

跟踪评级公告

联合[2016]933号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持南昌轨道交通集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“15洪轨债”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月二十日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

南昌轨道交通集团有限公司

可续期公司债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 洪轨债 02	36 亿元	2015/8/3-2030/8/3	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	12.94	14.14	24.03
资产总额(亿元)	317.63	361.70	473.35
所有者权益(亿元)	192.92	207.58	248.17
长期债务(亿元)	102.75	134.87	191.25
全部债务(亿元)	109.67	135.23	192.31
营业收入(亿元)	1.22	4.22	6.93
利润总额(亿元)	13.76	4.72	7.48
EBITDA(亿元)	15.36	6.79	9.48
经营性净现金流(亿元)	7.60	6.87	8.25
营业利润率(%)	45.46	45.25	30.85
净资产收益率(%)	6.56	2.43	2.91
资产负债率(%)	39.26	42.61	47.57
全部债务资本化比率(%)	36.24	39.45	43.66
流动比率(%)	205.96	238.11	357.24
全部债务/EBITDA(倍)	7.14	19.92	20.28
经营现金流负债比(%)	36.36	36.79	31.04

分析师

章 演 喻宙宏
 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

跟踪期内, 南昌轨道交通集团有限公司(以下简称“南昌轨交”或“公司”)作为南昌市地铁项目投资建设及运营管理的重要主体, 在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有垄断地位, 在地铁建设项目方面获得政府的大力支持。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到, 公司地铁项目建设周期长、投资额大, 具有较强公益性特征; 目前南昌市地铁初步建设, 尚未形成路网效应等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

虽然大规模的投资支出将增大公司资金和债务压力, 但南昌市政府对公司支持明确, 设立了南昌市地铁建设发展专项资金, 对地铁项目的建设投入和还本付息形成了较好的保障, 另外南昌市较强的财政实力有助于支撑公司整体信用水平。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“15洪轨债02”属债券创新品种, 其中, 品种一以每3个计息年度为一个周期, 在每个计息年度末附公司续期选择权, 公司有权选择将本品种债券期限延长一个周期, 或选择在该计息年度末到期全额兑付本品种债券; 品种二以每5个计息年度为一个周期, 共计3个周期, 在每个周期末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权, 公司到期全额兑付本品种债券。联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期债券品种一在清偿顺序和利息支付等方面均与其他普通债券相关特征接近, 可将其视为公司普通有息债务; 品种二为含权普通债券。公司设立专项偿债专户, 同时中国工商银行股份有限公司江西省分行及中国农业银行股份有限公司江西省分行均对公司提供不低于本期债券本息偿还金额的流动性支持信贷, 有助于提高本期债券还本付息的安全性。

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15洪轨债02”AA⁺的信用等级。

优势

1. 南昌市经济持续增长、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. 跟踪期内，南昌市地铁建设资本金、发展专项基金及财政补助按时注入，国为公司项目建设提供有力支持。
3. 国开发展基金对公司注资 16 亿，公司资金实力进一步增长；下属子公司销售向好，公司收入规模持续扩大。

关注

1. 跟踪期内，南昌市地铁仍处于初步建设期，尚未形成路网效应；公司成立时间短，业务尚处于起步阶段，规模小。
2. 公司债务规模持续增长，随着南昌市轨道交通整体规划的快速推进，公司未来资本支出金额较大，面临一定融资压力。

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）与南昌轨道交通集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与南昌轨道交通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，未因南昌轨道交通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昌轨道交通集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于南昌轨道交通集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

南昌轨交原名南昌轨道交通有限公司，经南昌市人民政府办公厅《关于成立南昌轨道交通有限公司的通知》（洪府厅字[2008]346号）批准，于2008年10月6日正式成立，注册资本15000万元，由南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）投入，其中，以货币资金投入5000万元，其余10000万元以位于南昌市朝阳洲路以北、桃花路以南土地使用权出资¹。2011年11月，南昌市国资委以政府债券资金为公司注资210000万元²，公司实收资本为225000万元。2011年12月，公司更名为现名。2016年1月20日，根据南昌市国资委文件洪国资字[2016]9号《关于国开发展基金公司增资入股南昌轨道交通集团有限公司的批复》，国开发展基金公司（以下简称“国开基金”）总投入16亿元，其中1.75亿元计入“实收资本”，14.25亿元计入“资本公积”，国开基金持有公司7.20%的股权，但无表决权。截至2016年3月底，公司注册资本为24.25亿元，公司实际控制人为南昌市国资委。

公司经营范围：负责轨道交通项目的工程投资、建设、工程咨询、设计、负责轨道交通的运营；负责轨道交通的通讯及其他特许经营权的经营；负责轨道交通项目周边相关资产经营管理；负责轨道交通项目的投融资业务；负责设计制作发布代理国内各类广告；房地产开发；房地产经纪；物业管理；房屋

¹经南昌正信不动产估价咨询有限公司于2008年9月24日出具的土地估价报告（洪正[2008]估字第095号），划拨土地使用权价值为10019.47万元，其中10000万元计入实收资本，19.47万元计入资本公积。

²经中兴财光华会计师事务所有限责任公司江西分所出具验资报告（中兴财光华赣审验字[2011]第11001号）。

租赁、负责国内贸易、自营和代理各类商品和技术的进口业务（以上项目国家有专项规定的凭许可证，资质证或其他批准文件经营）。

截至2016年5月底，公司下设组织人事部（机关党总支）、监察审计部、文化宣传部、办公室、投融资部、企业管理部、财务部、开发事业部、前期工作部、合约部、总师室、质量安全部、执法大队、工会、团委等20个业务职能部门；拥有南昌轨道交通地产开发有限公司、南昌轨道交通地铁运营有限公司、江西兰叶新型材料科技有限公司、南昌轨道交通资产经营有限公司、南昌市金轨国有资产运营有限责任公司（以下简称“金轨公司”）和南昌地铁电视有限公司6家子公司。

截至2015年底，公司合并资产总额473.35亿元，所有者权益248.17亿元；2015年公司实现营业收入6.93亿元，实现利润总额7.48亿元。

公司注册地址：南昌市红谷滩新区会展路199号红谷大厦A-19F；法定代表人：毛顺茂。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，经济运行保持在合理区间，结构调整取得积极进展，发展新动能加快成长，人民生活进一步改善。初步核算，全年国内生产总值67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。创新驱动发展战略持续推进，互联网与各行业加速融合，新兴产业快速增长。大众创业、万众创新蓬勃发展，全年新登记注册企业增长21.6%，平均每天新增1.2万户。2015年底，中国城镇登记失业率4.1%，较2014年底略有下降，就业形势总体稳定；全年城镇新增就业1312万人，完成城镇新增就业1000万人以上、城镇登记失业率控制在4.5%以内的目标。国居

民人均可支配收入实际增长7.4%，快于经济增速。去年末居民储蓄存款余额增长8.5%，新增4万多亿元。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售稳定增长，固定资产投资继续增速下行，进出口大幅回落。社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%。固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%）。全年进出口总额值4.0万亿美元，同比下降8.0%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。我国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。截至2015年底，中国广义货币（M2）余额139.2万亿元，同比增长13.3%；狭义货币（M1）余额40.1万亿元，同比增长15.2%，比上年末高12.0个百分点。截至2015年底，社会融资规模存量为138.1万亿元，同比增长12.4%，增速较上年末（14.3%）有所放缓。

2016年是中国“十三五”开局之年，李克强总理的政府工作报告指出，2016年发展的主要预期目标是：国内生产总值增长6.5%~7%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去

产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 轨道交通建设行业

（一）行业现状

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。

（二）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%，2015年，中国城镇化率已经达到56.00%，但与发达国家75%-90%的城镇化率相比，仍有较大的提升空间。

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 2010 年底，中国已有北京、上海、广州、重庆、南京、武汉、长春、深圳、大连、成都、沈阳 12 座城市，先后建成并开通运营了 48 条城市轨道交通线，运营里程 1395 公里。

