

信用等级公告

联合[2014] 1821 号

联合资信评估有限公司通过南京地铁集团有限公司及其拟发行的2014年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

南京地铁集团有限公司

主体长期信用等级为

AAA

南京地铁集团有限公司

2014年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。



联合资信评估有限公司

二零一四年九月二十六日

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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

南京地铁集团有限公司

2014 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
评级展望: 稳定
本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 20 亿元
本期中期票据期限: 5 年期和 7 年期双向回拨
偿还方式: 按年付息, 到期一次还本
发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2014 年 9 月 26 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	372.44	540.79	764.52	854.97
所有者权益(亿元)	114.07	181.32	240.26	257.44
长期债务(亿元)	208.87	285.59	454.86	537.54
全部债务(亿元)	230.23	323.24	477.39	572.15
营业收入(亿元)	10.36	19.94	17.49	6.04
利润总额(亿元)	2.30	4.15	4.24	0.57
EBITDA(亿元)	5.24	8.35	8.50	--
经营性净现金流(亿元)	3.28	2.51	10.47	7.00
营业利润率(%)	5.88	5.87	9.21	-0.75
净资产收益率(%)	1.91	1.97	1.55	--
资产负债率(%)	69.37	66.47	68.57	69.89
全部债务资本化比率(%)	66.87	64.06	66.52	68.97
流动比率(%)	124.99	197.79	218.25	310.02
全部债务/EBITDA(倍)	43.96	38.69	56.18	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.26	0.42	0.42	--

注: 2014 年半年报财务数据未经审计, 融资租赁款调入长期债务核算。

分析师

张强 于芷崧
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对南京地铁集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为南京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垄断地位, 以及政府支持力度大等方面的优势。同时, 联合资信也关注到地铁项目建设周期长、投资额大、投资回收期长以及公司债务量大等因素对公司经营产生的不利影响。

公司多条在建地铁线路即将投入运行, 线网网络效应增强, 地铁资源将更加丰富, 新票价制度即将执行, 公司自身的收入能力将大幅增强; 公司土地资源丰富, 未来预期收益良好; 同时, 考虑到南京市政府财政实力不断增强及对公司支持的持续, 公司整体抗风险能力有望增强。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿付能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

优势

1. 南京市经济持续增长、财政收入水平快速提高, 为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是南京市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体, 具有区位优势。
3. 南京市政府对公司支持力度大, 对各条地铁线路均给予专项财政资金支持并无偿划拨地铁沿线土地作为项目建设及未来还本付息的保障。
4. 公司在建地铁线路将逐步投入运行, 线网网络效应增强, 地铁资源将更加丰富, 新票价有利于公司收入增长; 同时, 公司土

地资源丰富，土地运作预期收益良好，亦有利于提高自身盈利能力。

关注

1. 公司债务规模随着地铁项目投资的持续增长而持续扩大；未来随着南京市轨道交通整体规划的快速推进，公司未来一段时间内仍将维持较大的资本支出规模，公司债务率将维持在较高水平。
2. 地铁项目具有前期投入大、投资回报周期长、定价机制非市场化等特点，加之近几年南京市处于地铁建设高峰期，所以在票价向上刚性和各项成本的挤压下，短期内公司自身盈利水平不高。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与南京地铁集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与南京地铁集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因南京地铁集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由南京地铁集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、南京地铁集团有限公司 2014 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

南京地铁集团有限公司（以下简称“公司”）前身为1999年5月28日成立的南京市地下铁道工程建设指挥部（以下简称“南京地铁指挥部”）。成立初期，南京地铁指挥部与南京市地下铁道总公司合署，主要负责南京市地铁工程的规划、设计、筹资、建设、运营及与地铁相关的物业开发等工作，后于2000年1月18日经南京市政府批准组建成立南京地下铁道有限责任公司，2012年7月17日变更为南京地铁集团有限公司。截至2013年底，公司注册资本增至117.14亿元，其中：南京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南京市国资委”）出资82.14亿元，占注册资本70.12%；厦门国际信托有限公司（以下简称“厦门信托”）出资28.00亿元，占注册资本23.90%；紫金信托有限责任公司（以下简称“紫金信托”）出资7.00亿元，占注册资本5.98%¹。公司实际控制人为南京市国资委。

截至2013年底，公司共有全资子公司6家，控股子公司1家。公司总部下设办公室、规划企划部、财务部、监察室、人力资源部、资产管理部、组织宣传部7个业务管理部门。公司主要经营范围：轨道交通工程建设、地下工程建设、轨道交通运营、工程设计、工程监理、技术咨询；建筑材料、五金文化销售；岩土工程、路桥建设、土木工程、线路管道设备安装、勘察及测量、防水工程；房地产开发、土地开发、物业管理、自有房屋及设备租赁；设计、制作、代理、发布国内各类广告；

¹ 厦门信托和紫金信托以其各自设立的信托资金共同向公司进行股权投资（以下简称“本次投资”），金额合计50亿元（厦门信托40亿元，紫金信托10亿元），期限为6年。南京市国资委将于本次投资生效第四年受让厦门信托持有公司4.78%股权，紫金信托持有公司1.2%股权；第五年受让厦门信托持有公司9.56%股权，紫金信托2.4%股权；最后一年受让厦门信托9.56%股权，紫金信托2.4%股权。同时，南京市国资委将于本次投资期限内每年核算日（5月21日、11月21日及届满之日）前3个工作日内向厦门信托和紫金信托支付股权投资溢价款。

停车场服务。

截至2013年底，公司资产总额为764.52亿元，所有者权益合计（含少数股东权益0.33亿元）240.26亿元，2013年度实现营业收入17.49亿元，利润总额4.24亿元。

截至2014年6月底，公司资产总额为854.97亿元，所有者权益合计257.44亿元，2013年度实现营业收入6.04亿元，利润总额0.57亿元。

公司注册地址：南京市玄武区中山路228号地铁大厦；法定代表人：余才高。

二、本期中期票据概况

公司计划于2014年发行20亿元中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据分为5年期和7年期两个品种，两个品种不预设发行规模，实行双向回拨调整。本期中期票据采取固定利率发行。利息支付上，本期中期票据两个品种每年付息一次，最后一期利息随本金一起支付。

本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化

改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全年社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金【2013】2050号文，明确支持

棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有

利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业现状

城市轨道交通建设

城市轨道交通是城市公共交通系统的一个重要组成部分，包括地下铁道（地铁）、城市铁路（含市郊铁路）、轻轨、独轨及新交通系统等多种模式。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，能够有效的解决城市交通拥堵问题，是一种大容量运输服务交通方式，具有良好的社会效益。未来中国整个城市轨道交通建设市场的容量相当巨大。

（1）行业需求分析

城市化水平是一个国家现代化程度的重要标志，自1998年以来，中国城市规模快速扩大，城市化水平每年都保持1.5~2.2%的速度增长，2011年中国城镇化率首次超过了50.00%，预计到本世纪中叶，城镇化率将达到80%。城市化的发展使城市人口越来越多，根据2011年中国城市人口排名，中国100万人口以上的大城市已发展到42个，50~100万人口之间的大城市也达到60个，预计到2020年城镇人口将超过11亿。

城市人口的增长使得大中城市的交通形势日趋严峻，中国传统的公共交通方式主要采用运量较小的公共汽车和无轨电车，无法有效的缓解客流高峰，此外，大城市道路设计不合理，行人车辆不遵守交通规则等原因也诱发了交通阻塞问题。近年来，随着中国城市汽车保有量的急剧上升，特别是私家车拥有率的不断提高，城市交通体系越来越难以承受庞大的重负。2004年与2000年前相比，公共交通承担的运量从35%下降到26.5%；小轿车承担的运量从6%上升到23.2%，城市交通拥挤现已成为城市发展的“瓶颈”。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。

“十一五”期间，中国各地众多大型城市均对轨道交通的建设进行了规划，国内轨道交通事业迅猛发展。北京、上海、广州三个特大城市轨道交通网络已经初步形成，截至 2013 年底，中国已有北京、上海、广州、重庆、南京、武汉、深圳、成都、西安等 20 座城市先后建成并开通运营了 84 条城市轨道交通线，运营里程 2502.08 公里。

轨道交通建设方面，2012 年，深圳、青岛、成都、长春等 7 个城市新开工轨道交通线路共计 11 条段，里程 252 公里，车站 167 座。截至 2012 年底，全国共计有 28 个城市继续建设轨道交通线路工程，续建线路共计 63 条段，里程 1399 公里，车站 970 座。截至 2013 年底有 24 个城市新开工轨道交通线路，规模达 40 余条段、846 公里。

规划项目获批方面，2012 年获得国家与有关部门批准建设的轨道交通工程线路共计 14 条段，批复建设里程共计 419.69 公里、车站 308 座，批准投资共计 2650.19 亿元。根据国家“十二五”规划，将实施公共交通优先发展战略，大力发展城市公共交通系统，提高公共交通出行分担比率。“十二五”时期将是中国转变交通发展方式、构建综合交通运输体系的关键时期。目前中国内地共有 31 座城市得到了国家批准，计划至 2015 年前后规划建设 96 条轨道交通线路，建设线路总长 2500 多公里，总投资超过 1 万亿元。对于城市轨道交通而言，面临着新的发展形势和要求，大力发展轨道交通势在必行，这为轨道交通建设提供了千载难逢的发展机遇。到 2020 年，中国城市轨道交通累计营业里程将达到 7395 公里，保守投入预计将达 3 万亿元。2050 年规划的线路将增加至 289 条，总里程数达 11700 公里。未来 30 年将是中国城市轨道交通建设快速发展的黄金时期。

(2) 行业竞争格局

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域，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，具有自然的垄断性，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。由于各地城市轨道交通需要先制定规划，上报各省发改委批准，因此，各省发改委批准与否是轨道交通项目能否投资运营的关键。

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，发展也快，而内地二线城市目前还处于酝酿阶段，竞争力相对较弱。

