

# 跟踪评级公告

联合[2017] 1139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<sup>+</sup>，评级展望为稳定，维持“15洪轨02/15洪轨债02”、“16洪轨01/16洪轨可续期债01”的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一七年六月二十六日



---

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(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跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定  
上次评级结果: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定

### 债项信用

| 债券名称                  | 债券余额  | 起息日        | 期限                | 跟踪评级结果          | 上次评级结果          |
|-----------------------|-------|------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| 15 洪轨 02/15 洪轨债 02    | 36 亿元 | 2015/08/03 | 5+5+5             | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> |
| 16 洪轨 01/16 洪轨可续期债 01 | 5 亿元  | 2016/06/29 | 3+3N <sup>1</sup> | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> |

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 26 日

### 财务数据

| 项目                | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 现金类资产(亿元)         | 14.14  | 24.03  | 37.92  |
| 资产总额(亿元)          | 361.70 | 473.35 | 556.09 |
| 所有者权益(亿元)         | 207.58 | 248.17 | 297.83 |
| 短期债务(亿元)          | 0.36   | 1.06   | 2.08   |
| 长期债务(亿元)          | 134.87 | 191.25 | 214.85 |
| 全部债务(亿元)          | 135.23 | 192.31 | 216.94 |
| 调整后全部债务(亿元)       | 135.23 | 198.78 | 224.02 |
| 营业收入(亿元)          | 4.22   | 6.93   | 6.79   |
| 利润总额(亿元)          | 4.72   | 7.48   | 9.16   |
| EBITDA(亿元)        | 5.17   | 8.06   | 9.81   |
| 经营性净现金流(亿元)       | 6.87   | 8.25   | 6.47   |
| 营业利润率(%)          | 45.25  | 30.85  | 28.70  |
| 净资产收益率(%)         | 2.43   | 2.91   | 2.91   |
| 资产负债率(%)          | 42.61  | 47.57  | 46.44  |
| 全部债务资本化比率(%)      | 39.45  | 43.66  | 42.14  |
| 调整后全部债务资本化比率(%)   | 39.45  | 44.47  | 42.93  |
| 流动比率(%)           | 238.11 | 357.24 | 250.27 |
| 经营现金流动负债比(%)      | 36.79  | 31.04  | 18.38  |
| 全部债务/EBITDA(倍)    | 26.15  | 23.85  | 22.12  |
| 调整后全部债务/EBITDA(倍) | 26.15  | 24.65  | 22.85  |

注: 调整后全部债务=全部债务+长期应付款

### 分析师

常楚笛 宋金玲

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

### 评级观点

南昌轨道交通集团有限公司(以下简称“公司”)是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专营性地位。跟踪期内,公司在地铁建设项目方面持续获得政府的大力支持,公司资产规模进一步扩大,利润总额保持增长。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。

跟踪期内,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。未来,随着地铁线路投入运营,票价收入回流也将进一步补充公司项目建设资金。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>,评级展望为稳定,并维持“15洪轨02/15洪轨债02”、“16洪轨01/16洪轨可续期债01”信用等级为AA<sup>+</sup>。

### 优势

1. 南昌市经济持续增长、财政收入水平快速提高,公司外部发展环境持续向好。
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,继续对公司项目建设提供有力支持。
3. 国开发展基金持续对公司注资,公司规模进一步扩大,利润总额持续增长。
4. 2016 年地铁一号线正式运营,未来地铁票价收入回流一定程度上补充公司项目建设资金。

<sup>1</sup> N 为续期数,下同。

## 关注

1. 南昌市地铁仍处于建设初期，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. 地铁项目建设周期长，投资规模大，具有较强公益性特征。
3. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，随着南昌市轨道交通整体规划的快速推进，公司未来资本支出金额较大，面临一定融资压力。
4. 公司获得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。

## 声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

# 南昌轨道交通集团有限公司跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“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

2016年3月和7月，股东国开发展基金公司对公司进行增资，共增加注册资本1.91亿元，截至2016年底，公司注册资本及实收资本为26.15亿元，其中南昌市国资委持股86.04%，国开发展基金公司持股13.96%。公司实际控制人未发生变化，仍为南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，截至2016年底，公司财务报表中并表子公司共5家（具体详见附件1-2）。公司下设党委工作部、团委、工会、人力资源部、

监察审计部、办公室、前期工作部、指挥综合部、战略发展部、董事会办公室、企业管理部、法务部、开发事业部、投融资部、财务部、合约部、总师室、党委工作部、质量安全部、执法大队、安保部21个业务职能部门。截至2017年5月底，公司本部员工总数为3071人。

截至2016年底，公司合并资产总额556.09亿元，所有者权益297.83亿元；2016年公司实现营业收入6.79亿元，实现利润总额9.16亿元。

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：李云峰。

## 三、债券概况与募集资金使用情况

### 1. 债券概况

截至2016年底，公司已发行并存续债券共两只，债券余额合计41.00亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期足额支付存续债券利息。

