注。

## **财务分析**

以下分析基于公司提供的经中证天通会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年财务报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表,分析时 2019~2021 年财务数据均为审计报告期末数,2022 年一季度财务数据为财务报表期末数,各期财务报告均按照新会计准则编制。

### **2021 年以来公司营业总收入继续稳定上升,受毛利率较低的燃料油贸易业务影响综合毛利率大幅度下降,公司业务盈利性欠佳,利润总额对政府补助依赖性较强**

2021 年以来公司营业总收入呈大幅上升趋势;其中公司资源开发业务收入主要系物业出租及管理收入、广告经营及文化产品等经营收入,受 2021 年上盖物业出让收入同比减少影响,当年资源开发业务收入有所下滑;商品销售业务收入主要系钢材销售及新增燃料油贸易业务收入,随着业务规模的扩张近年来呈大幅增加趋势;受益于轨道运营线路以及客运量的增长,线路运营业务收入呈稳定增长趋势。2022 年 1~3 月,公司实现收入 1.64 亿元,主要来源于资源开发业务和线路运营业务。毛利率方面,由于公司将轨道线路运营收入纳入核算,导致该业务营业毛利率为负;商品销售业务毛利率

2021 年大幅下降，主要系毛利率较低的燃料油贸易业务收入规模占比较大所致；资源开发业务毛利率 2021 年同比大幅上升，主要系当年毛利率较低的上盖物业出让收入规模较小所致。

**表 5：公司主要板块收入和毛利率情况（亿元）**

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
商品销售业务	6.19	8.62	27.78	0.14
资源开发业务	2.14	8.46	4.31	0.78
线路运营业务	-	1.65	2.72	0.64
其他业务	0.66	0.57	0.29	0.07
合计	8.99	19.29	35.10	1.64
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
商品销售业务	20.06%	10.09%	1.69%	7.47%
资源开发业务	90.22%	50.30%	75.78%	81.36%
线路运营业务	-	-194.63%	-154.66%	-210.83%
其他业务	17.79%	8.57%	46.08%	35.64%
<b>营业毛利率</b>	<b>36.63%</b>	<b>10.17%</b>	<b>-0.97%</b>	<b>-40.66%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用以管理费用和销售费用为主，其中管理费用主要系职工薪酬及固定资产折旧费用等；受公司将大部分利息费用资本化影响，公司财务费用规模较小。2021 年受益于公司收入的大幅增加，三费收入占比较 2020 年有所下降；总体来看，公司期间费用近年来逐年减少，且三费占比亦呈下降趋势，费用管控能力有所改善。

公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动损益和营业外损益构成，利润总额对政府补助的依赖性较强；2021 年，公司实现其他收益为 14.43 亿元，主要为轨道交通建设资金和运营补贴；此外，2021 年公允价值变动收益主要系按公允价值计量的投资性房地产产生的收益；同期公司营业外损益较上年大幅增加，主要系公司无偿取得青山湖万象汇商业中心 12#购物中心所产生的 3.92 亿元利得所致。

2021 年以来受益于商品销售业务回款结算较好影响，公司收现比指标大幅好转。但公司回款进度受市场行情影响存在一定不确定性，后续需持续关注。

**表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	8.99	19.29	35.10	1.64

三费合计	2.01	1.92	1.38	0.30
三费收入占比	22.40	9.95	3.93	18.39
经营性业务利润	4.32	4.54	12.04	0.26
其他收益	3.63	5.04	14.43	1.38
公允价值变动收益	1.11	1.42	1.35	-0.26
营业外损益	2.95	-0.34	3.81	-0.004
利润总额	8.28	5.46	17.14	0.00003
收现比	0.78	0.67	1.21	1.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2021 年以来公司资产和负债规模均继续呈增长趋势，总资本化比率尚处于合理水平，债务结构合理；但公司资产中轨道线路工程投入与房产建筑占比较高，资产流动性较弱**