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。

(3) 轨道交通相关行业分析

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和社会效益。据测算，轨道交通建设投资对 GDP 的直接贡献为 1: 2.63，加上带动沿线周边物业发展和商贸流通业的繁荣等间接贡献则更高。

地产业

在影响城市土地价格诸多因素中，轨道交通对地价的提升最为明显，远远大于绿化以及其他相关的配套设施所带来的改变。而地价的上涨将直接提升房价，许多地铁物业的购买者看重地铁带来的出行便利，地铁沿线住宅物业与非沿线住宅物业的差价一般在 25% 甚至更多。

广告业

乘客在乘坐轨道交通的行程内，与外界联系较少，比较容易接受广告信息。位于地铁候

车站台内的月台灯箱、位于乘客进出站、购票的通道内的通道海报、通道灯箱、扶梯侧墙海报，位于轨道车辆内部的装饰性广告彩贴等形成了对乘客全程覆盖的广告环境，由于外界干扰较少，广告媒体引发的视觉冲击力较强，能够起到较为满意的宣传效果。

商品零售业

随着轨道交通网络建设的铺开，车站成为大规模的人员集散地，也带来较强的购买力，城市轨道交通附近交通便利，客流量大，可以形成大规模的商业区。

2. 各地区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，具有投资额巨大的经济特性，且投资回收期比较长。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。在项目资金的筹集上，一般由政府投入部分资本金，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、发债等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向该公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。此外，也有少部分地铁线路采用特许经营权的模式，引进各方面投资主体。目前，国内几个主要城市的地铁投融资模式如表 1 所示。

表 1 中国主要城市地铁投融资模式

	投资主体及背景	投融资模式	投融资模式特点
广州	广州地铁总公司，广州市政府 100%持股。	全部资金来自政府投入和以政府信用为担保的信贷资金，其中政府投入占轨道交通总投入资金的 60%，其余是商业银行贷款。	广州市轨道交通建设、运营和资源开发全部由广州地铁总公司负责，实行一体化经营，投融资由广州市发改委专设“地铁筹资办公室”统筹解决，投融资模式单一，财政压力较大。
上海	上海申通集团有限公司，股东为上海市久事公司（控股 66%）和上海市城市建设投资开发总公司（持股 34%）。	直接投资开发，其中股东投资 30%；国内外贷款 50%；发行债券、资产置换、上市融资等直接融资方式 20%。	基本实现了融资渠道的多元化，但政府财政支持和银行信贷资金仍占主要部分，直接融资比重仍然偏低，政府财政压力较大，信贷资金需求规模较大。
北京	北京市基础设施投资有限公司。	主要采用政府投入资本金，企业进行对外融资的模式，但北京地铁奥运支线采用 BT 模式。	BT 模式可以缓解政府项目短期资金压力，拓宽基础设施的融资渠道，可以降低项目建设成本，提高建设效率。
	北京京港地铁有限公司，北京首都创业集团有限公司和香港地铁集团各占 49%，北京市基础投资有限公司占 2%。投资建设北京 4 号线地铁	PPP（public—private—partnership）模式，即公共部门与私人企业合作模式，北京地铁 4 号线是国内地铁建设中首个以 PPP 模式进行合作投资的项目，由京港地铁建设，并获得 30 年的特许经营权，在 30 年的特许经营期内负责 4 号线运营和管理，在特许经营期结束后，将项目设施完好、无偿移交给北京市政府。	PPP 模式下，项目经营的直接收益和通过政府扶持所转化的效益是偿还贷款的资金来源，可以使民营资本更多地参与到项目中，以提高效率，降低风险。

资料来源：公开信息整理

上表中列示了中国主要城市地铁建设的投融资模式，其中按照由上至下的顺序，其投融资的灵活性和多样性逐步提高，而集中、单一的特点则逐步降低。目前，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，其来源仍将是政府投资和银行贷款。由于地铁运营具有公益性特征，外部效益不能直接体现在运营企业自身利益中，城市轨道交通项目靠项目自身收益很难实现还贷的责任，要在很大程度上依赖政府的财政补贴。

3. 行业主要关注点

（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，伦敦轨道交通占城市公共交通运量是 40%、巴黎是 70%、东京是 80%、纽约是 60%，亚洲的新加坡、中国台北、中国香港等地的轨道交通也都承担着不低于 40%的城市交通量。其中，巴黎建有 211 公里的地铁线路和 380 个地铁车

站，在城市的任何一个地方，500米之内都可以找到地铁，因此巴黎地铁承担着本市70%以上的客流运输任务，平均每天运载乘客450万人次，而中国这一指标不超过15%，城市轨道交通如果线路单一，不能形成覆盖网络，运输规模小，综合能力不配套，则势必造成单位成本较高，影响到行业整体经济效益水平，目前中国各城市地铁运营环节均处于亏损状态，其主要原因就是地铁未形成有效的规模。

(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) 地铁设备国产化程度不够，总体技术水平偏低

中国轨道交通设备制造技术经过几十年的发展，虽然取得了很大的成绩，但在整体水平上与国外相比还有很大距离。目前，国产信号控制系统与国际水平差距较大；国内还没有一家企业能够单独突破信号系统核心技术，国内现有合资企业，还没有突破性进展，此领域基本上是由外国公司领先。同时，国内运营管理技术也和世界水平差距较大，自动化、信息化水平较低。就整个系统的运营风险、整体的运营安全、列车的调度、列车自动控制系统而言，国内可以提供部分较为先进的系统和一些局部设施，但是整体效果得不到有效发挥，高附加值的零部件仍然要从国外进口，国产化程度不够。目前，中国正在建造的轨道交通线路基本上采取的是中外合作方式，核心技术仍然掌握在外方手中，难以实现真正的国产化，这

也是造成中国轨道交通产业建设和运行成本高的原因之一。

4. 行业发展趋势

中国城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，2010~2020年将是中国城市轨道交通发展的关键时期。在经济快速发展、城镇化水平提高、机动化发展加速的环境下，公共交通运输压力日益增大，轨道交通需求空间巨大。

目前，中国轨道交通在建项目和规划中待建项目主要位于经济较为发达的城市，其城市化水平均在不断提高，总体供给缺口仍然较大。未来轨道交通需求和供给均处于增长状态，但需求增长较平稳，而供给将呈爆发式增长趋势，供给缺口将逐步被弥补，在建和规划中待建项目在建成后将逐步达到供求平衡。

从行业投资体制和运营模式上来看，轨道交通行业未来将逐步由单一的政府投资转变到投资主体的多元化，有利于增强其资金保障。政府将可能建立更完善的国有资产增值保值机制，同属于一个城市的轨道交通可能被划分给不同的主体经营，实现其在管理效率、经营水平等方面的竞争。

在产品价格方面，政府将从社会的角度出发，将轨道交通确定为公共产品，对其价格进行控制和调整，各地轨道交通票价都面临一定的价格下调压力。降低轨道交通票价可以吸引更多的人选择轨道交通出行方式，大幅度减轻地面交通运输压力，缓解城市交通拥堵，改善城市环保状况和减少由于交通堵塞带来的效率和经济损失，具有较大的社会效益，而现有的地铁经营企业大多为政府背景的公益性企业，不追求经济效益，因此票价下调将成为轨道交通行业发展的趋势，未来轨道交通行业票价呈下降趋势。

5. 区域经济环境

公司主要从事南京市地铁投资建设及沿

线土地综合开发等工作，南京市经济状况与地铁综合开发规划对公司的发展有重要意义。

(1) 南京市区位状况

南京是江苏省省会，现辖玄武、鼓楼、建邺、秦淮、雨花台、栖霞、江宁、六合、浦口、溧水、高淳 11 个区。辖区总面积 6597 平方公里，市区面积 4730 平方公里，城市化水准超过 75%。全市常住人口约 818.78 万人。南京是中国交通最便捷的城市之一，是东部地区重要的航空港，铁路枢纽及国家级公路枢纽，拥有国内最大内河港口，公共交通发达。

(2) 南京市经济状况

2013 年，南京市国民经济保持稳定增长。全年全市实现地区生产总值 8011.78 亿元，比上年增长 11.0%。其中，第一产业增加值 204.64 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 3450.58 亿元，增长 11.1%，其中全部工业增加值 2997.63 亿元，增长 11.1%；第三产业增加值 4356.56 亿元，增长 11.3%。三次产业结构为 2.3: 43.3: 54.4。按常住人口算，人均地区生产总值为 98011 元。

2013 年，南京市固定资产投资保持较快增长，全社会固定资产投资完成 5265.55 亿元，较上年增长 12.4%；全年完成房地产开发投资 1120.18 亿元，比上年增长 10.3%。

2013 年，南京市全市实现财政总收入 1591.59 亿元，比上年增长 11.5%，其中公共预算收入 831.31 亿元，比上年增长 13.4%。在公共财政预算收入中，各项税收收入完成 684.47 亿元，比上年增长 13.5%，占公共财政预算收入比重为 82.3%。全年公共财政预算支出 851.01 亿元，比上年增长 10.6%。

2013 年，南京市城乡居民生活水平继续提高，城市居民人均可支配收入为 39881 元，名义增长 9.8%；农村居民人均纯收入 16531 元，名义增长 11.8%。

总体来看，南京市区域经济实力 and 财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境；城乡居民收入水平的提高，加大了对城市基础设施和公用事业的需求。公司业务发展前

景良好。

(3) 南京地铁项目建设背景

根据南京市城市总体规划及《南京城市轨道交通线网规划》，南京市确定了“将建立以公共交通为主体、以轨道交通为骨干的客运交通体系”的城市交通发展战略和“轨道交通的分担率 2015 年占公共交通客运总量的 25%，远景年为 50% 左右”的轨道交通规划目标。其远期（2020 年）轨道交通建设规划线路 8 条，线路总长 248 公里。近期轨道交通建设以缓解老城区、特别是中心区交通紧张矛盾为重点，同时带动河西新城区以及三个新市区的开发建设，为疏浚老城人口和提升功能提供必要的交通条件。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司于 2000 年 1 月 18 日经南京市人民政府批准组建成立，截至 2013 年底，公司注册资本为 117.14 亿元，其中：南京市国资委出资 82.14 亿元，占注册资本 70.12%；厦门国际信托有限公司出资 28.00 亿元，占注册资本 23.90%；紫金信托有限责任公司出资 7.00 亿元，占注册资本 5.98%。公司实际控制人为南京市国资委。