表1 截至2016年底公司存续债券概况（单位：亿元）

| 债券名称                  | 发行金额         | 起息日        | 期限        | 债券余额         | 还本付息方式  |
|-----------------------|--------------|------------|-----------|--------------|---|
| 15 洪轨 02/15 洪轨债 02    | 36.00        | 2015/08/03 | 5+5+5     | 36.00        | 在每5个计息年度末，公司有权决定是否调整票面利率；投资者有权选择是否按面值全部或部分回售给公司该品种（品种二）债券，公司有权选择将回售的债券进行转售或予以注销   |
| 16 洪轨 01/16 洪轨可续期债 01 | 5.00         | 2016/06/29 | 3+3N      | 5.00         | <b>调整票面利率：</b> 在本品种债券存续的前4个重定价周期内，票面利率由基准利率加上基本利差确定，如延期，则第5、6个重定价周期内，票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上300个基点、600个基点； <b>延期：</b> 在每个重定价周期末，公司有权选择将该品种债券期限延长一个重定价周期，或选择在该重定价未到期全额兑付该品种债券 |
| <b>合计</b>             | <b>41.00</b> | <b>--</b>  | <b>--</b> | <b>41.00</b> | <b>--</b>   |

资料来源：联合资信整理

### 2. 募集资金使用情况

截至2016年底，存续债券“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”和“16 洪轨 01/16 洪轨可续期债 01”募集资金均全部用于南昌市轨道交通2号线一期工程项目，项目计划总投资145.23亿元，目前已投入91.47亿元，募集资金均已使用完毕，项目进展顺利。

## 四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业

结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下

行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所

增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

## 五、行业及区域经济环境

### （一）轨道交通建设行业

#### 1. 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。

#### （1）行业需求分析

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。

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，根据《城市轨道交通2016年度统计和分析报告》，截至2016年底，中国共有30个城市开通运营城市轨道交通，共计133条线路，运营线路总长度达4152.8公里。其中，地铁3168.7公里，占76.3%；其他制式城轨交通运营线路长度984.1公里，占23.7%。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）行业竞争概况

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。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）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。

## 2. 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。

## 3. 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，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。

## 4. 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。

#### **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。

### **5. 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。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。

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。

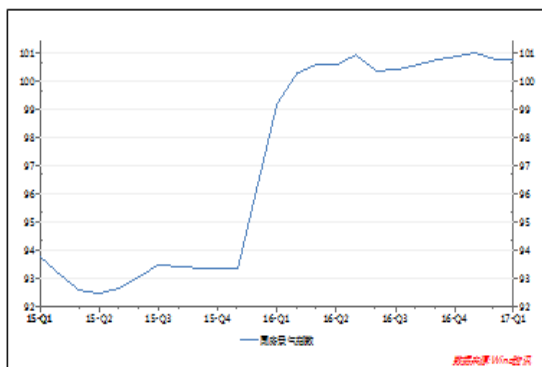
总体看，国家为有效推进铁路建设，致力于从投融资体制改革，进一步明确铁路的市场化发展方向，将有利于激活铁路轨道交通基础设施市场活力，推动中国轨道交通建设发展。

## （二）房地产行业

### 1. 房地产行业分析

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 1 2015 年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016 年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增长 6.90%；其中住宅投资 6.87 万亿元，同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。

房地产销售方面，2016 年销售增速呈现先升后降的态势。2016 年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016 年 10 月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016 年全年商品房销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.41%，共实现销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.80%。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2016 年百城住宅价格累计上涨 18.71%，较 2015 年全年扩大 14.56 个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12 月百城均价环比涨幅分别收窄 1.18 个、0.13 个和 0.21 个百分点。

### 土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016 年全国 300 个城市共推出各类用地 18.2 亿平方米，同比下降 11.0%，降幅较 2015 年收窄 7.8 个百分点，整体仍处于较低水平。2016 年全国 300 个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交 15.0 亿平方米，同比下降 5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金 2.9 万亿元，同比增长 30.3%。2016 年全国 300 个城市 2016 年各类用地成交楼面均价为 1904 元/平方米，同比上涨 38.7%，平均溢价率为 43.13%，较 2015 年提高 26.91 个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市 2017 年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016 年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的 14.92%、29.09% 和 16.92%，其中房地产贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大。截至 2016 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 2.52 万亿元，同比增长 38.30%，增速有所回落。进入 2017 年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

### 政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至 11 月末调控政策仍在持续加码中。

2016 年 12 月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。

2017 年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017 年 3 月以来，已经有 18 个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分 16 年未出台政策的包括长沙、石家庄、

青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

### 行业竞争

2016 年，销售额超过百亿元的房企达到 131 家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016 年百强房企的市场占有率为 40.8%，销售额增速为 52.5%，行业集中度加速提升，而其中 top30 的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016 年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016 年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016 年 9 月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能有小幅回调，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