“十二五”期间，中国轨道交通建设迅速展开，截至 2015 年底，中国城市轨道交通累计通车里程达到 3286 公里，根据发改委已经批复的城市轨道交通项目及各地的城市轨道交通建设规划，预计到 2020 年，中国城市轨道交通通车里程有望达到 8500 公里，比 2015 年末增长 150% 以上。“十二五”期间，中国轨道交通投资额达到 1.16 万亿元，年均投资额 2300 亿元，预计“十三五”期间，累计投资额有望超过 2 万亿元。

近年，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 2015 年底，中国共有 22 座城市已开通轨道交通运营线路。总运营里程 2764 公里，其中北京、上海都已经

超过 500 公里，在全世界名列前茅。现经国务院批准修建地铁的城市有 39 座，总的规划里程超过 7300 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。

（三）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。

（四）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。

（五）各地区轨道交通建设投融资模式

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 2 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资资金的 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%，北京市基础设施投资有限公司占 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。

（六）行业关注

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输量是 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。

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。

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。

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。

(七) 行业发展

市政基建市场空间广阔，除了具体的建设业务之外还涵盖了诸如管网工程、民生工程等一系列配套设施，各地政府不断出台的城市建设综合开发政策也为此提供了良好的契机。并且城镇化建设将给建筑业带来巨大发展机遇。都市圈、城市群、城市带和中心城市的发展预示了中国城市化进程进入高速发展阶段，城市化程度的提高将加大对住宅、交通、城市管网、水、煤气、邮电等一系列城市基础设施的需求。城市化的加速发展，新型城市基础设施建设以及城市基础设施领域服务管理体制的改革，不仅给建筑业带来工程建设的空间，还为建筑业发展提供了机遇，即从单纯的工程施工向投资、建设、运营、服务一体化运作。

城市轨道交通方面，2016年5月，国家发展改革委、交通运输部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016-2018年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨交等交通基建领域共303个项目，涉及项目总投资约4.70万亿元，其中2016-2018年分别为2.10万亿元、1.30万亿元、1.30万亿元。其中城市轨道交通建设成为三年内交通基础设施投入的重点。按照《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，未来三年我国总新增城市轨道交通规划里程达到2385公里，共计103个轨交项目，投资额高达1.6万亿元。其中2016年和2017年将是城轨建设和投资的高峰期。仅2016年城轨规划建设长度就达到1274公里，相比2015年增长170%，2016年的新增里程几乎是前四年新增里程的总和。中国将进入地铁黄金发展期，市场容量巨大。

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 年是中国城市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。

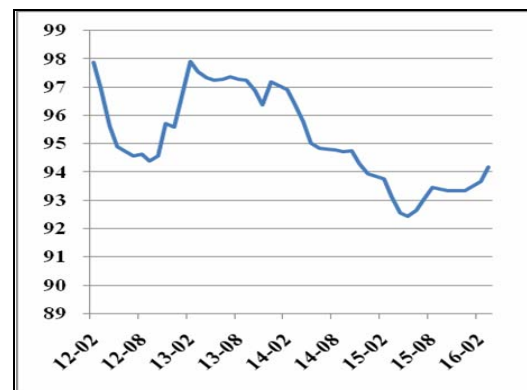
总体看，国家为有效推进铁路建设，致力于从投融资体制改革，进一步明确铁路的市场化发展方向，将有利于激活铁路轨道交通基础设施市场活力，推动中国轨道交通建设发展。

2. 房地产行业

2014 年的中国房地产市场处于调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑；中央政策以“稳”为主，关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房

需求，稳定住房消费；各地加速房地产市场化转型，限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。进入 2015 年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

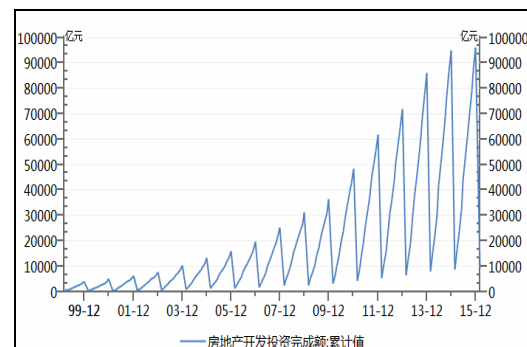
图 1 2012 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

房地产投资：2014 年，全国房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年回落 9.3 个百分点，创近五年新低；其中住宅投资 6.4 万亿元，同比增长 9.2%（较上年回落 10.2 个百分点），商业营业用房和办公楼投资增速分别为 20.1%和 21.3%（分别较上年回落 8.2 个和 16.9 个百分点）。2015 年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，同比增长 1.0%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 0.4%。

图 2 房地产开发投资完成额



资料来源：Wind 资讯

房屋开工/竣工面积：新开工面积增速持续下降，2014 年为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中住宅新开工 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%；全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%；全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

房地产销售：受政策因素影响，销售增速呈现先降后升。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长；住宅销售面积（10.5 亿平方米）同比下降 9.1%，销售额（6.2 万亿元）同比下降 7.8%，办公楼的销售面积和销售额同比分别下降 13.4% 和 21.4%（2498 万平方米和 2944 亿元），商业营业用房的销售面积和销售额同比分别增长 7.2% 和 7.6%（9075 万平方米和 8906 亿元）。2015 年，受利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70 个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。

2016 年 1~2 月，全年房地产开发投资 9051.79 亿元，同比增长 3.00%，其中住宅投资 6027.52 亿元；房屋施工面积 60.35 亿平方米，同比增长 5.90%，其中住宅施工面积 41.46 亿平方米；房屋新开工面积 1.56 亿平方米，同比增长 9.70%；竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 28.90%。销售方面，2016 年 1~2 年，全国商品房销售额 8576.81 亿元，同比增长 43.60%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

3. 区域经济环境

（一）南昌市经济概况

南昌市是江西省省会和经济、文化、科教中心，也是国家历史文化名城和重要的风景旅游城市。南昌市经济一直保持快速发展，全市生产总值连续多年实现两位数增长。

根据《南昌市 2015 年国民经济和社会发展统计公告》，2015 年，南昌市地区生产总值（GDP）4000.01 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.6%。其中南昌县超 600 亿元，完成 609.06 亿元；青山湖区超 500 亿元，完成 501.10 亿元；超 400 亿元县区 2 个，为高新开发区、西湖区，分别完成 454.53 亿元、430.05 亿元。全市三次产业结构调整为 4.3:54.5:41.2。人均生产总值 75879 元，按年均汇率折算为 12183 美元，按可比价格计算，增长 8.3%。在全市生产总值中，非公有制经济实现增加值 2155.03 亿元，按可比价格计算，增长 9.7%。

近年来，南昌市重视加快城市基础设施建设投资，全社会固定资产投资增幅明显。投资总量方面，全市 500 万元及以上项目共完成投资额 4000.07 亿元，比上年增长 17.0%，其中，工业投资 1552.73 亿元，增长 11.5%；房地产开发投资 485.37 亿元，增长 17.2%。全年全市投资施工项目 7337 个，其中新开工项目 6186 个。从投资结构来看，全市 500 万元以上固定资产投资中第一产业投资 35.63 亿元，增长 12.8%；第二产业投资 1596.61 亿元，增长 11.7%；第三产业投资 2367.83 亿元，增长 20.3%。三次产业在固定资产投资中所占比重由 2014 年的 0.9:41.8:57.3 调整为 2015 年的 0.9:39.9:59.2。从投资主体看，全市 500 万元以上固定资产投资中国有经济完成投资 787.86 亿元，比上年下降 0.1%。非国有经济完成投资 3212.21 亿元，增长 21.4%，其中，民间投资完成 3006.88 亿元，增长 24.3%。从城市建设来看，2015 年，南昌启动大规模旧城改造，推动现代化新城建设，城市规模不