2. 企业规模

政府对城市轨道交通行业具有主导作用。自 1999 年 4 月 15 日南京地铁南北线一期工程项目经国务院批准正式立项起，公司即开始负责南京地铁建设的相关工作，属于垄断行业。

公司的主要任务和经营范围为以下几项：

- 1) 根据政府授权，履行地铁工程甲方业主职能，实施对南京市快速轨道交通建设全面管理，包括总体规划，工程项目前期运作，委托设计、监理、施工、组织验收和交付使用；
- 2) 管理地铁设施和运营；
- 3) 按市场经济运作方式进行筹资融资；
- 4) 利用地铁沿线地理优势和政府优惠政策进行资源开发、经营、销售、广告、商贸服务等综合经营开发业务，为地铁

建设筹资和弥补运营经费。公司在南京市地铁投资运营业务方面具有绝对地位。

总体来看，公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有绝对地位，竞争优势明显。

3. 人员素质

公司本部有董事长、总经理、副总经理、总会计师等 10 名高管人员，均具有本科以上学历。公司高层领导均具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长余才高先生，1965 年 1 月出生，硕士研究生学历。曾任南京市市政设计院助理工程师，南京市地铁筹建处总工程师，南京市建委城建处副处长，南京市地铁筹建处副主任，南京地下铁道有限责任公司总工办副主任、主任，公司副总经理、总经理等职。现任公司董事长职务。

公司总经理朱斌先生，1960 年 8 月出生，硕士研究生学历。曾任中建八局三公司技术人员，南京市招标办科员，南京市建委基建处副、正主任科员，南京市建委外经处副处长、南京市建委基建处处长，南京地下铁道有限责任公司计划处处长，公司副总经理、党委副书记，现任公司总经理职务。

截至2014年6月底，公司合并口径共有在职职工7416人。其中，职称方面，高级职称员工189人，占2.5%；中级职称员工367人，占5%；初级职称员工1934人，占26%。学历方面，大专及以上学历7243人，占比98%；高中专及以下174人，占比2%。年龄方面，公司35岁及以下6633人，占比89.40%；36至50岁737人，占比10%；51岁以上46人，占比0.6%。

总体来看，公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验；在职人员专业职称、学历水平较高，能够满足日常工作需要。

4. 政府政策与支持

由于城市轨道交通业具有较强准公共产品特征，且建设投资额大，加之票价由政府制

定，因此投入运营后通常都会亏损，以上因素决定政府需要通过相应的机制对地铁项目进行建设资金和偿债支持。

(1) 项目建设资本金支持

公司地铁项目建设资本金来自轨道交通发展专项基金以及区政府征地拆迁投入。

轨道基金方面，2004 年，为推进地铁建设顺利实施，保证地铁项目的资金的需求，南京市政府印发《南京市轨道交通发展专项基金管理暂行办法》（宁政发【2004】194 号），明确轨道交通发展专项基金（以下简称“轨道基金”）实行财政专户管理，并全部作为市政府对地铁的项目资本金投入。轨道资金来源包括：财政预算安排的地铁建设专项资金，土地出让金用于地铁建设的部分，市土地储备中心运作划拨地铁土地所取得的净收益，人防结建费的集中部分，地铁有限公司代扣代缴施工企业营业税，地铁有限公司及所属全资或控股子公司减免的营业税、所得税，地铁有限公司及所属全资或控股子公司减免的有关建设规费，国家、部、省补助的专项拨款以及其他来源。

区政府征地拆迁投入款方面，公司每条地铁线路均配套有相应的融资方案。在融资方案中，规定了相关的轨道基金投入和区政府征地拆迁投入情况。目前在建地铁线路资本金筹措方案如下²：

十号线工程资本金支持

根据《南京地铁十号线工程建设融资方案》（宁政办发【2011】56 号）及宁府办文【2012】2618 号文件，地铁十号线总投资 110.60 亿元，资本金为 33.18 亿元，来源为：①市财政安排 19.67 亿元，2010-2015 年分年到位；②浦口区承担拆迁资金 4.70 亿元；③其余部分以上盖物

² 截至 2014 年 6 月底，公司在建的地铁线路包括：三号线、四号线一期、十号线、机场线、宁天城际一期及宁和城际一期。除宁和城际一期尚未出台融资方案外，其余在建地铁均制定了融资方案。融资方案明确了地铁线路建设的资本金来源和对外筹资方案。同时，在建地铁线路中，宁天城际一期和机场线采用的是 BOT 模式进行建设。另有宁高二期及宁溧城际工程进入筹建阶段，融资方案尚未出台。

业用地运作净收益解决，土地合计 1304.30 亩。按照轨道交通发展基金管理办法，上述①、③项纳入轨道基金运作。

三号线工程资本金支持

根据《南京地铁三号线一期工程建设融资方案》（宁政办发【2011】59号）及宁府办文【2012】2618号文件，地铁三号线一期工程总投资 215.48 亿元，资本金为 66.64 亿元，来源为：①市财政安排 40 亿元，2010-2015 年分年到位；②浦口区承担拆迁资金 8.73 亿元；③其余部分以上盖物业用地运作净收益解决，土地合计 773.40 亩。按照轨道交通发展基金管理办法，上述①、③项纳入轨道基金运作。在上述融资方案中明确用于平衡项目建设和还本付息的土地原则上不进行一二期的划分，二期工程资本金需追加财政拨款 15.11 亿元。

四号线一期工程资本金支持

根据《南京地铁四号线一期工程建设融资方案》（宁政办发【2011】132号）、《市政府关于补充地铁四号线一期工程融资土地的批复》（宁政复【2013】54号）等文件，地铁四号线一期工程总投资 200.12 亿元，资本金为 60.04 亿元，来源为：①市财政安排 45.24 亿元，2011-2016 年分年到位；②其余部分以上盖物业用地和储备土地运作净收益解决，其中上盖物业用地合计 1731 亩，储备土地合计 15000 亩。按照轨道交通发展基金管理办法，上述各项纳入轨道基金运作。

机场线工程资本金支持

根据《南京至高淳城际快速轨道南京南站至禄口机场段工程建设融资方案》（宁政办发

【2011】124号），南京至高淳城际快速轨道南京南站至禄口机场段工程（以下简称“机场线工程”）总投资 133.34 亿元，资本金为 40 亿元，其来源为：①市财政安排 3 亿元，建设期内分年到位；②江宁区承担沿线征地拆迁资金 15.06 亿元；③其余部分以上盖物业用地运作净收益解决，土地合计 598.50 亩。上述①、③项纳入轨道基金运作。

宁天城际一期工程资本金支持

根据《南京至天长城际轨道大桥北路至金牛湖段工程建设融资方案》（宁政办发【2013】119号），南京至天长城际轨道大桥北路至金牛湖段工程（以下简称“宁天城际轨道一期工程”）总投资 143.79 亿元，资本金为 43.14 亿元，来源为：①市财政安排 3 亿元，于建设期内逐年到位；②六合区承担拆迁资金 5 亿元，浦口区承担征地拆迁资金 0.6 亿元；③其余部分以上盖物业用地运作净收益解决，土地合计 79271 亩。按照轨道交通发展基金管理办法，上述①、③项纳入轨道基金运作。

2011~2013 年，公司获得的轨道基金划拨分别为 36.97 亿元、20.40 亿元和 30.77 亿元；2014 年 1~6 月为 17.00 亿元。轨道基金（扣除用于归还利息部分）计入公司资本公积。

2011~2013 年，区政府拆迁投入分别为 9.12 亿元、13.73 亿元和 4.21 亿元，其中区政府实际资金投入为 5.95 亿元、10.48 亿元和 0.95 亿元，资金差额由公司先行垫付。在实际运作中，为确保地铁征地拆迁迅速启动，公司一般先行筹集一定的资金借予区政府实施统一拆迁。

表 2 2011~2013 年公司获得资本金及财政补贴情况（单位：万元）

年份	项目	轨道基金				区政府拆迁投入
		财政拨款	土地运作收益	税费返还	规费	
2011 年	三号线	82000.00	--	--	--	44736.51
	四号线	17000.00	--	--	--	--
	十号线	18000.00	--	--	--	46494.25
	财政补贴	20000.00	--	--	--	--
	一号线	74000.00	--	--	--	--

	二号线	25000.00	64390.00	9831.00	--	--
	南延线		59510.00	--	--	--
	小计	236000.00	123900.00	9831.00	--	91230.76
2012年	一号线	9000.00	--	--	--	
	三号线	60000.00	--	--	--	19172.79
	四号线	13000.00	--	--	--	
	十号线	28000.00	--	--	--	19926.11
	宁和城际	22000.00	--	--	--	
	机场线	27000.00	--	--	--	17649.78
	财政补贴	30000.00	--	--	--	80520.43
	宁天城际	15000.00	--	--	--	--
	小计	204000.00	--	--	--	137269.11
2013年	三号线	119600.00	--	--	--	--
	四号线	81000.00	--	--	--	--
	十号线	20000.00	1900.00	--	--	--
	宁和城际	15000.00	--	--	--	--
	机场线	5000.00	--	--	--	--
	一号线	20000.00	--	6050	--	7564.19
	二号线	--	--	9198	--	--
	宁天城际	--	--	--	--	34508.75
	财政补贴	30000.00	--	--	--	--
	小计	290600.00	1900.00	15248.00	--	42072.94
2014年1-6月	一号线	60000	--	--	--	--
	三号线	45000	--	--	--	--
	四号线	20000	--	--	--	--
	十号线	18000	--	--	--	--
	机场线	11000	--	--	--	--
	宁和城际	16000	--	--	--	--
	小计	170000	--	--	--	--
	合计	900600.00	125800.00	25079.00	--	270572.81