### （三）区域经济环境

#### 1. 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 2016 年国民经济和社会发展统计公告》，2016 年，南昌市地区生产总值（GDP）4354.99 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.0%。其中南昌县超 600 亿元，完成 666.71 亿元；青山湖区超 500 亿元，完成 539.03 亿元；超 400 亿元县区 3 个，为高新开发区、西湖区，东湖区，分别完成 496.66 亿元、465.06 亿元和 417.69 亿元。全市三次产业结构调整为 4.2: 53.0: 42.8。人均生产总值 81598 元，按年均汇率折算为 12285 美元，按可比价格计算，增长 7.6%。在全市生产总值中，非公有制经济实现增加值 2397.66 亿元，按可比价格计算，增长 10.2%。

近年来，南昌市快速发展，全社会固定资产投资增幅明显。投资总量方面，全市 500 万元及以上固定资产投资完成 4540.26 亿元，比上年增长 13.5%，其中，工业投资 1625.86 亿元，增长 4.7%；房地产开发投资 674.60 亿元，增长 39.0%。全年全市投资施工项目 7337 个，其中新开工项目 8165 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 38.80 亿元，增长 8.9%；第二产业投资 1658.47 亿元，增长 3.9%；第三产业投资 2843.00 亿元，增长 20.1%。三次产业在固定资产投资中所占比重由 2015 年的 0.9:39.9:59.2 调整为 2016 年的 0.9:36.5:62.6。

南昌市 2016 居民消费价格总水平（CPI）比上年上涨 2.1%。其中，消费品价格上涨 1.4%，服务价格上涨 3.4%，商品零售价格上涨 0.4%。工业生产者出厂价格指数 99.1，工业生产者购进价格指数 98.3。

## 2. 地方财政实力

2016 年，南昌市地方财力持续增强，全年完成财政总收入 790.80 亿元，比上年增长 8.7%，其中，地方一般公共预算收入 402.18 亿元，增长 3.3%；全年地方公共财政预算支

出 587.69 亿元，比上年增长 8.2%。

总体看，南昌市作为江西省省会，经济发展势头良好，财政实力持续增强。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。

## 六、基础素质分析

### 1. 股权状况

跟踪期内，国开发展基金公司对公司进行增资，截至 2016 年底，南昌市国资委持股 86.04%，国开发展基金公司持股 13.96%。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专营性地位，竞争优势较为明显。

### 3. 人员素质

跟踪期内，公司进行正常换届人事变动，对公司正常生产经营情况无影响。2016 年 7 月，李云峰同志出任公司董事长、党委书记，同时变更为公司法定代表人，傅荣志同志出任公司监事会主席。

董事长李云峰先生，1969 年 1 月出生，在职工商管理硕士；曾任南昌市郊区湖坊乡上海路小学、湖坊中学教师，南昌市郊区人大常委会干部，共青团南昌市郊区委副书记、书记，南昌市青山湖区塘山镇党委副书记、镇长，南昌市青山湖区常委，南昌市市政公用事业局副局长、党委委员，南昌市城市管理委员会(执法局)副主任(副局长)、党委委员，南昌市西湖区委副书记，东湖区委副书记、区长；现任公司董事长、党委书记，同时为公司法定代表人。

截至 2017 年 5 月底，公司共有人员 3071 名，其中高级管理人员 12 名。按学历看，硕

士及以上 51 人，占 1.66%，本科 1169 人，占 38.07%，大专及以下 1851 人，占 60.27%；按职称类别看，高级及以上 58 人，占 1.89%，中级 297 人，占 9.67%，初级及以下 686 人，占 22.34%；按年龄构成，35 岁以下 2812 人，占 91.57%，35~45 岁 217 人，占 7.07%，45 岁以上 42 人，占 1.37%。

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，因此线路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。跟踪期内，公司继续收到政府在资金注入、补贴资金等方面支持。

##### 资产及资金注入

2016 年 3~7 月，公司继续收到国开发展基金有限公司以人民币 18.00 亿元对公司进行增资，其中共 1.91 亿元作为注册资本，另 16.09 亿元作为资本公积。

2016 年 7~12 月，根据南昌市人民政府办公厅及南昌市财政局出具文件，公司共收到南昌市财政局拨付建设资本金 18.50 亿元；根据南昌市人民政府与江西省铁路投资集团公司协议，南昌市财政局拨付投资款 4.75 亿元。暂计入公司资本公积科目。截至目前，该笔资金已转至省铁路投资集团。未来将转做对铁路投资集团的投资。

##### 建设资金来源与偿债保证支持

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

另行安排土地出让收益等资金予以补足，确保贷款本息到期偿还。

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

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

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

2016 年，依据南昌市财政局洪财预【2016】285 号文《南昌市财政局关于下达南昌轨道交通集团有限公司 2016 市财政补助资金的通知》，公司共收到市财政局 6.03 亿元企业发展基金，计入“营业外收入”科目。