断扩大，承载功能不断完善，生态环境持续向好。轨道交通、快速路网、万达文化旅游城、绿地国际博览城、瑶湖湿地公园、赣江风光带、一江两岸灯光秀等一大批重大城市功能性项目全面开工推进。抓超大基础设施建设有新突破，增建穿江跨湖桥隧工程，开通三条地铁线，其中地铁 1 号线正式运营，朝阳大桥竣工通车；抓“一江两岸”布局有新突破，省级行政中心搬迁、整合大昌北为城市跨江发展铸就新的里程碑。全年全市完成基础设施投资达到 594.54 亿元，增长 11.8%；新开通公交线路 18 条，公交线路已达到 231 条；城市道路总长度 2102.62 公里，增长 27.6%；城市道路总面积达到 3963.21 万平方米，增长 14.6%；自来水供水管道长度 4561.05 公里，增长 18.1%。

南昌市 2015 居民消费价格总水平（CPI）比上年上涨 1.6%。其中，消费品价格上涨 1.5%，服务价格上涨 2.6%，商品零售价格上涨 0.5%。工业生产者出厂价格指数 97.29，工业生产者购进价格指数 94.96。

（二）地方财政实力

2010~2015 年，南昌市 GDP 总量持续快速增长，财政收入也保持同步增长。2015 年，南昌市地方财力持续增强，全年完成财政总收入 727.20 亿元，比上年增长 13.90%，其中，地方公共财政预算收入 389.20 亿元，增长 13.70%；全年地方公共财政预算支出 547.50 亿元，比上年增长 15.70%。

总体看，南昌市作为江西省省会，经济发展势头良好，财政实力较强。南昌市地方财政收入的稳定增长为公司提供稳定的财政资金来源。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年底，公司注册资本为 24.25 亿元，南昌市国资委持有公司 92.80% 股权，国开基金持有公司 7.20% 的股权，公司实际控制人为南昌市国资委。

2. 企业规模

公司是南昌市轨道交通工程建设、营运、管理及其他轨道交通空间资源开发领域唯一的实施主体，核心业务涵盖地铁建设、运营、地铁沿线的土地开发整理以及物业开发。公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有垄断地位，竞争优势较为明显。

3. 人员素质

公司高级管理人员共 12 人，包括董事长 1 人，总经理 1 人，党委副书记 1 人，副总经理 4 人，纪委书记 1 人，总经济师 1 人，工会主席 1 人，总会计师 1 人，总工程师 1 人。

董事长毛顺茂先生，汉族，1976 年 9 月生，1996 年 8 月参加工作，工商管理硕士，教授级高级工程师。曾任南昌市玉带河改造工程项目部副经理，南昌市政建设公司副总经理、总支委员，南昌市政工程投资建设管理有限公司董事、副总经理、支部书记，南昌市政建设公司总经理，南昌市政工程投资建设管理有限公司支部书记、副总经理，南昌市政工程建设管理有限公司董事长、总经理，南昌市公路管理局副局长、党委委员，南昌市城乡建设委员会副主任、党委委员，自 2010 年 11 月至今，任公司董事长、党委书记。

总经理王朝华，男，汉族，1965 年 3 月生，1987 年 1 月参加工作，在职大学学历，教授级高级工程师。曾任南昌市政开发一公司施工科长，南昌市凯华建筑公司经理，南昌市政开发公司二公司经理，南昌市政开发有限公司副总经理，南昌市生米大桥项目办总经理、经营管理有限公司总经理，南昌市政公用投资控股有限公司工程项目管理分公司总经理，南昌轨道交通集团有限公司副总经理、党委委员；现任南昌轨道交通集团有限公司总经理、党委副书记。

总经济师林洁，女，汉族，1973 年 9 月生，1993 年参加工作，在职硕士研究生学历。曾任江西省国际信托投资公司交易员，中国平安财产保险江西分公司业务部主任，南昌市政

公用投资控股有限责任公司财务部部长助理，南昌市政公用投资控股有限责任公司资产经营部部长，南昌市政公用投资控股有限责任公司计划财务部部长，南昌轨道交通集团有限公司副总会计师；现任南昌轨道交通集团有限公司总经济师。

截至 2016 年 5 月底，公司共有人员 2339 名，其中，领导班子成员 12 名，中层副职以上干部 68 名、员工 2259 名；员工学历本科及以上学历占 30%（其中博士 2 人，研究生 68 人）；员工平均年龄 31 岁。

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；在职人员年龄结构较轻，专业职称、学历水平较高，能够满足公司日常运营工作需要。

4. 政府支持

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，加之票价由政府听证后制定，因此投入运营后可能会亏损，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。

资产及资金注入

2008 年，根据《关于成立南昌轨道交通有限公司的通知》批准，公司于 10 月 6 日正式成立，注册资本 1.50 亿元，由南昌市国资委以货币资金 5000 万元和 10000 万元位于南昌市朝阳洲路以北、桃花河以南土地使用权进行注资。

2011 年 11 月，根据《南昌市人民政府办公厅抄告单》（洪府厅抄字[2011]886 号）和南昌市国资委《关于你司增加注册资本金的通知》（洪国资产权字[2011]36 号），南昌市人民政府同意将 2009 年至 2011 年地方政府债券中拨付 21 亿元以注册资本金形式注入公司，由南昌市国资委代表政府履行出资人职责。

2013 年 2 月 1 日，根据《南昌市人民政府办公厅抄告单》（洪府厅抄字[2013]57 号），将金轨公司 100% 股权无偿划拨给南昌市国资委，再由南昌市国资委划拨注入公司，成为公

司全资子公司。截至 2014 年底，南昌市金轨公司资产总额 151.24 亿元，其中投资性房地产账面价值 108.27 亿元；土地使用权账面价值 31.39 亿元，值得注意的是南昌市政府注入的房地产自身盈利性差。经中铭国际评估，上述资产公允价值为 139.66 亿元（中铭评报字[2015]第 2021 号），评估增值-2.40 亿元。公司以金轨公司资产总额 151.24 亿元计入“资本公积”科目，以评估价值 139.66 亿元计入“投资性房地产”科目。

根据南昌市人民政府 2015 年 8 月出具的《洪府厅抄字[2015]642 号》和 2015 年 10 月出具的《洪府厅抄字[2015]656 号》。市政府共拨付 14.40 亿元建设资本金，计入“资本公积”科目。

根据 2015 年 8 月 31 日国开基金投资协议（合同编号：3610201504608010004）及 2016 年 1 月 20 日南昌市国资委文件-洪国资字[2015]9 号《关于国开发展基金公司增资入股南昌轨道交通集团有限公司的批复》，国开基金总计投入 16.00 亿元，其中 1.75 亿元计入“实收资本”科目，14.25 亿元计入“资本公积”科目。

2015 年 9 月，根据南昌市财政局出具的《洪财预文[2015]189 号》，市财政局安排 3.00 亿元用于补充轨道建设资本金，该笔资金 2015 年已经到位，计入“资本公积”科目。

政策支持

南昌市人民政府于 2009 年 10 月 10 日审议通过了《南昌市轨道交通发展专项资金管理办法》（洪府厅字[2009]390 号），建立了轨道交通发展专项资金，专项用于推进南昌市轨道交通项目建设，保障市轨交事业可持续发展。专项资金构成包括：①中央和省财政安排的资金；②市财政安排的轨道项目建设和债务偿还资金；③轨道交通运营收入；④轨道交通公司房地产开发收益；⑤项目沿线土地出让收益，以及其他可用于轨道交通项目的土地出让收益；⑥轨道公司及其所属全资或控股子公司市级有关建设规费返还以及运营期内各项税收的市级留成部分返还；⑦其他可用于轨道建设

发展的基金。根据 2009 年 6 月 2 日《南昌市人民政府办公厅抄告单》（洪府厅抄字[2009]360 号），公司快速轨道交通项目建设期间所涉税收，由地税局直属分局负责征管，并按南昌市现行收入征管体制缴库；作为市级收入，对按现行收入征管体制入县区级库的部分，年终通过财政上下级结算上解，全额用于项目建设。同时，为加强税收征管，根据南昌市人民政府出具的《关于加强我市快速轨道交通项目建设期间涉及市外企业税收征管有关问题的通知》（洪府厅字[2009]391 号），规定市外企业承揽南昌市快速轨道交通建设开发项目的原则上要求在南昌市设立分公司或分支机构，并办理税务登记，确保税款不流失；对企业承揽南昌市快速轨道交通建设开发项目的企业所涉税收、基金和收费，税收收入市级库，列市本级收入，县区不参与分成。