资料来源：公司提供

(2) 项目融资支持

公司地铁建设项目资本金来源于轨道基金和区政府拆迁资金投入，资本金以外部分的资金需求主要依靠银团贷款、BT、BOT 模式等多种渠道筹集。为了加强公司筹资能力，政府在地铁线路的《工程建设融资方案》中明确了公司收储相应的土地用于融资担保和还本付息等。同时，在地铁线路融资方案中，明确了资本金出资来源和还本付息收益如有不足，由南京市政府或市政府授权部门通过轨道交通发展专项基金或根据该基金管理办法中的来源筹集资金，统筹解决。

(3) 土地及地铁沿线资源开发

为强化公司融资能力和自身盈利能力，南京市政府授予公司利用地铁设施提供客运运营服务经营的同时，授予了公司在地铁设施范围内，利用内部空间和设施直接或间接从事广告、通讯、商业等非运营服务，研究并推动了轨道交通沿线土地一、二级开发及地下空间的统筹规划和集约利用。

截至 2014 年 6 月底，公司共获得批复土地 163454.20 亩（包括上盖物业用地和收储土地），实际已办理用地面积 146302.05 亩，根据目前南京土地出让均价 200 万/亩计算，公司

实际拥有土地价值合计 2926.04 亿元，储备土地价值较大。

公司土地出让收益获取步骤：先由公司对批复土地进行一级整理，之后通过在公开市场招拍挂获得土地出让金，扣除土地成本和各项刚性计提后获得的收益再划拨至公司账户，同时计入公司资本公积科目。

表 3 截至 2014 年 6 月底公司土地储备情况

线路	类别	面积(亩)	已办理用地(亩)	批复情况
三号线	上盖物业用地	773.40	799.70	宁政办发(2011)59号、宁府办文(2012)2618号
	收储土地	30000.00	20419.85	
十号线	上盖物业用地	1304.30	1286.93	宁政办发(2011)56号、宁府办文(2012)2618号
	收储土地	7470.00	2449.11	
机场线	上盖物业用地	598.50	578.90	宁政办发(2011)124号
	收储土地	8550.00	6652.83	
四号线一期	上盖物业用地	1731.00	1843.70	宁政办发(2011)132号、宁府办文(2011)3073号、宁府办文(2012)2860号、市政府办公厅2013年第52号会议纪要
	收储土地	15000.00	15000.20	
一号线南延线	上盖物业用地	629.00	497.20	江宁区、地铁指挥部2007年第38号会议纪要、2010年江宁区第13号会议纪要
	收储土地	5600.00	5407.00	

二号线	上盖物业用地	2527.00	2086.30	宁政办发(2005)134号、2009年第16号市长办公会议纪要、宁府办文(2009)2469号
	收储土地	10000.00	10010.00	《市长办公会议纪要》(2006)35号
宁天城际	收储土地	79271.00	79270.33	宁政办发(2013)119号
合计		163454.20	146302.05	--

资料来源：公司提供

(3) 财政补贴

公司下属全资子公司南京地铁运营有限责任公司（以下简称“运营公司”）全面负责南京市地铁运营管理工作。根据【宁交公用（2010）1号】和【宁政规字（2012）号】文件，公司对于学生、老年人、革命干部、伤残等实行打折和免费票价政策，政府给予相应票价补贴。2011~2013年，已发生的政府票价补贴资金分别为1433.37万元、1833.91万元、2689.98万元；2014年1~6月为1350.34万元。除了上述票务补贴外，为弥补地铁亏损和增强公司盈利能力，政府近三年均给予公司一定财政补贴。2011~2013年，政府合计补贴资金分别为3.30亿元、3.22亿元和2.18亿元；2014年1~6月为1.15亿元。政府补贴收入记录在“营业外收入”科目下。

综上所述，在地铁投资建设方面，南京市政府对公司的发展均给予了很大程度的资金支持与土地保障，上述支持对公司投资建设、地铁运营和偿还债务提供了有效的保证。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等有关法律法规，建立了完善的法人治理结构，制定了《公司章程》等有关规章制度，从制度上加强和细化了公司

的管理，并按现代企业制度要求设有出资人、董事会、监事会、经营管理层。

公司不设股东会，由作为出资人的市国资委代替行使股东职权。公司董事会对出资人负责，成员为5-7人，其中职工代表董事一名，由公司职工代表大会选举产生，股东方厦门国际信托有限公司和紫金信托有限责任公司共同委派或聘任董事一名，其余董事由市国资委委派或聘任。董事任期3年，任期届满可经原委派机构批准后连任。公司董事长设一名，根据工作需要设有副董事长一名。

公司设监事会，监事会不少于5人，其中职工代表不少于三分之一，由公司职工代表大会选举产生。监事会设主席一人，监事会主席按规定程序委派。监事任期每届3年，任期届满由国资委委派或者聘任，监事会成员中的职工代表由职工代表大会连选可以连任。

公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责，并依据《公司法》和公司章程行使职权。总经理每届任期三年，总经理连聘可以连任。

总体看，公司形成了较为完善的法人治理结构。

2. 管理水平

公司总部下设办公室、规划企划部、财务部、监察室、人力资源部、资产管理部、组织宣传部7个业务管理部门。根据经营管理的特点，公司建立了一整套较详细的管理制度。

在财务管理上，公司实行会计委派制，对下属公司派遣会计人员，保证帐务的准确透明；公司在总公司层面推动全民预算管理，成立预算管理委员会，建立预算管理体系，严控预算编制和流程；形成了以资金管理为核心，以资产管理为重点，以预算管理为手段，以审计监督为保障的财务管理体系。

在人力资源管理上，公司关键专业人员正规化，操作服务型员工劳务化，有效控制人力成本。地铁每公里人数控制在36人以下，低于市场平均水平。

工程管理上，公司实施公开透明的招投标制度，设置造价管理团队，测算合理价格进行成本管理。工程制度化评审，启用远程监控系统，第三方检测结合现场检查。

运营管理上，公司对车辆管理提出降本增效，在保证安全前提下提升维修效果，隔日检查，有效避免过度维修和维修不足的问题。实施节能责任制，启用能源监管系统，对各站耗能下达指标，2013年能源节约约826万元。

总体看，公司管理制度较为健全，能够保障日常经营工作的正常运行。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是南京地铁投资建设、运营管理和资源开发的实施主体。

2011~2013年，公司主营业务收入分别为10.10亿元，19.41亿元和17.00亿元。2012年，公司地铁运营，资源开发和施工业务快速增长，带动公司业务收入快速增长。近两年公司下属子公司整合力度较大，2012年新设立子公司南京地铁资源开发有限责任公司（以下简称“资源公司”）、运营公司、南京地铁建设有限责任公司（以下简称“建设公司”）、南京捷运房地产投资有限责任公司和南京铁隧轨道交通配套工程有限公司；2013年注销了南京城市风行地铁广告有限公司、南京城市地铁实业集团有限公司（以下简称“实业集团”）、南京地铁科技咨询有限公司，股权转让南京绿之星花卉园艺有限公司、南京地铁时光文化传媒有限公司、南京新时光旅行社有限公司、南京铁隧轨道交通配套工程有限公司（以下简称“铁隧公司”）、南京捷运房地产投资有限责任公司。通过对下属子公司深入整合，公司更加聚焦于地铁建设、运营和资源开发业务的发展。2013年，公司主营业务收入同比下降12.42%，主要系货物销售收入和施工工程收入下降所致。铁隧公司盾构管片销售收入对货物销售业务收

入贡献大，2013年铁隧公司股权转让后导致货物销售收入规模下降；2013年实业集团注销后，相关业务由资源公司承接并重新进行整合，加之由其实施的配套工程也存在一定周期性，致2013年收入有所下降。

收入构成方面，2011~2013年，公司地铁运营票务收入占主营业务收入比重分别为56.49%、40.97%和47.71%。公司现有正式运营地铁线路分别于2005年9月和2010年5月建成通车，其中二号线一期及其东延线，一号线南延线均为2010年5月建成。公司根据基建会计准则，将通车后一年试运行净损益冲减在建工程，这导致2011年地铁运行收入较正常运行偏低。2012年，随着试运行结束和线网培育更趋成熟，公司地铁运营收入同比大幅增长39.23%。2013年，随着客流量增长，公司地铁运营收入同比增长2.01%。地铁业务受折旧金额大和票价限制影响，运营往往处于亏损，为弥补运营亏损，公司积极发展资源开发，服务、施工工程等业务。其中，资源开发主要系依托地铁既有资源，发展货物销售、广告、租赁、物业管理等业务；服务业务主要系公司地铁建设经验丰富，为其他城市地铁建设提供技术服

务；施工工程业务主要系工程设备租赁、土方外运、钢支撑、钢围挡建设、市政建设、设施设备维保等工程服务。

盈利能力方面，2011~2013年，公司主营业务毛利率分别为9.61%、7.82%和10.36%。2013年主营业务毛利率提升主要系公司深入整合后，各项成本控制良好所致。地铁运营业务方面，受试运行影响，公司2011年运营毛利率高于正常运营年份；2012年随着地铁在建线路转固，折旧增加导致运营毛利率下降至-30.20%；2013年，随着地铁出行习惯强化，客流量稳定增长带动地铁运营毛利率略有提升。资源开发方面，公司自有资源用于广告、租赁等业务，毛利率维持在很高水平。工程施工方面，2013年受业务整合和成本控制影响，该业务毛利率有所增长。

2014年1~6月，公司实现主营业务收入5.87亿元，占2013年全年的34.53%，主要系施工工程收入下降所致。公司施工工程业务主要系地铁建设前期工程服务，目前在建项目基本都进入建设中后期，导致该业务收入下降。施工工程业务毛利率较高，受其业务规模下降影响，公司主营业务毛利率下降至0.05%。