总体看，跟踪期内，在地铁投资建设方面，南昌市政府对公司提供持续大力度支持，对公司投资建设、地铁运营和偿还债务提供了有效的保证。

#### 5. 企业信用记录

根据公司提供的 2017 年 5 月 25 日，中国

人民银行《企业信用报告》（银行版）（B201503030068911329），公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及管理制度均无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

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，公司收入主要为资源开发收入以及商品销售收入，收入规模小。

2016年，公司实现营业收入6.79亿元，主要来自于钢材等销售收入4.90亿元，占营业收入的72.15%，占比基本稳定。自南昌市金轨国有资产运营有限责任公司划转至公司，

使得资源开发经营收入稳步增长，此项业务目前主要为物业出租及管理收入，2016年实现1.69亿元，占营业收入的24.86%。其他收入0.20亿元，主要系子公司地产开发公司产生的咨询费收入以及地铁大厦部分租金收入，占营业收入比重较小，仅为2.99%。跟踪期内，公司收入规模及占比相对稳定。

从毛利率看，公司综合毛利率为37.24%，毛利率较高主要系资源开发毛利率较高。同比小幅增长0.50个百分点，系占比较大的商品销售业务毛利率上升所致。2016年商品销售业务毛利率为20.45%，同比增长2.65个百分点，资源开发业务毛利率82.80%，同比下降5.80个百分点，主要系人工成本有所增加所致，但仍保持较高水平；公司其他业务毛利率63.51%，毛利率下降30.44个百分点，主要系2015年其他业务收入为资金占用费收入，成本很小，毛利率高，而2016年产生租赁代理费及水电物业成本，导致毛利率下降。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

| 项目     | 2015年    |        |       | 2016年    |        |       |
|--------|----------|--------|-------|----------|--------|-------|
|        | 收入       | 占比     | 毛利率   | 收入       | 占比     | 毛利率   |
| 商品销售业务 | 50956.93 | 73.51  | 17.80 | 48992.30 | 72.15  | 20.45 |
| 资源开发业务 | 15879.56 | 22.91  | 88.60 | 16880.14 | 24.86  | 82.80 |
| 其他业务   | 2480.83  | 3.58   | 93.95 | 2027.46  | 2.99   | 63.51 |
| 合计     | 69317.32 | 100.00 | 36.74 | 67899.90 | 100.00 | 37.24 |

资料来源：公司审计报告

### 2. 业务经营分析

#### 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、2号线一期工程、2号线南延线和3号线。

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号线一期工程线路全长28.8公里，计划总投资181.10亿元，根据南昌市人民政府于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。调整后资本金比例为25%。截至2016年底，1号线一期工程完成投资183.98亿元，其中，南昌市人民政府

府按规定按进度出具资本金 50.74 亿元。2015 年 12 月 26 日,1 号线一期工程全线开通运营,总运营里程 28.8km。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 号线一期工程开通至 2017 年 3 月底,实现客运量 10276.18 万人次,运营总里程 393.08 万公里,2016 年共形成票价收入 1.95 亿元,因 1 号线一期工程尚在试运营阶段,未进行竣工结算,票价收入将于每年末计入“在建工程”科目。

2 号线一期工程概算为 145.23 亿元,资本金比例为 30%。截至 2016 年底已完成投资 64.08 亿元,南昌市人民政府按规定按进度出具资本金 31.89 亿元,另国开基金专项资金到位 6.00 亿元作资本金,合计到位 37.89 亿元。2 号线一期工程线路始于辛家庵站,终点站为站前南大道站,正线单线全长约 23.78 公里,

全线共设车站 21 座,平均站间距为 1.14 公里,计划 2018 年通车段全长 11.88 公里。目前 4 座车站已封顶;7 座车站及福-八明挖区间在进行主体结构施工,4 条区间已贯通,3 段区间正在盾构施工。

2 号线南延线总投资概算为 43.20 亿元,资本金比例为 41%。截至 2016 年底,已投资 10.83 亿元,其中资本金到位 8.00 亿元。2 号线南延线起始于南路村站,终点为站前南大道站。线路全长约 8.5km,全部采用地下形式敷设,设 7 座车站,线路平均站间距约 1.36km。设生米南综合基地 1 处,不新建主变电站和控制中心。

3 号线总投资概算为 223.47 亿元,调整后资本金比例为 20%。截至 2016 年底,已投资 8.44 亿元,其中资本金到位 20.00 亿元。3 号线起始于南昌县莲塘站,终点为火炬大街站。线路全长约 28.5km,均为地下线,设车站 22 座,其中 6 座换乘站,线路平均站间距 1.35km。