根据南昌市财政局出具的《关于注入南昌轨道交通集团有限公司资本金的通知》（洪财预[2012]28 号），2008~2011 年轨道交通项目建设期间缴纳的税收市、区留成部分 2493.4 万元作为市政府资本金注入公司，专项用于轨道交通项目建设。

根据南昌市财政局、南昌市交通运输局联合发文-洪财建文[2015]年 60 号《南昌市财政局、南昌市交通运输局关于请求批准建设低碳交通运输体系区域性试点项目调整资金分配方案的请示》及南昌市人民政府-洪府厅字[2015]575 号《南昌市人民政府办公厅关于建设低碳交通运输体系区域性试点项目调整资金分配方案的批复》，公司于 2015 年 12 月公收到专项资金 1860.00 万元。

项目建设资本金支持

根据国家发改委《关于南昌市轨道交通 1 号线一期工程可行性研究报告的批复》及南昌市人民政府于 2013 年 8 月 26 日出具的《南昌市人民政府关于南昌轨道交通 1 号线一期工程征地拆迁安置概算调整的批复》（洪府字[2013]42 号），同意南昌轨道交通 1 号线一期工程征地拆迁安置概算增加金额 221670.61 万

元，调整后的项目总投资额为 203.27 亿元。南昌市人民政府将按公司目前正在建的轨道交通 1 号线项目工程总投资 203.27 亿元，其中，资本金 45.00 亿元由南昌市财政承担；根据南昌市人民政府出具的《关于承诺为南昌市城市轨道交通建设投资的函》，南昌市人民政府将按公司目前正在建的 2 号线项目工程总投资 145.23 亿元，其中，资本金³44.00 亿元由南昌市财政承担，其余资金通过银行贷款及其他融资渠道解决。

建设资金来源与偿债保证支持

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

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

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

³ 2016 年项目建设资本金比例有所调整，故此次跟踪披露资本金数据与 2015 年跟踪有所差异。

拨权益价款的10%标准留成。上述留成资金由南昌市财政局按照标准拨付给公司。

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

2012年12月29日,南昌市财政局出具《南昌市财政局关于下达2012年财政补助资金的通知》(洪财预[2012]114号),同意向公司拨款32274.93万元,其中包括市土地储备中心收储公司土地给予的土地补偿款,用于补充公司企业发展基金,增强公司资本运营能力,缓解公司资金运转压力。2013年12月30日,南昌市财政局出具《南昌市财政局关于下达2013年财政补助资金的通知》(洪财预[2013]155号),同意向公司拨款94060.38万元,其中包括市土地储备中心收储公司土地给予的土地补偿款,用于补充公司企业发展基金,增强公司资本运营能力,缓解公司资金运转压力。2014年12月31日,南昌市财政局出具《南昌市财政局关于下达2014年财政补助资金的通知》(洪财预[2014]237号),同意向公司拨款63257.29万元,用于补充公司企业发展基金,增强公司资本运营能力,缓解公司资金运转压力。2015年,南昌市财政局出具《南昌市财政局关于下达2015年财政补助资金的通知》(洪财预[2016]32号),同意向公司拨款6.53亿元,用于补充公司企业发展基金,以上财政补贴计入公司“营业外收入”会计科目,2013~2015年,公司分别收到政府补贴资金9.41亿元、6.33亿元和6.53亿元。

总体看,在地铁投资建设方面,南昌市政府对公司的发展的支持力度大,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

跟踪期内,公司在部门设置方面有所调

整,公司下设组织人事部(机关党总支)、监察审计部、文化宣传部、办公室、投融资部、企业管理部、财务部、开发事业部、前期工作部、合约部、总师室、质量安全部、执法大队、工会、团委等20个业务职能部门,能够满足日常管理的需要。

除此之外,公司高管人员、管理体制、管理制度等其他方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是南昌市轨道交通投资建设、运营管理和资源开发的实施主体,目前公司地铁项目正处于前期建设阶段,公司收入主要为房地产开发收入以及商品销售收入,收入规模小。

2013年,金轨公司划转至公司,导致房地产开发经营收入大幅增长,此项业务目前主要为物业出租及管理收入。2013年公司实现主营业务收入1.09亿元,其中房地产开发收入0.68亿元,其他收入0.41亿元。2014年公司实现主营业务收入3.81亿元,其中房地产开发收入1.57亿元,其他收入2.24亿元。2015年公司实现主营业务收入6.93亿元,较2014年大幅增长81.89%,主要系南昌轨道及兰叶新材销售增加所致,其中房地产开发收入1.75亿元。

从毛利率看,房地产开发经营业务毛利率较高且保持稳定,2013~2015年分别为97.46%、98.34%和97.00%;公司其他收入主要为售予地铁施工公司的钢铁等建设材料收入,毛利率较低,2014和2015年分别为19.01%和16.45%。整体看,2013~2015年公司主营业务毛利率分别为63.05%、51.67%和36.74%。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2013年		2014年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产开发经营	6824.88	97.46	15690.19	98.34	17466.94	97.00
其他	4100.27	5.79	22421.59	19.01	51850.39	16.45
合计	10925.15	63.05	38111.78	51.67	69317.33	36.74

资料来源：公司审计报告

2. 主营业务

轨道交通投资建设

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

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

1号线项目一期工程线路全长28.7公里，计划总投资181.10亿元，根据局南昌市人民政府于2013年8月26日出具了《南昌市人民政府关于南昌轨道交通1号线一期工程征地拆迁安置概算调整的批复》（洪府字[2013]42号），同意南昌轨道交通1号线一期工程征地拆迁安置概算增加金额221670.61万元，调整后的项目总投资额为203.27亿元。截至2016年5月底1号线完成投资，其中，南昌市人民政府按规定出具资本金51.51亿元。1号线设站24座，全部为地下站，换乘车站共5座，与线网规划中4条轨交线路实现换乘。线路起自双港大道站，止于奥体中心站。截止2016年5月底，1号线全线开通运营。1号线起步价2元（6公里），计价标准为：超过6公里时采用“递远递减”的计价原则，6-8公里范围内单乘票价为3元，8-10公里范围内单乘票价为4元，10公里以上5元。1号线开通至2016年5月底，共形成票价收入8029.78万元。

2号线项目一期工程概算为145.23亿元，截至2016年4月底投资54.48亿元，南昌市人民政府按规定出具资本金59.54亿元。2号线线路起自站前南大道站，终于辛家庵站，正线单线全长约23.78公里，均为地下线，全线共设车站21座，均为地下站，平均站间距为1.14公里，其中换乘站6座，分别与轨道交通1号线及线网规划中的其它3条轨道交通线路进行换乘。2018年通车段全长11.88公里，设11座车站及1个过江中间风井，截至2016年5月底，过江中间风井已完成负三~五层主体结构施工；5座车站（雅苑路站、红谷中大道站、青山路口站、八一广场站、辛家庵站）在进行主体结构施工，6座车站（阳明公园站、福州路站、永叔路站、丁公路南站、南昌火车站、洪都中大道站）及福~八明挖区间在进行围护结构施工，红~阳区间、洪~辛区间正在盾构施工。

截至2016年4月底，南昌市财政局累计支付地铁建设资本金86.06亿元。其中，2009~2011年每年分别拨付资本金7.00亿元，计入公司“实收资本”；2012年以财政补贴形式拨付3.56亿元；2013年以财政补贴形式拨付16.24亿元（扣除土地整理业务成本后计入公司2013年“营业外收入”），地方债转贷资金4.00亿元，合计20.24亿元。2014年以财政补贴形式拨付6.33亿元，计入“营业外收入”，地方债转贷资金11亿元，计入“资本公积”。2015年，以财政补贴形式拨付6.53亿元，以资本金形式拨付17.40亿元，计入“资本公积”。南昌市人民政府对公司的1号线和2号线的资本金拨付相对工程投资进度滞后。