表4 公司主营业务收入构成和毛利率情况(单位:亿元、%)

业务项目	2011年			2012年			2013年			2014年1-6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
运营收入	5.71	56.49	-24.61	7.95	40.97	-30.20	8.11	47.71	-29.05	4.17	71.11	-25.67
货物销售收入	0.34	3.35	5.35	2.01	10.38	26.66	0.35	2.08	75.00	--	--	--
广告收入	0.79	7.84	92.79	0.86	4.43	85.73	1.24	7.32	84.55	0.43	7.37	99.84
租赁收入	0.50	4.97	--	0.25	1.29	93.73	0.77	4.51	85.24	0.26	4.47	96.18
服务收入	1.05	10.43	68.24	1.13	5.83	51.06	0.92	5.43	47.47	0.35	5.89	78.56
物业管理收入	0.08	0.78	36.89	0.08	0.41	58.74	0.18	1.09	12.07	0.22	3.82	6.45
施工工程收入	1.63	16.14	22.81	7.12	36.68	25.08	5.42	31.87	31.13	0.43	7.33	24.12
主营业务收入合计	10.10	100.00	9.61	19.41	100.00	7.82	17.00	100.00	10.36	5.87	100.00	0.05

资料来源：公司审计报告

2. 地铁运营及投资建设

(1) 地铁运营

①运营概况

目前，公司正式运营及试运行里程 180 公

里（正式运营里程 85 公里，试运营 95 公里），其中正式运营 2 条线路为 1 号线（含南延线）及 2 号线（含东延线），另有 3 条线路进入试运营（仍为基建期），分别为 10 号线、机场线，于 2014 年 7 月 1 日试运营，宁天城际线于 2014 年 8 月 1 日试运营。

运营收入方面，随着线网培育日趋成熟，公司客运总量逐步增长。2011~2013 年，客运总量分别为 2.92 亿人次、4.01 亿人次和 4.52 亿人次；2014 年 1~6 月为 2.33 亿人。同时运营收入（不包含票价补贴收入）分别为 5.71 亿元、7.95 亿元、8.11 亿元和 4.43 亿元。

运营成本方面，为维持老线正常运营以及承接将要竣工新线运营，运营公司员工快速增长，2011~2013 年运营公司正式员工分别为 3362 人（含新线储备 551 人），4294 人（含

新线储备人员 1543 人）和 6832 人（含新线储备人员 4153 人）。为管理现有人员，并降低运营人工成本，公司对组织架构进行优化调整。调整后结合新架构，坚持管理岗不突破 12%，生产岗不低于 88% 的配比原则，按照 33 人/公里标注进行配置。

服务质量方面，公司根据客流增长态势，灵活调整列车运行图，调整后，1 号线高峰上线列车达 41 列，共线区段最小间隔维持 2 分 20 秒、南延线最小间隔压缩至 2 分 34 秒；2 号线最高上线列车达 32 列，最小列车间隔 3 分钟。同时公司坚持准点运营，近三年列车正点率一直在 99.7% 以上，在 2013 年亚青会期间，公司首次将首班车提前到 5:30 发车，并延长早高峰运行时间。

表 5 公司各线运营指标

线路	运营指标	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~6 月
1 号线	票务收入（万元）	35943.88	37541.44	37778.38	27718
	客运总量（万人次）	15082.77	19218.41	20850.57	14060
	平均日客运量（万人次）	41.32	52.51	57.12	77.68
	列车正点率	99.92	99.93	99.96	99.91
	运营里程（万车公里）	2029	2166.41	2213.38	1898
1 号线南延线	运营收入（万元）	12758.89	16694.33	17658.12	
	客运总量（万人次）	4580.58	6187.29	7131.68	
	平均日客运量（万人次）	12.55	16.91	19.54	
	列车正点率	99.82	99.90	99.95	
	运营里程（万车公里）	1474.84	1589.67	1593.90	
2 号线	运营收入（万元）	23158.69	27784.89	30495.19	16588
	客运总量（万人次）	9573.53	14654.53	17233.73	9287
	平均日客运量（万人次）	26.23	40.04	47.22	51.31
	列车正点率	99.60	99.84	99.94	99.90
	运营里程（万车公里）	2460.33	2798.00	2874.09	1433
合计	运营收入（万元）	71861.46	82020.67	85931.69	44306
	客运总量（万人次）	29236.88	40060.23	45215.99	23347
	平均日客运量（万人次）	80.10	109.45	123.88	128.99

	列车正点率	99.77	99.88	99.95	99.91
--	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

注：1.本表中运营收入包含地铁运营收入和票价补贴收入；

2.1号线南延线2014年无单独收入，原因是1号线安德门至奥体中心已经并入十号线，并于2014年7月开通运营。

②地铁票价情况

公司运营票价实行政府定价机制，由政府物价主管部门举行票价听证以确定票价方案，并报政府批准后实施。

1号线建成时，公司采用分段收费方式，规定相邻两站之间为一区间，1号线全程共15个区间，起步价2元（可乘坐七个区间），之后每4个区间为一段，每进入下一段增加1元，全程收费4元。1号线南延线及2号线通车后，公司在运路线全程55个区间，仍沿用2元起价，4元封顶的收费方式。

2013年10月，南京市物价局召开了关于南京地铁线网票价听证会。2014年3月，南京新地铁票价方案公布，新票制改变了目前按站点分段计费的票制，实行按里程计价；起步价2元可乘10公里，10公里以上部分，每1元晋级里程为6、6、8、8、10、10、12、14公里；这一价格为南京地铁线网价格，以后老线和新开线路均按此价格执行。新票价将于2014年7月1日开始实现，其对老线运营收入影响较小，新线由于运营里程较长，新票价将有利于新线运营收入增长。

表6 南京地铁新票价-乘坐里程表

分段	乘坐里程	跨度	单程票票价
1	0≤里程≤10	10公里	2元
2	10<里程≤16	6公里	3元
3	16<里程≤22	6公里	4元
4	22<里程≤30	8公里	5元
5	30<里程≤38	8公里	6元
6	38<里程≤48	10公里	7元
7	48<里程≤58	10公里	8元
8	58<里程≤70	12公里	9元
9	70<里程	每14公里	增加1元

资料来源：南京市物价局 www.njwjj.gov.cn

(2) 新线地铁投资建设

地铁项目具有建设周期长、投资规模大、资金回收周期长等行业特性，公司地铁建设投资主要依靠政府专项资金拨付以及银行贷款满足项目建设资金需求。

地铁新线项目建设获批后，由南京市政府拨付专项资金用于项目资本金，南京市政府的出资比例为30%（国务院规定25%的出资比例），资本金较为充足，可以较好的保障工程项目的顺利进展，并缓解公司的融资压力。同时无偿划入线路沿线土地供公司开发，土地出让金作为公司后续项目建设资金以及银团贷款本息的资金偿还来源。

目前公司在建的地铁线路（包含试运营线路）包括：三号线、四号线一期、十号线一期、机场线、宁天城际一期宁及城际一期。其中十号线、机场线已于2014年7月1日通车试运营，宁天城际线已于2014年8月1日通车试运营；按照公司工程建设工期筹划，三号线计划于2015年3月开通。未来，随着新地铁线路陆续开通，公司线网规模效应将不断加强，同时地铁新票价执行将有助于公司地铁运营收入增长。

3. 资源开发板块

资源公司是公司资源开发板块运营主体。资源公司依托地铁车站，列车等地铁资源开展广告经营、店面租赁等非票务业务；并经营地铁工程建设相关配套业务，主要包括工程设备租赁、土方外运、钢支撑、钢围挡建设、市政建设、设施设备维保等工程服务，以及地铁建材等辅助业务；同时，通过对地铁沿线批复土地一二级开发，上盖物业开发与管理以及工程来增加经营收入，增强公司还本付息能力。

广告经营、店面租赁方面，截至2014年6

月底，公司拥有地铁站厅、车厢等广告、视讯、通信、冠名权、商铺出租等核心资源，可租赁房产资源 14.4 万平方米。2011~2013 年，广告业务分别实现收入 0.79 亿元、0.86 亿元和 1.24 亿元；租赁业务实现收入 0.50 亿元、0.25 亿元和 0.77 亿元。

地铁建设建材供应方面，2011~2013 年，该业务分别实现收入 0.34 亿元、2.01 亿元和 0.35 亿元。2012 年铁隧公司成立，生产盾构管片产量较大，收入增长幅度大；2013 年铁隧公司转让导致该板块收入下降。

地铁配套工程方面，2011~2013 年，该业务分别实现收入 1.63 亿元、7.12 亿元和 5.42 亿元。2012 年因多条线路全面建设，实业集团承担的地铁配套工程进入施工高峰，收入增长较大；2013 年实业集团注销后，相关业务由资源公司承接，并重新进行整合，加之由其实施的配套工程也存在一定周期性，致 2013 年收入有所下降。

公司一级土地开发方面，土地开发模式为：先由公司对批复土地进行一级整理，之后通过在公开市场招拍挂获得土地出让金，扣除土地成本和各项刚性计提获得的收益全额划拨至公司账户，同时计入公司资本公积科目。截至 2014 年 6 月，公司共获得批复土地 163454.20 亩（包括上盖物业用地和收储土地），实际已办理用地面积 146302.05 亩。2011~2013 年期间，公司土地出让面积分别为 4.80 万平方米、4.62 万平方米和 80.22 万平方米，2013 年土地出让面积大幅增长主要系土地市场回暖、上市土地增多所致；土地出让金额分别为 3.67 亿元、2.20 亿元和 18.11 亿元。根据公司土地出让计划，未来三年公司预计土地出让收入分别为 47.50 亿元、41.59 亿元和 49.89 亿元，土地出让收入是公司地铁建设还本付息

的重要来源之一。

表 7 公司土地出让情况

(单位：平方米、元/平方米、万元)