表 3 截至 2016 年底,南昌市城市轨道交通第一期建设情况

| 线名       | 线路概述  | 长度(km) | 车站数(座) | 总投资额(亿元) | 已投资额(亿元) | 资本金已到位金额(亿元) |
|----------|---|--------|--------|----------|----------|--------------|
| 1 号线一期工程 | 1 号线一期工程全部为地下站,换乘车站共 5 座,与线网规划中 4 条轨交线路实现换乘,线路起自双港大道站,止于瑶湖西站。   | 28.80  | 24     | 203.27   | 183.98   | 50.74        |
| 2 号线一期工程 | 2 号线一期工程线路始于辛家庵站,终点站为站前南大道站,平均站间距为 1.14 公里,其中换乘站 6 座,分别与 1 号线及其它 3 条轨道交通线路进行换乘。                               | 23.78  | 21     | 145.23   | 64.08    | 37.89        |
| 2 号线南延线  | 2 号线南延线起始于南路村站,终点为站前南大道站,全部采用地下形式敷设,线路平均站间距约 1.36km。设生米南综合基地 1 处,不新建主变电站和控制中心。                                | 8.50   | 7      | 43.20    | 10.83    | 8.00         |
| 3 号线     | 3 号线起始于南昌县莲塘站,终点为京东大道站,均为地下线,线路平均站间距 1.35km。线路与 1 号线合设控制中心,设主变电站 2 座,其中共享 2 号线塘子河主变电所,新建阳光路主变电站,设莲塘车辆段和高新停车场。 | 28.50  | 22     | 223.47   | 8.44     | 20.00        |
| 合计       |   | 89.58  | 74     | 615.17   | 267.33   | 116.63       |

资料来源:公司提供

截至 2016 年底,南昌市财政局累计支付地铁建设资本金 110.59 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”;2016 年,以财政补贴形式拨付的 6.03 亿元,计入“营业外收入”,又以财政补贴形式拨付 12.00 亿元计入“资本公积”,拨付地方债转贷资金 6.50 亿元计入“资本公积”。南昌市人民政府对公司地铁线路资本金拨付相对工程投资规模有所滞后。

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

2号线东延工程、2号线南延工程、3号线和4号线一期工程的建设规划,目前2号线南延工程及3号线已开工建设。

表4 南昌市城市轨道交通第二期建设规划

| 线名      | 线路概述   | 起讫点         | 长度(km) | 车站数(座) | 建设年限 |
|---------|--|-------------|--------|--------|------|
| 1号线东延工程 | 1号线东延工程自奥体中心至麻丘站,线路全长4.1km,设站2座,投资20.4亿元,规划建设期为2018-2021年。     | 奥体中心站-麻丘站   | 4.10   | 2      | 4年   |
| 2号线东延工程 | 2号线东延工程自辛家庵至昌南大市场站,线路长4.7km,设站4座,投资44.2亿元,规划建设期为2017-2020年。    | 辛家庵站-昌南大市场站 | 4.70   | 4      | 4年   |
| 2号线南延工程 | 2号线西延工程自南路村站至站前南大道站,线路长8.50km,设站7座,投资43.20亿元,规划建设期为2015~2018年。 | 南路村站-站前南大道站 | 8.50   | 7      | 4年   |
| 3号线     | 3号线工程自莲塘站至京东大道站,线路长28.50km,设站22座,投资223.47亿元,规划建设期为2015~2020年。  | 莲塘站-京东大道站   | 28.50  | 22     | 6年   |
| 4号线一期工程 | 4号线一期工程自望城至火炬五路站,线路长38.2km,设站29座,投资286.5亿元,规划建设期为2016-2021年。   | 望城站-火炬五路站   | 38.20  | 29     | 6年   |

注:规划线路描述与可研批复数据存在一定差异

资料来源:公司提供

### 资源开发

公司资源开发主要包括物业管理、租赁及广告经营等。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”。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,其中,上盖物业项目账面价值10.83亿元,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。公司可持有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。项目已于2015年底完工。2016年形成租赁收入2116.47万元。地铁大厦已完工转入投资性房地产科目

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。总投资27.62亿元(不含地价12亿元)。项目将打造成集住宅、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。目前建设进度1#楼完成至主体结构封顶,砌筑35层,2#楼装修移交完成;3#、4#、5#楼完成60%,6#楼完成装修湿作业,公共部位湿作业完成20-33层,7#、8#和



9#楼正在进行施工，国土局大楼完成砌筑工程。截至 2016 年底，项目累计完成投资 20.85 亿元，因公司仅持股 40%，已投入成本未列示在公司报表，仅长期股权投资科目反映 0.20 亿元对南昌地铁时代置业有限公司投资。