根据《南昌市城市总体规划(2001年~2020年)》制定的城市道路交通发展目标，截至2020年底，南昌市要整体实现交通方式结构的优

化，遵循“公交优先的城市交通发展战略”，加强轨道交通的规划和建设。除已开工建设的轨道交通 1、2 号线外，南昌市城市规划亦将地铁 3、4、5 号线纳入了交通线规划。未来，

南昌市轨道交通线网将呈“网格+放射状”结构，线网由 5 条线路构成，全程约 168 公里，共设站 128 座，其中换乘站 15 座。公司未来将承揽 3、4、5 号线轨道交通的建设和运营。

表 3 南昌市地铁总体规划

线名	线路功能	起讫点	长度 (km)	车站数 (座)	平均站间距 (km)
1 号线	线网中一条重要的东西向客运轴线，覆盖“人形”客流主走廊，为昌南、昌北两大核心区提供最为直接和便捷的快速交通联系，支持昌北新城及城东、城南、乐化组团和蛟桥、瑶湖片区的发展。	昌九城际铁路乐化站~江西师范大学	35.8	26	1.43
2 号线	线网中重要的一条南北向骨干线路，覆盖“人形”客流主走廊，连通新旧两城的核心区域，并分别覆盖了昌南老城与昌北新城南北向走廊上最重要的地区。	望城~罗家镇	41.6	34	1.26
3 号线	纵贯昌南老城的一条南北向骨干线，途经旧城核心区最重要的商业服务区，加强旧城核心区与南部莲塘组团中心区的联系。	莲塘~京东大道	26.8	22	1.28
4 号线	连接城东片区、朝阳片区以及红角洲片区的辅助线路，加强外围片区间的快速联通。	望城~京东大道	38.2	29	1.36
5 号线	串联长堍、朝阳、城南、城东、瑶湖等六大外围片区，连接产业园区中心和大学园区中心，引导外围片区和城镇组团的发展。	下罗地区~高新大道~民科路	34.2	25	1.42

资料来源：公司提供

房地产开发

公司房地产开发运营模式，南昌地铁建设将采用类似香港地铁的运作模式，即“地铁+社区”的运营模式是南昌地铁运营的核心模式。以地铁为核心，在规划和建造地铁时，由地铁公司先向政府取得开发地铁上盖或者毗邻土地的开发权利，并对地块进行总体规划。公司与专业地产商合作，公司以土地资产评估价值入股成立项目公司，并由项目公司具体负责运营和管理，公司不参与项目管理，每年参与利润分红。项目公司按照地铁的建筑要求投资兴建物业，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，这使得地铁公司能够得到长期稳定的现金流。

按照“地铁+社区”的经营模式，预计将在 1 号线周边建设 22 个上盖物业以及 3 个地下空间。目前，公司已经启动了 1 号线三个标志性“地铁+社区”模式项目的建设开发，地铁大厦、地铁时代广场项目及上盖物业项目，截至 2015 年底上述项目账面价值 6.89 亿元，计入公司存货-开发成本。

地铁大厦项目，位于南昌红谷滩新区 CBD

中央商务核心区。项目占地 20.76 亩，总建筑面积 13.7 万平方米，总投资 13 亿元。项目整体定位为超甲 A 级写字楼。项目建成后，南昌轨交集团可持有 10 万平方米商业办公面积，其中 4 万平方米作为轨道交通控制中心和自用办公使用。据估算，持有物业价值在 20 亿元，运营初期租金年收入约为 3900 万元。截至 2015 年年底项目已经 100%完工。

地铁时代广场项目，位于南昌市红谷滩新区凤凰洲片区，项目总用地面积约为 83846 平方米。项目将打造一个集住宅、商业、办公为一体的地铁城市综合体。项目与地铁站点通道连接，实现无地面停车和地下室与车站直接连通，紧扣“地铁+社区”的设计理念。项目整体开发由公司与万科集团共同合作开发，其中公司持股 40%，万科持股 60%，项目具体开发由万科负责。项目建成后，公司将获得约 8 亿元的土地款返还，1 亿元的现金销售收入，3 万平方米办公以及 1.2 万平方米商业物业。物业市价约为 6 亿元。物业出租收益预计年租金约为 1000 万元。截至 2016 年 4 月，项目累计完成投资 6.76 亿元，1#楼完成至主体结构封顶，砌筑 35 层，2#楼装修移交完成；3#塔

吊拆除，厨卫间、阳台墙地砖完成，4#、5#楼二遍腻子施工完成 60%，6#楼完成装修湿作业，6#东西山墙淋水、铝窗淋水关闭，公共部位湿作业完成 20-33 层，7#、8#一遍腻子完成 60%；9#楼保温施工完成，国土局大楼完成砌筑工程。

公司房地产开发业务板块主要由子公司南昌轨道交通资产经营有限公司以及金轨公司经营。南昌轨道交通资产经营有限公司主营的房地产类业务包括物业管理、房地产经纪以及自有房产租赁等，2015 年，资产经营公司实现房地产开发经营收入 850.94 万元，较 2014 年增长 8.85%。金轨公司主营房地产开发、自有房屋租赁、酒店企业管理以及实业投资，2015 年，实现收入 14509.70 万元。目前公司房地产开发业务 2014 年和 2015 年分别实现收入 15690.19 万元和 17466.94 万元。

其他收入

公司其他收入主要为售予地铁施工公司的钢铁等建筑材料收入。2015 年，实现其他收入 5.20 亿元，较 2014 年大幅增长 131.27%，主要系子公司销量大幅增长所致。其中，钢贸收入 21974.86 万元；混凝土业务收入 30276.43 万元。

总体看，公司成立时间短，目前主要承担南昌市轨道交通建设，业务尚处于起步阶段，规模小；同时公司政府资本金拨付受南昌规划范围内及地铁沿线土地出让影响，拨付时间存在一定不确定性。但未来随着南昌市地铁线路的建成投产及周边房产、商业物业、社区开发完成，公司业务盈利性前景较好。

3. 未来发展

公司作为南昌市城市轨道交通的唯一主体，承担着南昌市城市轨道交通建设的重任，将在南昌市政府的规划下统筹安排，建立起以公共交通为主体的多层次、高效能、立体化的综合客运交通体系，满足南昌市各发展阶段的交通需求，形成一个覆盖城市全部组团的轨道网，促进城市发展轴形成，加速都市圈、城市

组团和新区开发建设。根据南昌市“十二五”规划，南昌市轨道交通线网将由三主、两辅共 5 条线路构成。线网共分两阶段建设，第一阶段计划 2020 年前建成主线路 1、2、3 号线，形成市区客运交通的南北向和东西向主通道，初步发挥骨架网络的规模效应；第二阶段计划于 2020 年之后逐步建成 4、5 号线辅线，并完成 5 条轨交线路延伸段的建设，形成完整的轨道交通线网。另一方面，公司对南昌地铁的相关空间资源以及土地资源进行经营管理，城市轨道交通项目的建设将进一步有效带动城市房地产及商业的快速发展，有效提升地铁周边土地的市场价值。公司在长远的发展中，将加大已成熟土地的商业开发以及对中山路段有关土地资源的开发。同时，重点加快地铁大厦、青少年宫，蛟桥停车场上盖等开发项目的建设，进一步完善公司“地铁+社区”的发展模式。

公司 2016 年计划投资 65.01 亿元，主要是轨道交通建设投资 45 亿元，土地收储投资 15 亿元，未来公司建设逐步开展，面临一定的融资压力。

表 4 南昌市轨道交通集团 2016 年投资计划

投资任务	年度计划投资（万元）
轨道交通建设	450000.00
地产开发	50096.00
土地收储	150000.00
运营开支	--
建设期利息	10.96
合计	650106.96