年份	出让面积	出让均价	出让金额
2011 年	47984.20	7650.00	36710.00
2012 年	46248.60	4757.00	22000.00
2013 年	802156.63	6000.00	181109.10
2014 年 1-6 月	13908.78	10712.66	14900.00

资料来源：公司提供

表 8 公司土地出让计划 (单位：平方米、万元)

项目	2014E	2015E	2016E
出让面积	1017333.33	1093333.33	1199766
出让金额	475000	415900	498900

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2011~2013 年，公司销售债权周转次数分别为 8.86 次、5.11 次和 3.68 次。同期公司存货周转次数分别为 24.45、17.84 次和 11.15 次。近三年，公司总资产周转次数分别为 0.06 次、0.04 次和 0.03 次。总体看，基于公司投资项目准公益性的特点，呈现出整体经营效率较弱的城市轨道交通行业性特征。

5. 未来投资规划

截至 2014 年 6 月底，公司在建地铁项目主要包括：三号线、四号线一期、十号线一期、机场线、宁天城际一期和宁和城际一期。其中十号线、机场线已于 7 月 1 日、宁天城际线已于 8 月 1 日通车试运营（开通后一年内仍属于基建期，运营收入冲抵在建工程，不作为营业收入）。在建线路计划投资额合计 988.04 亿元，目前已累计投资 614.96 亿元，未来投资规模将维持在较高水平。公司对外融资需求将进一步加大。

表 9 截至 2014 年 6 月底公司在建地铁项目概况 (单位：亿元)

项目	工可投资估算	项目资本金	建设期	截至 2014 年 6 月底累计投资	2014 年 7-12 月计划投资	2015 年	2016 年
三号线	254.91	76.47	2010-2014	186.13	27.87	30.00	10.91

十号线	99.61	29.88	2011-2014	96.13	1.48	2.00	
四号线一期	200.70	60.21	2011-2015	60.90	25.00	40.00	40.00
宁天城际一期	132.51	39.75	2012-2014	120.83	5.00	6.68	
机场线	133.34	40.00	2011-2014	116.97	5.00	11.37	
宁和城际一期	166.97	50.00	2012-2016	34.00	22.00	35.00	40.00
合计	988.04	296.31		614.96	86.35	125.05	90.91

资料来源：公司提供。

注：1.受实际施工影响，本表中各地铁线路工可投资估算与融资方案中概算额存在一定差异；
2.宁天城际一期和机场线工程相关BT项目投入也记录在本表中。

总体上，随着地铁新线投入运营，公司地铁资源将更加丰富，公司广告、租赁等业务将得到稳步发展。未来地铁建设工程逐步完工，地铁配套工程业务和建材供应等将逐步退出。同时，公司收储土地和上盖物业规模较大，将为公司地铁建设和持续发展提供重要保障。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011 年~2013 年度三年连审财务报表由天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2014 年半年报财务数据未经审计。

合并范围上，公司近年来为剥离其他业务，更加聚焦于地铁建设、运营和资源开发，下属子公司整合力度较大。2012 年，公司合并范围子公司新增 5 家子公司；2013 年，公司合并范围新增 2 家子公司，同时减少 8 家子公司。合并范围变更对公司资产影响较小，但对营业收入造成一定波动。

截至 2013 年底，公司资产总额为 764.52 亿元，所有者权益合计 240.26 亿元，2013 年度实现营业收入 17.49 亿元，利润总额 4.24 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司资产总额为 854.97 亿元，所有者权益合计 257.44 亿元，2013 年度实现营业收入 6.04 亿元，利润总额 0.57 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额快速增长，年均复合增幅 43.27%，主要系货币资金、其他应收款、固定资产和在建工程增长所致。截至 2013 年底，公司资产总额为 764.52 亿元，同比增长 41.37%，主要系货币资金、固定资产和在建工程增长所致。从资产结构来看，非流动资产占 80.21%，流动资产占 19.79%，符合公司所处行业特征。

2011~2013 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率为 56.40%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。截至 2013 年底，公司流动资产 151.33 亿元，同比增长 3.50%。构成上，主要以货币资金（49.24%）和其他应收款（46.61%）为主。

2011~2013 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 253.15%。截至 2013 年底，公司货币资金为 74.51 亿元，同比增长 33.03%。货币资金主要以银行存款（占比 91.77%）与其他货币资金（占比 8.23%）为主，公司货币资金不存在抵押或冻结等队使用有限制、存放在境外、有潜在回收风险的款项。公司货币资金规模大，占资产比例较高，主要系公司目前在建地铁线路较多，平均每条线路投资额均在百亿元以上，且工程款均采用现款按月计量支付方式，必须储备一定量的货币资金，符合行业特征。

2011~2013 年，公司应收账款波动增长，年均复合增幅 31.53%。截至 2013 年底，公司应收账款为 4.04 亿元，同比下降 25.99%。公司应收账款主要为应收地铁施工企业工程配

套款和建材供应款等。账龄上，1 年以内占 56.80%，1~2 年占 23.33%，2~3 年占 17.27%，3 年以上占 2.60。整体看，公司应收账款欠款客户多为地铁施工企业，其经营实力强，且公司应收账款综合账龄适宜，公司应收账款回收风险较小。

2011~2013 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长率为 16.20%。截至 2013 年底，公司其他应收款余额为 70.54 亿元，构成上，政府及下属机构暂借款 44.74 亿元，其他业务往来款 16.36 亿元，其他机构欠款 9.44 亿元。账龄占比情况如下：1 年以内的其他应收款占比 56.34%，1~2 年内的其他应收款占比 32.99%，账龄在 2 年以上的其他应收款占比 10.67%。从欠款单位来看，前五名欠款单位合计占比为 80.89%，主要为南京市财政局、玄武区土地储备中心和浦口区人民政府等，其他应收款质量较高。由于坏账风险较小，公司计提坏账准备金额较小，占其他应收款总额的 0.003%。

表 10 公司其他应收账款前 5 名情况
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	占比	账龄
南京市财政局	285732.04	40.50	3 年以内
玄武区土地储备中心	163592.12	23.19	1 年以内
浦口区人民政府	90000.00	12.76	1-2 年
江宁区协调服务领导小组	20000.00	2.84	2 年以内
江宁区人民政府	1130000	1.60	2 年以内
合计	570624.16	80.89	--

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司存货快速增长，年均复合增长 41.05%。截至 2013 年底，公司存货余额为 1.50 亿元，其中原材料占比 77.63%，库存商品占比为 12.83%，工程施工及在产品自制半成品占比 9.44%，另有部分包装物与低值易耗品。

2011~2013 年，公司非流动资产迅速增长，年均复合增长率为 38.36%，随着南京地铁建设的不断推进，在建工程占比呈现上升趋势，截至 2013 年底，在建工程占非流动资产

总额的 57.18%，固定资产占 41.31%，长期股权投资占 0.86%，无形资产占 0.45%，其他占比合计 0.19%。公司非流动资产主要以固定资产和在建工程为主。

2011~2013 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增幅 31.55%。截至 2013 年底，长期股权投资为 5.25 亿元，长期股权投资主要体现为对联营企业及子公司联营企业的投资。

2011~2013 年，公司固定资产快速增长，年均复合增幅 89.39%。截至 2013 年底，公司固定资产原值为 268.79 亿元，累计折旧 15.46 亿元，固定资产净值为 253.33 亿元，固定资产成新率为 94.25%。固定资产原值构成上，主要以房屋及建筑物(占比 63.10%)和相关设备(合计占比 36.90%)为主。

2011~2013 年，随着地铁建设投资增长，公司在建工程快速增长，年均复合增幅为 22.78%。截至 2013 年底，公司在建工程为 350.65 亿元，其中三号线工程占比 44.01%，十号线工程占比 18.47%，四号线一期工程占比 8.54%，宁天城际一期工程占比 6.70%，十二号线地铁占比 5.43%，机场线工程占比 5.36%，一号线南延线工程占比 5.29%，二号线工程占比 2.47%，其他工程合计占比 3.73%。宁天城际一期和机场线工程主要通过 BOT 模式建设，公司在建科目下宁天城际一期和机场线投入主要为两条线路非 BOT 的部分工程由公司负责实施，主要包括项目的前期费用、勘察设计、征地拆迁等。

2011~2013 年，公司无形资产波动幅度较大，年均复合增幅 1.10%。截至 2012 年底，无形资产为 5.53 亿元，同比增长 103.23%，主要系土地使用权增长所致。截至 2013 年底，无形资产为 2.78 亿元，同比下降 49.71%，主要系土地使用权转让所致。

截至 2014 年 6 月底，公司资产总额为 854.97 亿元，较 2013 年底增长 11.83%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。构成上，流动资产受货币资金和其他应收款增长

影响，其占资产总额比重为 21.76%，较 2013 年底增长 1.97 个百分点；非流动资产中，在建工程规模保持快速增长。

总体看，随着地铁线路的投资增长，公司近年来资产总额快速增长。流动资产中货币资金和其他应收款占比高，其中其他应收款中应收政府款项较多；非流动资产以地铁资产和在建工程为主。总体看，公司资产流动性较弱，但总体资产结构合理，符合行业特征。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益增长较快，年均复合增幅 45.13%。截至 2013 年底，公司所有者权益为 240.26 亿元，同比增长 32.51%，主要系实收资本和资本公积增长所致。公司 2012 年引入厦门信托和紫金信托股权投资款 50 亿元，资金于当年到账，并将其记录在“资本公积”科目。2013 年，上述股权投资验资完成，公司将其中 35 亿元由资本公积调入实收资本，15 亿元继续作为资本公积。2013 年资本公积实际增加 55.58 亿元，其中 21.15 亿元来自轨道基金拨款、27 亿元来自区政府拆迁投入。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益为 239.93 亿元，构成上，主要以实收资本（占 48.82%）、资本公积（占 46.39%）和未分配利润（占 4.39%）为主。