公司资源开发业务板块主要由子公司南昌轨道交通资产经营有限公司（以下简称资产运营公司）以及金轨公司经营。公司资源开发业务主要收入为物业管理及租赁收入，具体指将公司拥有的办公楼、辅助设备、站厅空间等对外招商租赁，按期收取物业管理及租金。2016 年，公司物业管理及租赁收入 15353.84 万元，占资源开发业务收入的 90.96%。广告经营收入主要来源于子公司南昌轨道交通资产经营有限公司、南昌地铁电视有限公司，包括平面广告位、电子媒体租赁以及广告设计及制作等，2016 年，广告经营收入为 1443.89 万元，占资源开发业务收入的 8.55%，另 2016 年形成文化产品收入 82.41 万元，占资源开发业务收入的 0.49%。

#### 商品销售收入

公司商品销售收入主要为售予地铁施工公司的钢铁等建筑材料收入。2016 年，公司实现商品销售收入 48992.30 万元，较 2015 年小幅下降，其中，主要来源钢材业务收入 13261.04 万元和混凝土业务收入 35731.26 万元。

另公司其他业务收入主要为咨询费收入以及地铁大厦部分租金收入，由子公司地产开发公司负责，2016 年形成收入 0.20 亿元，占营业务比重较小。

总体看，跟踪期内，南昌市轨道交通建设仍处于起步阶段，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。

## 九、财务分析

公司提供了 2016 年度合并财务报告，北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2016 年底，公司合并范围内子公司 5 家，较上年无变化，财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 556.09 亿元，所有者权益 297.83 亿元；2016 年公司实现营业收入 6.79 亿元，实现利润总额 9.16 亿元。

### 1. 资产质量

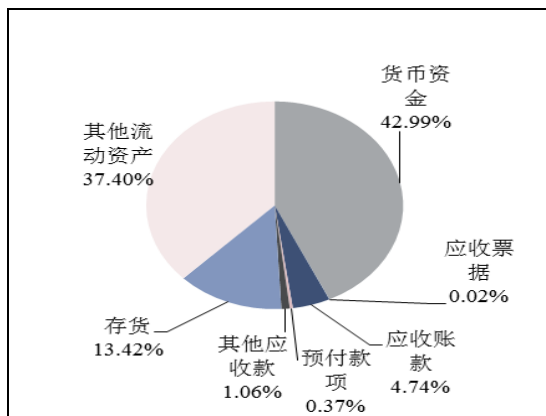
近年来随着地铁项目建设的推进，公司资

产快速增长，截至 2016 年底为 556.09 亿元。从资产结构看，公司以非流动资产为主（占 84.15%），非流动资产占比较 2015 年底有所增长。

### 流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产为 88.17 亿元，同比下降 7.20%。公司流动资产主要由存货（占 13.42%）、货币资金（占 42.99%）、其他流动资产（占 37.40%）和应收账款（4.74%）构成。

图 2 截至 2016 年底流动资产结构



资料来源：财务报告

2016 年底，公司货币资金 37.90 亿元，同比增长 58.12%，主要是由地铁建设资金需求较大，公司借款增加导致银行存款增加所致。货币资金中受限资金为银行承兑汇票保证金 0.43 亿元，受限比率 1.13%，货币资金流动性高。

2016 年底，公司应收账款为 4.18 亿元，同比增长 78.04%，主要为应收建设公司工程款增加所致。其中账龄在一年以内占比 98.00%。账龄较短，周转能力较强。从集中度来看，应收账款前五名金额 0.91 亿元，占应收账款金额的 21.77%，集中度较弱。同期，公司预付账款规模小，主要为预付工程款，仅为 0.33 亿元。

公司其他应收款主要是保证金和往来款，2016 年底为 0.93 亿元，较 2015 年底大幅下降 82.95%，系对南昌地铁时代置业有限公司往来款回收所致。其他应收款前五大欠款方款项合计 0.22 亿元，占比 22.76%，集中度较低。

2016 年底，公司存货为 11.83 亿元，同比下降 55.98%，其中减少的主要系地铁大厦项目达到预定可使用状态，转至投资性房地产科目，及土地由存货科目重分类至其他非流动资产，使得开发成本下降；同时增加部分主要为上盖物业项目投资。

2016 年底，公司其他流动资产金额为 32.98 亿元，同比下降 6.67%。其他流动资产主要包括银行理财 29.55 亿元和增值税待抵扣进项税 3.43 亿元。

### 非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产为 467.92 亿元，主要由在建工程（占 57.18%）、投资性房地产（占 32.89%）、和其他非流动资产（占 7.14%）构成。

2016 年底，公司长期股权投资金额为 1.64 亿元，同比大幅增长 126.06%，主要系对联营企业南昌轨道交通设计研究院有限公司、南昌地铁时代置业有限公司及江西省洪城一卡通投资有限公司投资增加所致。