随着业务持续发展，公司总资产规模呈快速增长趋势，公司资产以非流动资产为主，2021~2022 年 3 月末非流动资产占总资产的比重均在 88%以上。公司非流动资产主要由投资性房地产、在建工程、固定资产及其他非流动资产构成，截至 2022 年 3 月末，分别占非流动资产比例为 19.05%、28.72%、42.74%和 7.30%；其中投资性房地产主要为子公司金轨国资所拥有的房屋、建筑物及土地使用权等，在建工程主要系南昌轨道 3 号线、4 号线的投入等，固定资产主要为轨道线路转固所形成的资产，2021 年末公司在建工程大幅减少且固定资产大幅增加，主要系轨道线路 2 号线及 2 号线南延线由在建工程转为固定资产所致；其他非流动资产主要由对江西省铁路投资集团有限责任公司的投资款、预付工程款和土地及拆迁补偿款构成。

公司总负债继续呈扩张态势，主要由其他流动负债、长期借款和应付债券构成。2021 年末，公司其他流动负债大幅增加 40.28 亿元，主要系当期新增较大规模短期应付债券所致；随着轨道交通项目建设工程的推进，配套项目贷款规模相应增长，公司长期借款规模持续上升；应付债券的持续增长主要系公司发行债券规模的增加所致。2021 年以来公司财务杠杆率持续上升，但始终处于适中水平；公司短期债务占比虽有所增加，但公司债务仍以长期债务为主，符合轨道运营回收周期较长的业务特点。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，亦呈快速增长趋势。其中实收资本近年来均为 26.15 亿元；资本公积主要系股东的资产及资金注入等，呈逐年增加趋势，2021 年末较上年末大幅增长主要系当年公司收到南昌市财政局拨付的 37.00 亿元轨道建设资本金所致。公司未分配利润主要系公司近年来的经营积累。

从资产收益性来看，公司拥有较大规模的投资性房地产等，能够产生稳定且为可观的现金流；且近年来轨道线路的票务收入稳步增长。从资产流动性来看，公司资产中轨道线路工程投入与房产建筑占比较高，资产变现周期相对较长，资产流动性较弱。

公司应收类款项/总资产呈波动上升趋势，但整体处于较低水平，对公司的资金占用较小；公司其他应收款主要为公司与省内国有企业的往来款和借款等。

**表 7：近年来公司主要资产情况（亿元、X、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
投资性房地产	160.38	175.23	181.54	181.54
在建工程	450.68	339.95	262.87	273.66
固定资产	9.56	219.57	407.52	407.25
其他非流动资产	51.28	68.71	62.87	69.58
总资产	787.65	919.64	1,060.69	1,065.98
应付账款	23.59	45.28	67.93	66.63
其他流动负债	0.00	0.00	40.28	40.27
长期借款	218.89	228.99	235.03	246.13
应付债券	55.29	79.23	89.28	94.29
总负债	365.70	447.42	539.75	550.24
实收资本	26.15	26.15	26.15	26.15
未分配利润	59.59	63.28	74.15	73.91
所有者权益	421.96	472.22	520.94	515.74
短期债务/总债务	0.06	0.13	0.23	0.22
总资本化比率	43.29	44.78	46.19	47.07
应收类款项/总资产	3.27	2.80	4.17	4.45

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司经营获现能力有所波动，投资活动主要依赖于对外筹资；2021 年以来短期债务增加较快，面临一定的短期偿债压力**

公司经营活动现金流入主要系商品销售、资源开发收入、票务收入、政府补贴及往来款等，经营活动现金流出主要系购买原材料、支付的原材料运输费及往来款等，2021 年以来公司经营活动净现金流持续减少，且 2022 年 1~3 月为净流出状态，主要系采购商品规模较大导致购买商品、接受劳务支付的现金支出增加所致。投资活动现金受轨道交通项目持续大规模投入影响呈高位净流出状态。公司获现能力一般，经营及投资活动主要依赖于对外筹资，筹资活动净现金流持续扩张。