截至 2014 年 6 月底，公司所有者权益为 257.44 亿元，较 2013 年底增长 7.30%，主要系资本公积增长所致。

总体看，公司所有者权益构成稳定性较好。

负债

2011~2013 年，公司负债总额快速增长，年均复合增幅 42.45%，主要系应付账款、长期借款和长期应付款增长所致。截至 2013 年底，公司负债总额 524.26 亿元，同比增长 45.84%，其中流动负债占比 13.23%，非流动负债占比 86.77%，公司债务以非流动负债为主，符合公

司地铁建设项目建设周期较长的特点，债务结构较为合理。

2011~2013 年，公司流动负债波动增长，年均复合增幅 18.36%。截至 2013 年底，公司流动负债为 69.34 亿元，同比下降 6.20%。其中，占比较大的科目分别为：其他应付款（占比 19.52%）、短期借款（占比 32.49%）和应付账款（占比 47.43%）。

2011~2013 年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增幅为 8.18%。截至 2013 年底，公司短期借款为 22.53 亿元，全部为信用借款。

2011~2013 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 60.12%。截至 2013 年底，公司应付账款为 32.89 亿元，同比增长 76.53%，公司多条线路进入施工高峰，工程量增长导致应付账款大幅增长。构成上，应付账款主要为应付地铁设备款及地铁建设工程款。从账龄看，1 年以内占 74.6%，1~2 年占 19.7%，2~3 年占 3.2%，3 年以上占 2.5%。

2011~2013 年，公司预收款项快速下降，年均复合变化率为-20.65%。截至 2013 年底，预收款项为 1.76 亿元，主要为预收的物业租赁、广告等款项。

2011~2013 年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增幅 4.74%。截至 2013 年底，公司其他应付款 13.53 亿元，同比下降 9.67%。构成上，其他应付款主要为一号线东延线、未完工工程工程款和投标保证金等。账龄上看，1 年以内的占比 65.43%，1~2 年的占比 6.39%，2 年以上的占比 28.18%，前五名金额为 11.93 亿元，占其他应付款总额的 60.94%，集中度较高，主要为一号线东延线与未完工工程等应付款。

2011~2013 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增幅 47.58%。截至 2013 年底，公司非流动负债余额为 454.92 亿元，同比增长 59.31%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。其中，长期借款占比为 88.94%，长期应付款占比为 11.05%。

2011~2013年,公司长期借款快速增长,年均复合增幅52.40%。截至2013年底,公司长期借款余额为404.61亿元,同比增长67.22%,主要系该年四号线银团贷款合同正式签订并逐步落实及保险债权投资计划募资60亿元所致。保险债权投资计划由交通银行股份有限公司提供担保,公司将其记录在担保借款科目下。构成看,长期贷款中质押借款占63.82%,信用借款占16.70%,担保借款占16.70%。质押借款主要为公司地铁运营票款收益质押与土地收益权质押借款。

2011~2013年,公司长期应付款快速增长,年均复合增幅20.39%。截至2013年底,公司长期应付款余额为50.24亿元,同比增长15.19%。构成上,长期应付款全部体现为地铁设备的融资租赁款。本报告将融资租赁款调整为长期债务进行核算。

从有息债务来看,2011~2013年,公司全部债务快速增长,年均复合增幅44.00%。截至2013年底,全部债务为477.39亿元,同比增长47.69%,主要系长期债务增长所致。构成上,短期债务占4.72%,长期债务占95.28%。公司有息债务快速增长,且以长期债务为主。

从债务负担情况来看,2011~2013年,公司资产负债率分别为69.37%、66.47%和68.50%;同期全部债务资本化比率为66.87%、64.06%和66.52%;长期债务资本化比率为64.68%、61.17%和65.44%。公司负债维持在较高水平。

截至2014年6月底,公司负债总额为597.53亿元,较2013年底增长13.98%,主要系长期借款和长期应付款增长所致。构成上,受应付帐款大幅下降影响,流动负债占负债总额比重较2013年底下降3.18个百分点;非流动负债中项目贷款和融资租赁款规模进一步增长。

截至2014年6月底,公司全部债务为572.15亿元,较2013年底增长19.85%,主要系银行借款和融资租赁款增长所致。其中长期

债务占比93.95%,短期债务占比6.05%,有息债务结构较2013年底保持稳定。

截至2014年6月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为69.89%、68.97%、67.62%,较2013年底分别上升2.10、2.46、4.27个百分点。公司债务水平进一步上升。

总体看,受地铁建设影响,公司债务维持在较高水平。公司地铁融资以长期融资为主,债务结构合理。考虑到公司依然面临较大投资需求,未来债务规模依然将维持在较高水平。

4. 盈利能力

2011~2013年,公司营业收入波动中有所增长,年均复合增幅29.96%。2013年营业收入为17.49亿元,同比下降12.25%,主要系工程施工业务和资源开发业务收入减少所致。2011~2013年,营业成本波动中有所增长,年均复合增幅29.28%。2013年营业成本为15.44亿元,同比下降14.35%。2013年营业成本下降幅度大于营业收入下降幅度,带动营业利润率回升至9.21%。

2011~2013年,公司期间费用分别为0.77亿元、1.16亿元和1.12亿元。公司期间费用占营业收入比重分别为7.43%、5.84%和6.39%。公司借款利息主要资本化处理,期间费用中主要以管理费用为主。

2011~2013年,公司营业外收入分别为2.40亿元,3.24亿元和3.35亿元。为弥补地铁运营亏损和增强公司盈利能力,政府给予公司一定补贴支持。

2011~2013年,公司利润总额分别为2.30亿元、4.15亿元和4.24亿元。政府补贴对公司利润总额贡献很大。

2011~2013年,公司总资产收益率分别为0.63%、0.72%和0.52%;净资产收益率分别为1.91%、1.97%和1.55%。

2014年1~6月,公司营业收入为6.04亿元,占2013年全年的34.54%;利润总额为0.57

亿元，占 2013 年全年的 13.39%；营业利润率为-0.75%。

总体看，因为地铁运营具有准公共物品特性，运营往往处于亏损，虽然公司通过发展非票业务来弥补运营亏损，并获得政府补贴支持，但整体盈利能力依然不高。未来随着地铁新线投入运营、新票价执行以及资源开发更趋成熟等，公司盈利能力有望逐步提升。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2011~2013 年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增幅 63.07%。2013 年经营活动现金流入量为 34.25 亿元，同比增长 59.81%，主要系公司应收账款和其他应收款下降释放被占用资金所致。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为政府补贴、收回欠款和财政往来款等。2011~2013 年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增幅 57.40%。2013 年经营活动现金流出量为 23.79 亿元，同比增长 25.68%。2011~2013 年，公司经营活动现金流净额分别为 3.28 亿元，2.51 亿元和 10.47 亿元。2011~2013 年，公司现金收入比分别为 96.57%、87.43%和 121.63%，2013 年应收账款下降，公司收入实现质量提升。

投资活动现金流方面，2011~2013 年，公司投资活动现金流入规模较小。2011~2013 年，投资活动现金流出量分别为 63.16 亿元，96.36 亿元和 129.74 亿元。2011 年以来，三号线、十号线、机场线、宁天城际等线路陆续开工，投资流出逐年增大。2013 年，投资活动现金流出量规模小于固定资产、在建工程 and 无形资产等新增规模，主要系公司项目资金支出部分在筹资活动现金流出中体现。2011~2013 年，公司投资活动现金流净额分别为-62.62 亿元、-95.39 亿元和-128.66 亿元。

筹资活动现金流方面，公司筹资现金流入集中在吸收投资所收到的现金和借款收到的现金两个科目，反映的主要是财政投入的地铁

项目资本金和银行融入的借款，2011~2013 年，筹资活动现金流入规模年均增长 52.08%。2012 年公司吸收投资收到的现金为 67.65 亿元，主要为厦门信托和紫金信托股权投资款。2013 年，吸收投资收到的现金为 28.34 亿元，主要为轨道基金拨款和区政府拆迁投入。2013 年，筹资活动现金流入量为 251.22 亿元，同比增长 12.99%。。公司筹资活动现金流出主要反映为偿还债务所支付的现金和分配股利、利润和偿付利息所支付的现金。2011~2013，公司筹资活动净流量分别为 43.44 亿元、142.92 亿元和 136.69 亿元，有效的弥补了投资活动现金流出。

2014 年 1~6 月，公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为 7.00 亿元、-70.39 亿元和 88.53 亿元；占 2013 年全年比重分别为 66.91%、54.71%和 64.77%。

总体看，公司经营活动现金流入量呈上升趋势，自身现金生成能力有所提高，公司工程项目投资数额较大，对外部资金依赖性较强。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2011~2013 年，公司流动比率和速动比率快速上升，2013 年底流动比率和速动比率分别为 218.25%和 216.08%；2014 年 6 月底，分别为 310.02%和 306.61%。2011~2013 年，经营现金流动负债比有所波动，三年分别为 6.62%、3.39%和 15.09%。公司现金类资产充裕，短期债务规模相对较小，短期偿债能力良好。

从长期偿债指标来看，2011~2013 年，公司 EBITDA 年均增长 27.38%，2013 年为 8.50 亿元；2011~2013 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 43.96 倍、38.69 倍和 56.18 倍。公司长期偿债指标较弱，但考虑到随着新线投入、新票价执行，公司营业收入将大幅增长，公司收储土地和上盖物业面积较大，土地变现收益预期良好，以及公司债务主要为 25 年期银团贷