2016 年底，公司投资性房地产金额为 153.89 亿元，同比增长 9.96%，系子公司南昌市金轨国有资产运营有限责任公司自有房地产按公允价值核算，评估价值增加至 140.41 亿元及南昌轨道交通地产开发有限公司自有房地产（地铁大厦项目）已完工验收，自存货转入本科目，估值增至 13.48 亿元所致。同期，固定资产金额为 10.78 亿元，较上年比基本稳定。

2016 年底，公司在建工程 267.55 亿元，同比增长 24.63%，主要系地铁建设工程的投资金额增加所致，同时凤凰家园 D 区装饰工程及地铁时代广场优化工程投入小幅增加。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。在建工程期初余额包含了未确认融资费用 1.35 亿元，经前期差错更正，调整至长期应付款科目。

2016 年底，公司其他非流动资产为 33.41 亿元，主要包括江西省铁路投资集团投资款 5.81 亿元，预付工程款及土地款；同比大幅增

长 184.41%。主要系土地由存货调整至本科目，增加 14.57 亿元所致。

整体看，跟踪期内，公司作为南昌市唯一的轨道交通设施建设主体，继续加大地铁工程施工建设投资，使得资产规模持续增长。公司资产仍以非流动资产（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。

## 2. 负债及所有者权益

### 所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 297.83 亿元，同比增长 20.04%，其中，归属于母公司所有者权益中实收资本占比 8.82%，资本公积占比 79.07%，盈余公积占比 1.09%，未分配利润占比 11.03%。

2016 年底，公司实收资本为 26.15 亿元，同比增长 7.86%，主要系本期国开发展基金继续都公司进行增资 1.91 亿元所致。

2016 年底，公司资本公积 234.51 亿元，同比增加 20.16%，主要为：2016 年 3 月和 7 月，根据国开发展基金投资合同，国开发展基金本年度共向公司投入 18.00 亿元资金，其中 1.91 亿元计入实收资本，16.09 亿元计入资本公积；收到南昌市财政局拨付建设资本金共 18.50 亿元；根据南昌市人民政府与江西省铁路投资集团公司协议，南昌市财政局拨付投资款 4.75 亿元。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益结构稳定性较好。

### 负债

截至 2016 年底，公司负债合计 258.26 亿元，同比增长 14.69%，其中流动负债占 13.64%，非流动负债占 86.36%。

2016 年底，公司流动负债为 35.23 亿元，同比增长 32.46%，主要系短期借款和应付账款增加所致。其中占比较高的有应付账款（占 58.28%）、短期借款（占 3.47%）、其他应付款（占 25.00%）和其他流动负债（占 5.68%）。

2016 年底，公司短期借款为 1.22 亿元，同比增长 103.50%，主要为信用借款 1.17 亿元

和抵押借款 0.05 亿元。

2016 年底，公司应付账款为 20.53 亿元，同比增长 38.96%，主要是随着地铁一号线、二号线和三号线建设项目的推进，公司应付施工方相应的工程款增加所致。从账龄来看，1 年以内占 48.61%，1~2 年占 22.26%，2~3 年占 19.92%，3 年以上占 9.21%，账龄结构尚可。从集中度来看，应付账款前五名合计 6.72 亿元，占应付账款余额的 32.73%，集中度较低。

表 5 截至 2016 年底应付账款前五名概况

(单位: 亿元)

| 单位名称                    | 金额   | 账龄    |
|-------------------------|------|-------|
| 中铁建工集团有限公司南昌地铁配套工程项目经理部 | 2.37 | 1 年以内 |
| 南昌市东湖区国有土地房屋征收与补偿办事处    | 1.20 | 1~4 年 |
| 南昌青山湖投资发展有限公司           | 1.18 | 1~2 年 |
| 中铁五局（集团）有限公司            | 1.00 | 1~4 年 |
| 中国中铁股份有限公司              | 0.97 | 1~3 年 |
| 合计                      | 6.72 | --    |

资料来源：公司审计报告

2016 年底，公司预收账款金额为 0.59 亿元，同比下降 42.53%，主要系 2015 年金轨公司预收房屋租金，而 2016 年未产生该笔收入所致。同期应交税费为 0.35 亿元，同比增长 46.84%，主要系增值税、房产税和土地使用税增加所致。

2016 年底，公司应付利息大幅增长至 0.74 亿元，主要系债券应付利息增加所致。

2016 年底，公司其他应付款为 8.81 亿元，同比增长 4.42%，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。

2016 年，公司其他流动负债金额为 2.00 亿元，同比增长 100.00%，主要为政府对轨道 1 号线运营补贴资金增加。

2016 年底，公司非流动负债为 223.03 亿元，同比增长 12.31%，主要系长期借款及应付债券增加所致。其中长期借款占 78.25%，应付债券占 18.08%，长期应付款占 31.74% 和其他非流动负债占 0.49%。

随着公司地铁建设的推进，公司融资需求

增长，长期借款规模增加，2016 年底为 174.52 亿元，同比增长 12.34%，主要是保证借款增加 10.00 亿元所致。同期，公司应付债券金额为 40.33 亿元，同比增长 12.34%，主要系 2016 年 6 月新增“16 洪轨可续期债 01”，5 亿元所致。