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司与 2015 年 8 月 3 日发行了“15 洪轨债 02”36 亿元。募集资金全部用于南昌市轨道交通 2 号线项目（以下简称“2 号线项目”）一期工程建设，截至 2016 年 4 月底，募集资金全部使用完毕，项目进展顺利。

2 号线项目一期工程计划投资总额 145.23 亿元，其中资本金 44.00 亿元，占总计划投资额 30.30%，截至 2016 年 4 月底，2 号

线项目资本金总共到位 26.90 亿元，已完成投资 54.48 亿元。

根据工程规模、施工方法、建设条件及目前所处阶段，南昌市轨道交通 2 号线一期项目于 2013 年 11 月份开工，计划 2017 年 7 月份建成通车。

九、财务分析

公司提供的 2012~2014 年三年连审审计报告及 2015 年审计报告已经大华会计师事务所⁴（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2015 年底，公司合并范围内子公司 6 家。合并范围变化方面，2013 年新增合并单位 2 家，其中金轨公司 100.00% 股权全部无偿划转注入南昌轨道交通集团有限公司；子公司南昌轨道交通地产开发有限公司新投资全资设立南昌地铁时代置业有限公司，导致 2013 年合并范围资产、权益和收入等科目大幅增长。2014 年公司合并范围单位减少和新增各 1 家，其中上期设立的子公司南昌地铁时代置业有限公司因股权转让不再纳入合并报表范围中；公司新投资江西兰叶新型材料科技有限公司，持股比例为 22.50%，因对其实际控制，所以在本期被纳入合并报表范围中。2015 年公司合并范围单位新增一家，为南昌地铁电视有限公司，持股比例为 51%，为公司与南昌广播电视台合作运营南昌地图电视，合作期 10 年。总体看，合并范围的变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 473.35 亿元，所有者权益 248.17 亿元（含少数股东权益 1.10 亿元）；2015 年公司实现营业收入 6.93 亿元，实现利润总额 7.48 亿元。

1. 盈利能力

⁴针对 2016 年 5 月 13 日，中国证监会对大华会计师事务所、兴华会计师事务所、瑞华会计师事务所及银信等 3 家资产评估机构启动立案调查事项，大华会计师事务所出具说明：南昌轨道交通集团有限公司 2015 年度财务报表审计项目的签字注册会计师未曾参与证监会立案调查项目。

公司是南昌市轨道交通投资建设、运营管理和资源开发的实施主体，目前公司地铁项目正处于前期建设阶段，公司收入主要为商品销售收入，物业租赁管理收入和其他业务收入规模较小。公司 2015 年实现营业收入 6.93 亿元，同比增长 64.25%，主要系子公司南昌轨道交通资产运营有限公司及孙公司江西兰叶新型材料科技有限公司销售增加所致，其中房地产开发收入 1.75 亿元。

从期间费用看，公司期间费用规模小，表现为管理费用。2015 年公司费用化利息支出为 1.76 亿元，同比微幅上涨，公司费用控制能力仍处于较好水平。

2015 年公司营业外收入为 6.62 亿元，同比增长 4.68%，主要为根据南昌市财政局洪财预[2014]第 237 号文件下达的财政补助资金，用于专项补贴南昌轨交的企业发展基金。在营业外收入的有力补充及营业收入的增长的带动下，2015 年公司利润总额为 4.78 亿元，同比增长 58.31%。整体看，公司利润总额对政府补贴的依赖性强。

从公司的各项盈利指标上来看，2015 年营业收入为 6.93 亿元，同比大幅增长 64.35%。公司 2015 年营业利润率指标为 30.85%。公司总资产收益率波动下降，净资产收益率波动上升，2015 年分别为 1.64% 和 2.91%。

总体而言，由于公司处于投建初期，其经营业务尚未完全开展，另外公司轨道交通项目建设周期较长，短期难以形成经营收入，公司目前收入受公允价值变动影响较大，且对政府补助依赖性较强。公司作为南昌市唯一从事轨道交通设施建设的国有企业，得到市政府的大力支持，按照南昌市城市发展规划要求，公司未来业务量将会持续增加，从而保证公司营业收入及利润的稳定增长。

2. 现金流及保障

经营活动方面，受往来款减少的影响，公司经营产生的现金流入有所下降，2015 年为 16.99 亿元，同比下降 45.02%。2015 年，

公司收到其他与经营活动有关的现金 11.10 亿元，主要是往来款 3.42 亿元、财政补贴资金 6.62 亿元。2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 6.27 亿元，主要为土地平整开发支出；公司支付其他与经营活动有关的现金 1.10 亿元，同比大幅下降 93.41%，主要系公司支付手续费及往来款大幅减少所致；由于 2015 年公司支付其他与经营活动有关的现金大幅下降，公司经营性现金流净额为 8.25 亿元，同比增长 20.16%。从现金收入实现质量方面来看，2015 年现金收入比为 85.02%，现金收入质量有所提升。

投资活动方面，伴随轨道交通项目建设逐步展开，公司投资活动产生的现金净流出规模较大。2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-80.17 亿元，主要系公司支付其他与投资活动有关的现金（购买理财产品）大幅增加所致。

筹资活动方面，公司为保障轨道交通建设资金，持续保持对外融资，筹资活动产生的现金流量净额快速增加，2015 年为 81.57 亿元，同比增长 171.36%。2015 年收到其他与筹资活动有关的现金 3.67 亿元，其中 3.00 亿元为南昌市政府拨付的地铁项目建设资金。

总体看，伴随着地铁建设工作的推进，投资活动现金净流出规模大。虽然项目资本金的拨付缓解了公司投资压力，但由于地铁项目所需建设资金规模较大，公司对外部融资仍具有较强依赖性。

3. 资产质量

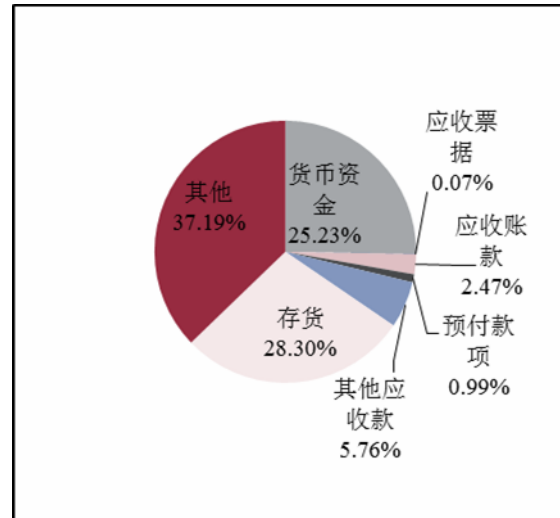
近年来随着地铁项目建设的推进，公司资产快速增长，截至 2015 年底为 473.35 亿元。从资产结构看，公司以非流动资产为主（占 79.93%），非流动资产占比较 2014 年有所下降。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产为 95.01 亿元，同比增长 113.69%。公司流动资产主要由存货（占 28.30%）、货币资金（占 25.23%）

和其他应收款（5.76%）构成。

图 3 截至 2015 年底流动资产结构



资料来源：审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 23.97 亿元，主要为银行存款。2015 年公司货币资金余额同比大幅增长 69.59%，主要是由地铁建设资金需求量较大，公司借款增加所致。货币资金中受限资金为 0.24 亿元，受限比率 1.00%，货币资金流动性高。

公司应收账款科目主要是子公司南昌轨道交通资产经营有限公司供给施工单位用于地铁建设的钢材销售款，应收账款本期较上年增加，系江西兰叶新型材料科技有限公司销售水泥款增加所致。截至 2015 年底为 2.35 亿元，其中账龄在一年以内占比 98.86%。公司预付账款规模小主要为预付工程款，由于公司地铁建设尚处于前期阶段，投入较小，仅为 0.95 亿元。

公司其他应收款主要是保证金和往来款，截至 2015 年底为 5.47 亿元，较 2014 年微幅下降 3.99%，应收前五大欠款方款项合计 3.35 亿元，占比 61.21%，集中度较高。