受益于 2021 年公司获得的政府补助规模大幅增加，当期利润总额和 EBITDA 均大幅上升，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所改善，能够覆盖当期债务利息。但公司经营活动现金净流入规模很小，对债务本息的覆盖能力很弱。

公司债务以长期债务为主，但受 2021 年以来短期债务大幅增加，货币资金对短期债务能覆盖能力有所下滑，公司面临一定的短期偿债压力。

**表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	39.88	43.43	47.01	29.02
经营活动净现金流	3.98	2.68	0.60	-0.16
投资活动净现金流	-66.66	-87.25	-80.35	-20.92
筹资活动净现金流	70.39	88.10	83.82	3.08
短期债务	19.29	50.62	103.44	100.65
EBITDA	8.39	6.65	18.17	-
经营活动净现金流利息覆盖系数	0.28	0.30	0.07	-
EBITDA 利息覆盖倍数	0.64	0.74	2.26	-
总债务	322.14	383.01	447.24	458.73
货币资金/短期债务	2.07	0.86	0.45	0.29
总债务/EBITDA	36.07	57.57	24.61	-
经营活动净现金流/总债务	0.012	0.007	0.001	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司备用流动性充足，受限资产比例较低，且不存在对外担保事项**

截至 2022 年 3 月末，公司总债务为 458.73 亿元，2022 年 4~12 月、2023~2025 年分别到期 50.00 亿元、29.10 亿元、18.84 亿元和 39.90 亿元，未来一年公司面临较大的集中偿付压力。

**表 9：截至 2022 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）**

到期时间	2022.4-12	2023	2024	2025
到期金额	50.00	29.10	18.84	39.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 957.63 亿元，其中未使用授信额度为 659.05 亿元，备用流动性充足。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计为 45.00 亿元，包括 44.86 亿元的 1 号线部分站点和设备以及 0.14 亿元受限的货币资金，合计占总资产的比例为 4.42%。

截至 2022 年 3 月末，公司不存在对外担保事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 4 月 7 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

## 外部支持

### 公司作为南昌市唯一的轨道建设运营主体，地位仍然十分重要，继续获得政府大力支持

南昌市作为江西省的省会城市，近年来经济及财政实力逐年增强，且居于江西省首位，作为大南昌市都市圈“一核”的重要组成部分，战略地位十分重要，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。公司仍作为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，业务区域专营性很强，地位十分重要。