款为主等因素，公司整体偿债能力尚可。

截至 2014 年 6 月底，公司获得各金融机构的授信额度合计为 804.6 亿元，尚未使用额度 197.35 亿元，公司融资渠道畅通，外部资金支持充裕。

截至 2014 年 6 月底，公司对外担保余额 82.00 亿元，占公司 2013 年所有者权益的 34.13%。公司对外担保对象主要为南京仙林地地铁投资有限公司、中铁电气化南京有限公司、南京宁高新通道建设有限公司、南京元平建设发展有限公司。被担保对象主要为中央或地方国有企业，担保对象具有一定的融资能力，且均无不良信用记录，公司对外担保安全性较高，但担保比例较高，公司仍然具有一定或有负债风险。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版，机构信用代码证：G10320102005685609）。截至 2014 年 7 月 24 日，公司未结清信贷中无关注类和不良类信贷；公司已结清信贷中有一笔不良类贷款和一笔关注类贷款，不良贷款形成于 1989 年，届时公司尚未成立，关注类贷款形成于 2008 年。上述不良和关注类贷款主要系系统错误所致。

8. 抗风险能力

地铁运营为公司核心经营板块，同时伴以房地产及物业等多种业务经营。公司为南京市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，具有区位优势，受政府支持力度大；未来随着公司地铁建设项目的陆续完工及客流量迅速增加，且采用新的票制，地铁运营收入规模将快速提升。

综合来看，基于对公司自身经营和财务风险，以及公司所处区域政府财政实力、对公司的支持以及行业经济运行情况综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度为 20 亿元，分别占 2014 年 6 月底全部债务和长期债务的 3.50% 和 3.72%，本期中票发行对公司现有债务影响较小。

截至 2014 年 6 月底，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 69.89%、68.97% 和 67.62%，不考虑其他因素，本期中期票据成功发行后，上述指标将分别上升至 70.58%、69.70% 和 68.41%，公司债务负担略有上升。考虑到公司本期中期票据募集资金将用于置换银行贷款，公司实际负债水平将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 0.64 倍、1.07 倍和 1.71 倍；2011~2013 年，公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的 0.16 倍、0.13 倍和 0.52 倍；2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 0.26 倍、0.42 倍和 0.42 倍。目前公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度尚可，经营活动现金流净额和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较低；未来随着公司后续地铁线路联网、新票价执行，票款收入的大幅增加及资源开发业务拓展，公司对本期中期票据保障程度会有较大的提高；同时本期中期票据分为 5 年期和 7 年期两个品种，发行时实行双向回拨调整，该项设计有助于缓解公司集中支付压力。

截至 2014 年 6 月，公司共获得批复土地 163454.20 亩（包括上盖物业用地和收储土地），实际已办理用地面积 146302.05 亩，根据目前南京土地出让均价 200 万/亩计算，公司实际拥有土地价值合计 2926.04 亿元，获得的出让土地收益可用于本期中期票据本息偿还，对

本期中期票据的保障程度较高。

此外，根据各地铁线路《融资方案》，资本金出资来源和还本付息收益如有不足，由南京市政府或市政府授权部门通过轨道交通发展专项基金或根据该基金管理办法中的来源筹集资金，统筹解决。考虑到南京市地方财力雄厚，且近年持续增长，其对本期中期票据的保障能力很强。南京市政府在融资方案中的该项安排将极大的增强本期中期票据的还本付息能力。

十、结论

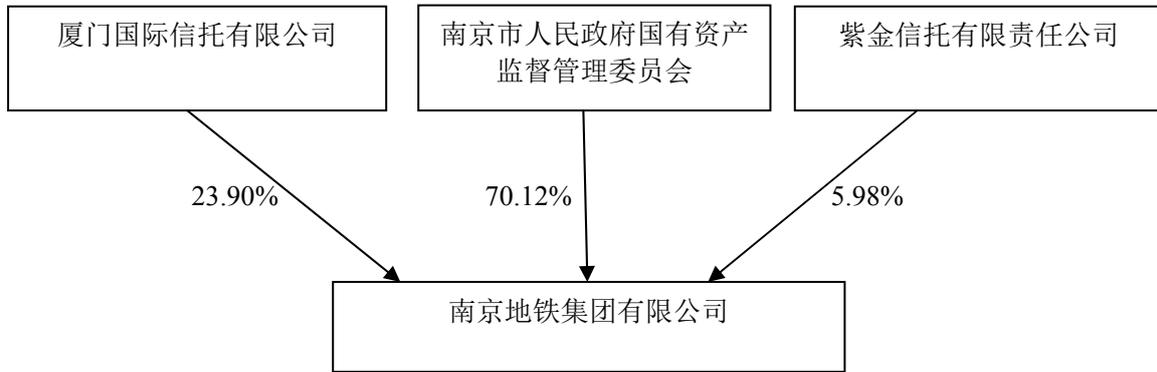
近年来，南京市区域经济持续发展，财政实力稳步增长。公司作为南京市地铁投资建设、运营管理、资源开发的唯一主体，区位优势显著。在项目资本金注入、融资支持、土地注入、财政补贴等方面得到地方政府的大力支持。

公司资产规模快速增长，资产以固定资产和在建工程为主，资产流动性较弱，整体资产质量一般；受项目资本金注入和战略投资者股权配置影响，公司所有者权益快速增长，稳定性较好；负债规模大，负债率保持在较高水平；公司整体盈利水平不高；经营活动获现能力有所增强，经营活动现金流入规模快速增长。

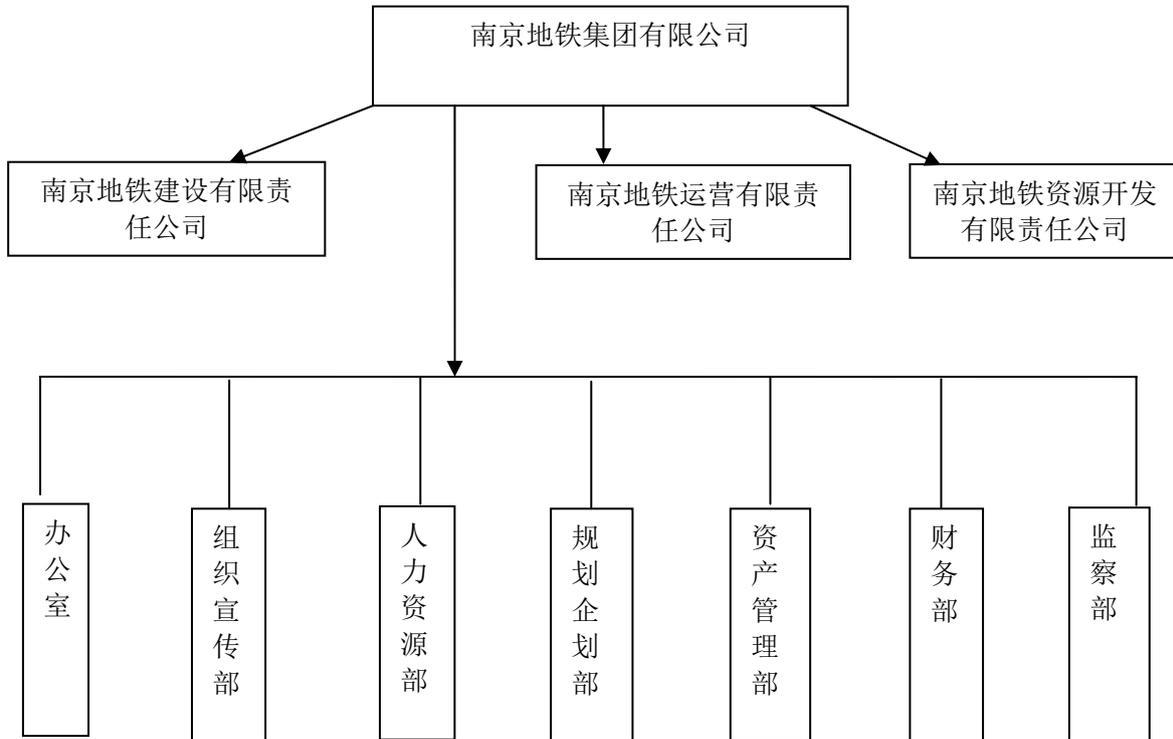
未来，公司在建地铁线路将逐步投入运行，线网网络效应增强，地铁资源将更加丰富，新票价有利公司收入增长；同时，公司土地资源丰富，土地运作预期收益良好；南京市财政实力不断增强及对公司支持的持续，公司整体抗风险能力有望增强。联合资信对公司评级展望为稳定。

总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.98	56.01	74.51	99.70
资产总额(亿元)	372.44	540.79	764.52	854.97
所有者权益(亿元)	114.07	181.32	240.26	257.44
短期债务(亿元)	21.36	37.65	22.53	34.61
长期债务(亿元)	208.87	285.59	454.86	537.54
全部债务(亿元)	230.23	323.24	477.39	572.15
营业收入(亿元)	10.36	19.94	17.49	6.04
利润总额(亿元)	2.30	4.15	4.24	0.57
EBITDA(亿元)	5.24	8.35	8.50	--
经营性净现金流(亿元)	3.28	2.51	10.47	7.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.86	5.11	3.68	--
存货周转次数(次)	24.45	17.84	11.15	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.03	--
现金收入比(%)	96.57	87.43	121.62	109.75
营业利润率(%)	5.88	5.87	9.21	-0.75
总资本收益率(%)	0.63	0.72	0.52	--
净资产收益率(%)	1.91	1.97	1.55	--
长期债务资本化比率(%)	64.68	61.17	65.44	67.62
全部债务资本化比率(%)	66.87	64.06	66.52	68.97
资产负债率(%)	69.37	66.47	68.57	69.89
流动比率(%)	124.99	197.79	218.25	310.02
速动比率(%)	123.46	196.08	216.08	306.61
经营现金流动负债比(%)	6.62	3.39	15.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	43.96	38.69	56.18	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.64	1.07	1.71	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.16	0.13	0.52	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.26	0.42	0.42	--

注：2014 年上半年财务数据未经审计，融资租赁款调入长期债务核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=【(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1】×100%
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/主营业务收入×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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款(融资租赁款)
 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
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 南京地铁集团有限公司 2014 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

南京地铁集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。南京地铁集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，南京地铁集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注南京地铁集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现南京地铁集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如南京地铁集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送南京地铁集团有限公司、主管部门、交易机构等。