表 5 2015 年底其他应收款前五名欠款情况

单位名称	金额 (亿元)	占比 (%)	性质
南昌地铁时代置业有限公司	2.93	53.58	往来款
南昌银行工人支行	0.25	4.60	保函押金
江西南昌供电公司	0.11	1.93	押金及往来款

中共江西省委办公厅机关后勤服务中心	0.03	0.55	借款
南昌市第一建筑工程公司	0.03	0.55	工程借款
合计	3.35	61.21	

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司存货为 26.88 亿元，同比增长 22.41%，主要由地铁沿线土地（22.03 亿元）及房地产开发成本（4.70 亿元）构成。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产为 378.34 亿元，主要由在建工程（占 56.74%）、投资性房地产（占 36.99%）、和其他非流动资产（占 3.19%）构成。

截至 2015 年底，公司投资性房地产经中铭国际评估公允价值为 139.95 亿元（中铭评报字[2015]第 2021 号），评估价值增加 0.35 亿元。2015 年公司投资性房地产较 2014 年减少 4.92%，减少系原划拨房地产部分划回原单位，根据南昌市国资委批复下账，减少投资房地产公允价值变动 59.38 万元，原划拨资本公积 494.22 万元。

截至 2015 年底，公司在建工程 214.67 亿元，同比增长 41.17%，主要为地铁 1、2 号线项目建设，以及地铁 3 号线的前期准备工作。同比大幅增长主要系地铁 1、2 号线一期工程的投资金额增加影响。未来，随着公司轨道项目的进一步开发，公司在建工程规模还将进一步扩大。

公司固定资产主要是随着近两年地铁 1、2 号线的陆续动工，公司购进的电子、运输及机器设备，截至 2015 年底为 10.77 亿元，2013 年年底仅为 0.07 亿元，大幅增长原因主要系公司房屋建筑物大幅增加所致。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 11.75 亿元，同比波动下降 14.84%。公司其他非流动负债主要为根据 2012 年 12 月洪府厅（2012）513 文件，公司对江西省铁路投资集团公司投资 1.70 亿元，该投资尚在进行中计入其他非流动资产；项目分公司预付工程款（11.09 亿元）。公司 2015 年其他非流动资产有所下降主要是公司预付工程款减少所致。

随着南昌市城市建设的快速发展，南昌市政府对基础设施建设与公用事业的投资力度不断加大，公司作为南昌市唯一的轨道交通设施建设主体，南昌市政府给予了公司大力的支持，将国有资产以作价出资和划拨的形式注入公司，以及地铁工程施工的推进，使得资产规模逐年增长。整体看，公司资产以非流动资产（在建工程和投资性房地产）为主，资产流动性一般，资产质量尚可。

4. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 248.17 亿元（包含少数股东权益 1.10 亿元），同比增长 13.42%，其中，实收资本占比 9.77%，资本公积占比 78.64%，盈余公积占比 1.04%，未分配利润占比 10.11%。

截至 2015 年底，公司资本公积 195.16 亿元，较 2014 年增加 31.60 亿元，主要为：2015 年 5 月 6 日，根据南昌市国有资产监督管理委员会《洪国资产权字[2015]9 号》文件，关于将西湖区朝阳住宅小区 31 栋 1 单元 142 室等 2 套解困房产权划回原单位，下账房产 64.76 万元；2015 年 8 月 15 日，根据南昌市人民政府办公厅抄告单《洪府厅抄字[2015]642 号》文件，市财政局拨付 4.40 亿元建设资本金；2015 年 8 月 31 日，根据国开发展基金投资协议及 2016 年 1 月 20 日南昌市国有资产监督管理委员会文件洪国资字[2015]9 号《关于国开发展基金公司增资入股南昌轨道交通集团有限公司的批复》，国开发展基金公司投入 16 亿元资金，其中 1.75 亿元计入实收资本，14.25 亿元计入资本公积；2015 年 9 月 2 日，根据南昌市财政局《洪财预文[2015]189 号》，市财政安排 3.00 亿元用于补充轨道资本金；2015 年 10 月 10 日，根据南昌市人民政府办公厅抄告单《洪府厅抄字[2015]656 号》文件，市财政局拨付给公司 10 亿元建设资本金。

总体看，公司所有者权益结构稳定性好。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 225.18 亿元，同比增长 46.10%，其中流动负债占 11.81%，非流动负债占 88.19%。

截至 2015 年底，公司流动负债为 26.60 亿元，同比增长 44.24%，主要系应付账款增加所致。其中占比较高的有应付账款（占 55.56%）、短期借款（占 2.26%）和其他应付款（占 31.72%）。

截至 2015 年底，公司短期借款为 0.60 亿元，为信用借款。

截至 2015 年底，公司应付账款为 14.87 亿元，同比大幅增长 50.39%，主要是随着地铁一号线、二号线和三号线建设项目陆续启动，公司应付施工方相应的工程保留金增加所致。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 8.44 亿元，同比增长 11.78%，主要系江西新华发行集团有限公司南昌市分公司（4.00 亿元）、江西赣卫招待所（0.60 亿元）和南昌市电影发行放映公司（0.60 亿元）等单位的回购保证金。

截至 2015 年底，公司长期应付款为 6.47 亿元，全部为 2015 年新增款项，主要为公司地铁项目管理分公司与工银金融租赁有限公司签订融资租赁租赁合同，应付工银租赁融资租赁款项 5.99 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 155.35 亿元，同比增长 46.60%，主要系长期借款及应付债券增加所致。随着公司地铁建设的推进，公司长期借款快速增长，2015 年为 155.35 亿元，同比增长 15.19%，主要是质押借款新增 14.08 亿元，保证借款新增 10.00 亿元。

截至 2015 年底，公司债务总额为 192.31 亿元。随着南昌市地铁建设的逐步推进，预计公司债务将进一步增加。从债务期限结构看，公司债务以长期债务为主符合地铁建设回收期长的特征。截至 2015 年底，短期债务占比 0.55%，长期债务占比 99.45%，公司债务以长期债务为主。

债务指标方面，截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资

本化比率有所上升，分别为 47.57%、43.66% 和 43.52%，公司整体债务负担较轻。

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

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2015 年，公司流动比率和速动比率分别为 357.24% 和 256.15%；经营现金流流动负债比为 31.04%，较 2014 年有所下降。总体看，公司短期债务少，货币资金较为充裕，短期偿债能力好。

从长期偿债能力看，2015 年，随着利润规模增长，公司 EBITDA 较 2014 年有所增长，为 9.48 亿元；同期公司全部债务/EBITDA 波动上升，2015 年为 20.28 倍。从指标上看，由于公司营业收入及财政补贴相对较低，使得公司 EBITDA 对全部债务的保障能力弱。但考虑到南昌市政府对公司支持明确，由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入和到期债务的还本付息，且政府给予营运补亏支持，加上未来公司将获取地铁运营收益和土地运作收益，综合来看，公司整体偿债能力适宜。

公司发行的 36 亿元“15 洪轨债 02”将于 2030 年 8 月 3 日到期，其中品种一于公司依照发行条款选择全额兑付前长期存续，并在公司依据发行条款选择全额兑付时到期，以每 3 个计息年度为一个周期，在每 3 个计息年度末附公司续期选择权，公司有权选择将本品种债券期限延长 3 年，或选择在该计息年度末到期全额兑付本品种债券；品种二期限为 15 年。在第 5 和 10 个计息年度末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。2015 年，公司现金类资产和经营活动现金流入量分别为 24.04 亿元和 16.99 亿元，是“15 洪轨债 02”的 0.67 倍和 0.47 倍。公司现金类资产和经营活动现金流入量规模对“15 洪轨债 02”的保障能力弱。

考虑到本期债券偿债资金来源主要为企

业日常经营、地铁票务收入、地铁附带的通信、传媒业务等综合收入，土地资源管理收入以及物业管理收入等。

(1) 公司盈利对本期债券的保障

跟踪期内，公司营业收入稳步增长，2015年为69317.33万元，利润总额波动增长，2015年为7.48亿元，净利润达到7.21亿元。整体看，企业营业收入、利润总额和净利润整体呈波动增长态势，未来随着公司在建地铁项目的建成及地铁周边物业的开发利用，公司盈利能力有望提升，对本期债券偿还的保障能力将逐步提高。