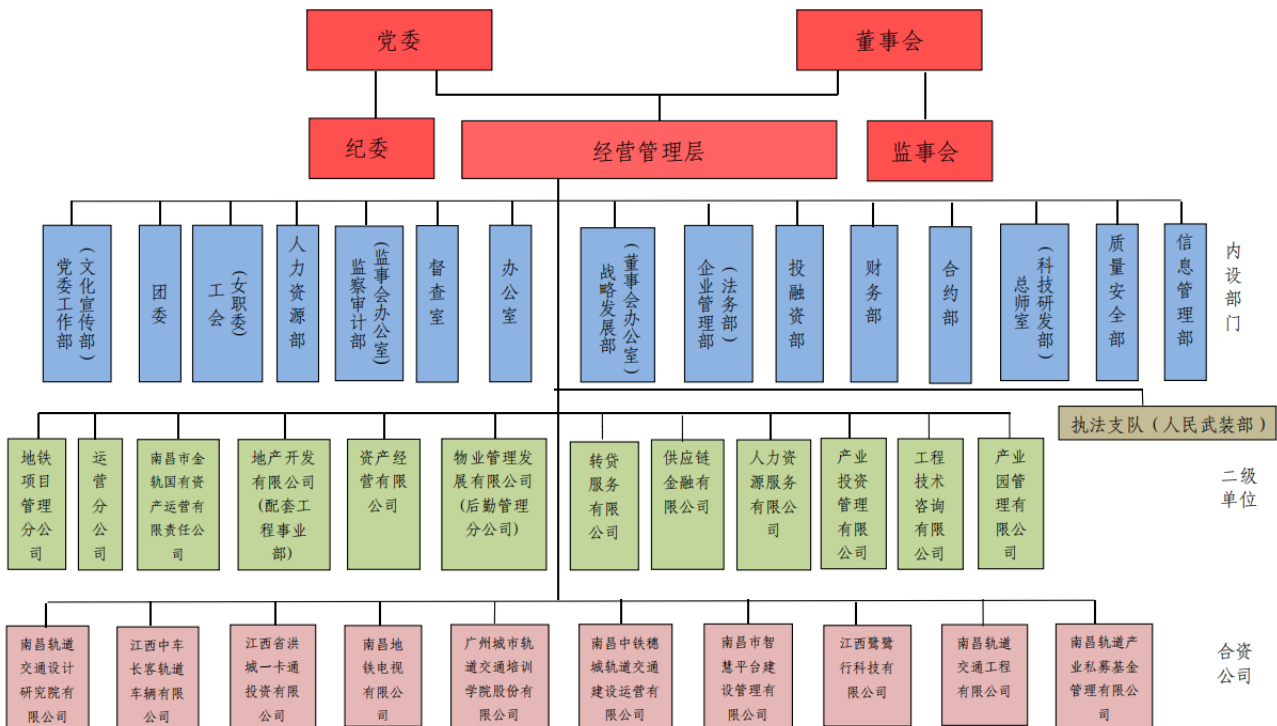
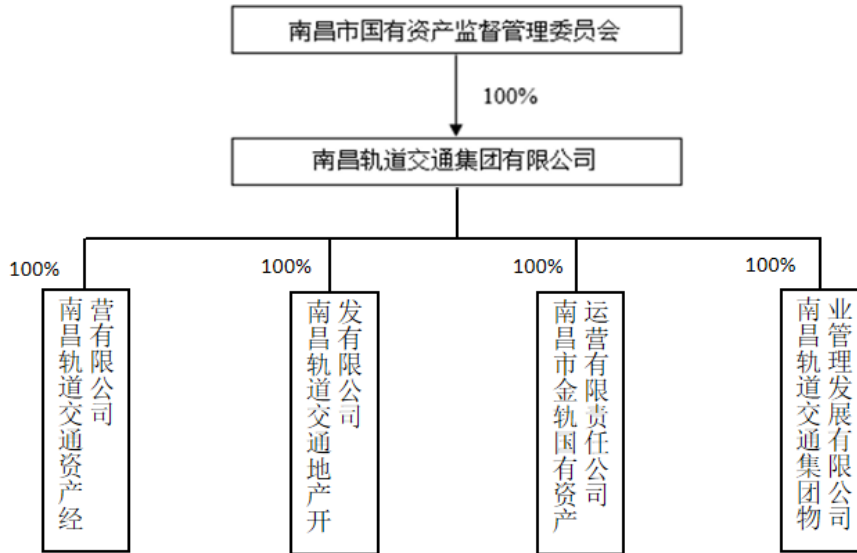
从历史获得支持情况来看，上级股东主要从轨道建设资金来源及偿债保障支持、资金注入、政府补助及国有资本收益返还四个维度进行支持。其中，资金注入方面，2021 年公司收到政府专项债资金 37.00 亿元；政府补助方面，2021 年公司获得政府补助 14.43 亿元，主要系企业发展基金（轨道交通建设基金）和运营补贴；国有资本收益返还方面，根据“洪府厅抄字[2018]713 号”，南昌市人民政府同意在轨道交通建设期内，对公司每年上缴的国有

资本收益采取“即征即返”方式，返还资金作为国有资本全额注入公司，2021 年公司收到国有资本收益返还 0.67 亿元。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持南昌轨道交通集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