(2) 公司未来现金流对本期债券的保障

公司计划从2015年至2019年每年通车一条地铁线，其中地铁一号线已经通车，1号线起步价2元（6公里），计价标准为：超过6公里时采用“递远递减”的计价原则，6-8公里范围内单乘票价为3元，8-10公里范围内单乘票价为4元，10公里以上5元。1号线开通至2016年5月底，共形成票价收入8029.78万元。

至2020年，南昌地铁将完成5条线网建设。据公司规划测算，至2017年2号线通车后，全日客流量将达到59.36万人次，以目前市场平均票价水平计算，公司年票务收入预计超过7.58亿元人民币。未来随着轨交3、4、5号线的陆续开通，公司票务收入还将有巨大的提升空间。

(3) 政策支持对本期债券的保障

为缓解南昌市交通拥堵问题，同时进一步提升中心城区功能，南昌市政府对公司的城市轨道交通建设给予大力支持。南昌市人民政府于2009年10月10日审议通过了《南昌市轨道交通发展专项资金管理办法》（洪府厅字[2009]390号），建立了轨道交通发展专项资金，专项用于推进南昌市轨道交通项目建设，保障市轨交事业可持续发展。同时，根据南昌市人民政府出具的《南昌市人民政府印发关于配置土地资源保障轨道交通建设决定的通知》（洪府发[2013]8号），市政府决定通过留成土

地出让金及配置土地资源保障南昌市轨道交通建设资金需求。南昌市财政局在国家开发银行江西省分行设立“轨道交通发展专项资金”专户，负责对资金的筹集、分配和使用进行监督和管理，这为本期债券的期偿还提供了进一步的保障。

整体看，跟踪期内公司对本期债券仍具有较强的偿付能力。

公司银行授信以地铁项目授信为主。截至2016年4月底，南昌地铁1号线项目总授信额度为196.20亿元，总计已使用额度为139.27亿元，未使用额度为56.93亿元；地铁2号线项目总计获得人民币贷款151.00亿元，已使用额度为57.69亿元，未使用额度为93.31亿元。此外，地铁2号线项目已经获得了世界银行2.50亿美元的贷款，目前公司已实际提款2.99亿人民币。总体看，公司融资渠道畅通，外部资金支持充裕。

截至2015年底，公司无对外担保。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的2016年6月13日中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（B201503030068911329），截至2016年5月13日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

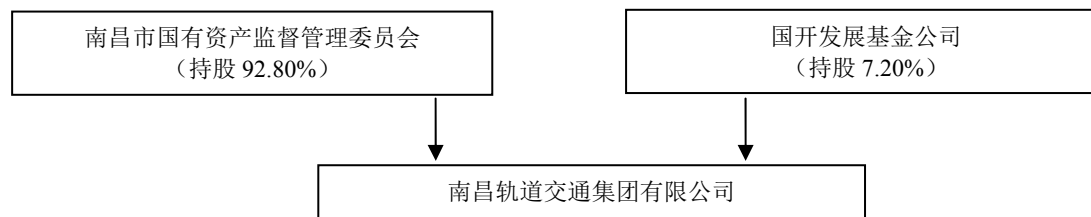
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及南昌市区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到南昌市政府对于公司在项目建设资金、偿债保证、运营补贴等方面的各项支持，公司整体抗风险能力强。

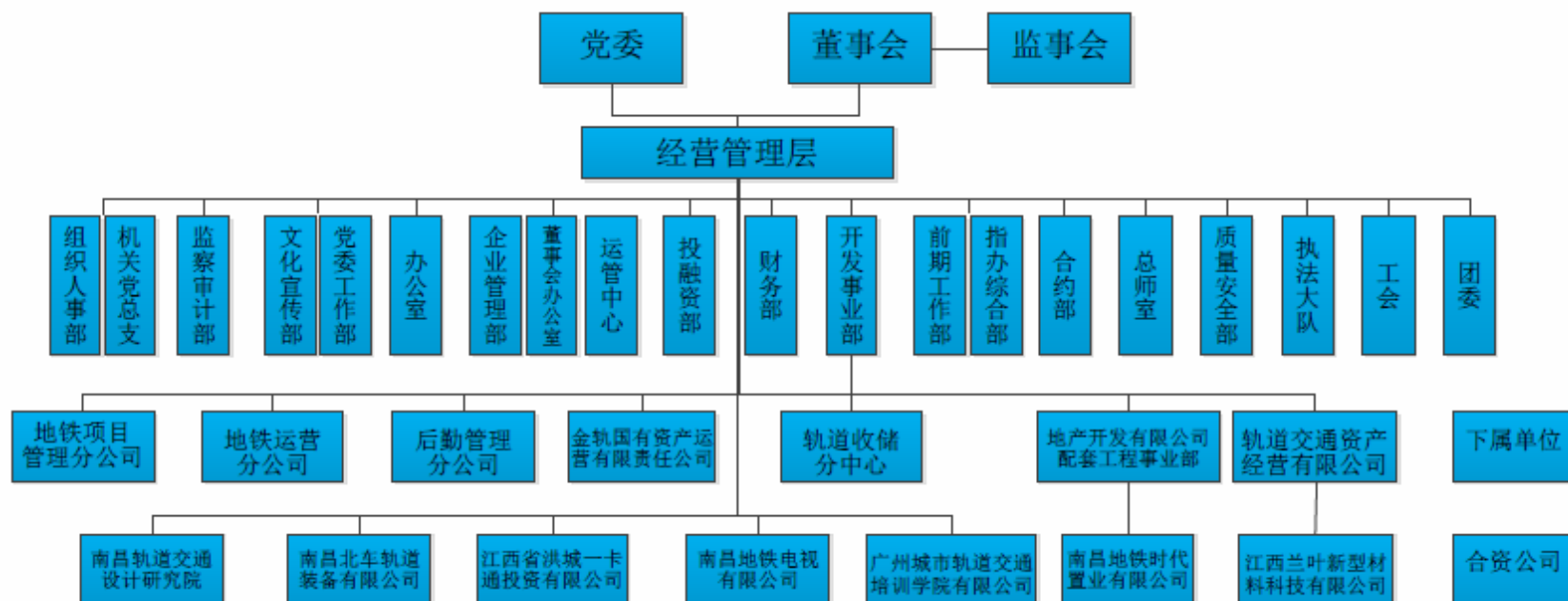
十、结论

综合考虑，联合资信维持南昌轨道交通集团有限公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15洪轨债02”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	12.94	14.14	24.03
资产总额(亿元)	317.63	361.70	473.35
所有者权益(亿元)	192.92	207.58	248.17
短期债务(亿元)	6.92	0.36	1.06
长期债务(亿元)	102.75	134.87	191.25
全部债务(亿元)	109.67	135.23	192.31
营业收入(亿元)	1.22	4.22	6.93
利润总额(亿元)	13.76	4.72	7.48
EBITDA(亿元)	15.36	6.79	8.03
经营性净现金流(亿元)	7.60	6.87	8.25
财务指标			
销售债权周转次数(次)	9.23	6.62	4.05
存货周转次数(次)	0.03	0.07	0.18
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.02
现金收入比(%)	135.38	77.63	85.02
营业利润率(%)	45.46	45.25	30.85
总资本收益率(%)	4.70	1.98	1.64
净资产收益率(%)	6.56	2.43	2.91
长期债务资本化比率(%)	34.75	39.38	43.52
全部债务资本化比率(%)	36.24	39.45	43.66
资产负债率(%)	39.26	42.61	47.57
流动比率(%)	205.96	238.11	357.24
速动比率(%)	66.98	120.49	256.15
经营现金流动负债比(%)	36.36	36.79	31.04
全部债务/EBITDA(倍)	7.14	19.92	23.94

附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

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

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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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。