### 附一：南昌轨道交通集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



注：股权结构图仅列示部分子公司  
资料来源：公司提供

## 附二：南昌轨道交通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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	398,779.73	434,266.78	470,154.96	290,220.01
应收账款	49,724.26	60,217.42	38,454.44	36,531.50
其他应收款	123,114.88	197,233.19	403,462.39	438,034.46
存货	271,867.05	142,223.87	153,075.23	167,428.60
长期投资	81,830.94	149,286.50	185,842.22	186,031.04
在建工程	4,506,807.38	3,399,485.84	2,628,741.34	2,736,614.92
无形资产	1,490.07	1,425.48	246.90	265.74
总资产	7,876,513.44	9,196,432.52	10,606,898.57	10,659,819.27
其他应付款	161,481.56	139,647.48	173,471.94	166,208.39
短期债务	192,906.10	506,208.72	1,034,387.64	1,006,524.37
长期债务	3,028,526.88	3,323,856.64	3,438,011.02	3,580,730.65
总债务	3,221,432.99	3,830,065.36	4,472,398.66	4,587,255.02
总负债	3,656,955.65	4,474,215.58	5,397,450.20	5,502,379.21
费用化利息支出	948.14	2,044.26	1,483.48	-
资本化利息支出	139,400.42	87,604.20	79,058.54	-
实收资本	261,518.00	261,518.00	261,518.00	261,518.00
少数股东权益	12,827.10	19,080.35	6,740.17	7,134.24
所有者权益合计	4,219,557.79	4,722,216.94	5,209,448.37	5,157,440.06
营业总收入	89,918.59	192,949.19	351,022.21	16,362.44
经营性业务利润	43,169.29	45,392.38	120,361.08	2,642.50
投资收益	-28.21	-351.20	7,771.03	0.00
净利润	78,341.48	50,744.76	166,936.74	474.12
EBIT	83,767.90	56,637.31	172,857.10	-
EBITDA	89,300.97	66,532.78	181,718.30	-
销售商品、提供劳务收到的现金	70,569.09	128,968.38	423,021.91	30,939.05
收到其他与经营活动有关的现金	141,961.10	81,360.94	206,810.78	12,149.31
购买商品、接受劳务支付的现金	53,374.54	109,057.81	494,576.30	12,876.68
支付其他与经营活动有关的现金	116,968.13	48,612.67	82,292.64	3,431.90
吸收投资收到的现金	355,710.14	455,479.92	376,711.54	0.00
资本支出	656,165.27	953,793.67	769,529.04	207,496.24
经营活动产生现金净流量	39,752.50	26,765.10	6,000.76	-1,589.12
投资活动产生现金净流量	-666,649.54	-872,506.46	-803,523.57	-209,156.76
筹资活动产生现金净流量	703,902.57	881,016.12	838,239.62	30,810.93

财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	36.63	10.17	-0.97	-40.66
期间费用率(%)	22.40	9.95	3.93	18.39
应收类款项/总资产(%)	3.27	2.80	4.17	4.45
收现比(X)	0.78	0.67	1.21	1.89
总资产收益率(%)	1.14	0.66	1.75	-
资产负债率(%)	46.43	48.65	50.89	51.62
总资本化比率(%)	43.29	44.78	46.19	47.07
短期债务/总债务(X)	0.06	0.13	0.23	0.22
FFO/总债务(X)	0.02	0.01	0.04	-0.00
FFO 利息倍数(X)	0.56	0.61	2.07	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.28	0.30	0.07	-
总债务/EBITDA(X)	36.07	57.57	24.61	-
EBITDA/短期债务(X)	0.46	0.13	0.18	-
货币资金/短期债务(X)	2.07	0.86	0.45	0.29
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.64	0.74	2.26	-

注：1、中诚信国际根据 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报整理；2、公司各期财务报表根据新会计准则编制；3、为准确计算公司债务，将其其他流动负债和长期应付款中的有息债务分别计入短期债务和长期债务；4、公司 2022 年一季报未经审计，且未提供现金流量表补充资料，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
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“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。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

## 附四：信用等级的符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。