2016 年底，公司长期应付款为 7.08 亿元，同比增长 9.41%，（期初差错更正详见“在建工程科目”），主要为公司地铁项目管理分公司应付融资租赁款。因其有息债务性质，将其计入有息债务。

2016 年底，公司债务总额为 216.94 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。2016 年底，短期债务占全部债务 0.96%，长期债务占比 99.04%，公司债务以长期债务为主。因长期应付款为有息债务，调整后全部债务总额为 224.02 亿元。

债务指标方面，2016 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率有所下降，分别为 46.44%、42.93% 和 41.91%，较上年分别下降 1.13 个、1.55 个和 1.61 个百分点，公司整体债务负担较轻。

整体看，跟踪期内，公司债务规模有所增加，仍以长期债务为主，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。但鉴于所有者权益的快速增长，公司整体债务负担有所减轻。

### 3. 盈利能力

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，目前公司地铁项目仍处于建设阶段，公司收入主要为商品销售收入，资源开发业务收入和其他业务收入。公司 2016 年实现营业收入 6.79 亿元，同比下降 2.04%，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下降所致。

从期间费用看，公司期间费用规模小，2016 年为 1.69 亿元，同比上涨 8.98%，主要表现为管理费用，期间费用率 24.87%，同比增长 2.52 个百分点，系财务费用增长所致，费用控制能力一般。

2016 年公司营业外收入为 6.30 亿元，同比下降 4.83%，主要为根据南昌市财政局洪财预【2016】第 285 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 6.03 亿元；收到南昌市财政局 PPP 项目前期工作费 0.04 亿元；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，2016 年公司营业利润率指标为 28.70%，同比下降 2.15 个百分点。公司总资产收益率上升至 1.69%，主要系公允价值变动收益及投资收益使得利润总额增加所致。净资产收益率 2.91%。

总体而言，跟踪期内，由于公司地铁项目仍处于投建期，另外公司轨道交通项目建设周期较长，短期尚未形成经营收入，公司目前营业利润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。

### 4. 现金流分析

经营活动方面，受往来款减少的影响，公司经营活动产生的现金流入有所下降，2016 年为 12.52 亿元，同比下降 26.31%。2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 4.98 亿元，同比下降 15.48%，系确认收入尚未完全到账所致。收到其他与经营活动有关的现金 7.54 亿元，同比下降 32.07%，主要是往来款有所减少。2016 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 4.11 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 0.46 亿元，同比大幅下降 58.28%，主要系公司支付手续费及往来款大幅减少所致；2016

年，公司经营性现金流净额为 6.47 亿元，同比下降 21.56%。从现金收入实现质量方面来看，2016 年现金收入比为 73.36%，现金收入质量有所下滑。

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。2016 年，公司投资活动产生的现金流入量为 107.63 亿元，主要系收回理财产品，金额为 99.50 亿元，同时收到其他与投资活动有关的现金大幅下降至 5.80 亿元，系收到理财产品大幅下降所致。2016 年，公司投资活动产生的现金流出量为 158.15 亿元，主要系地铁建设的投入，使得购建固定资产、无形资产等支出的现金增加，金额为 57.61 亿元。另投资支付的现金大幅增长至 100.25 亿元，系购买理财产品所致；支付其他与投资活动有关的现金 0.29 亿元，大幅减少系购买理财产品减少所致。投资活动产生现金流量净额为 -50.51 亿元。

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，2016 年筹资活动产生的现金流入量为 69.66 亿元，同比下降 39.46%。主要为吸收投资收到的现金 41.27 亿元、取得借款收到的现金 20.94 亿元发行债券收到的现金 5.00 亿元。2016 年，筹资活动产生的现金流出量减少，系偿还债务支付的现金大幅减少所致，金额为 1.43 亿元；分配股利、利润或偿付利息支出现金为 9.69 亿元。筹资活动现金流量金额为 57.77 亿元。

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仍较大。虽然项目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。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2016 年，因流动负债的增幅大于流动资产的增幅，公司流动比率和速动比率分别为 250.27% 和 216.68%，同比分别下降 106.97 个和 39.47 个百分点，经营

现金流负债比为 18.38%，较 2015 年下降 12.66 个百分点。考虑到公司短期债务少，货币资金较为充裕，短期偿债能力好。

从长期偿债能力看，2016 年，公司 EBITDA 较 2015 年有所增长，为 9.81 亿元；同期公司调整后全部债务/EBITDA 下降，2016 年为 22.85 倍。从指标上看，由于公司债务规模大，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。但考虑到南昌市政府对公司支持明确，由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入和到期债务的还本付息，且政府给予营运补亏支持，加上未来公司将获取地铁运营收益和土地运作收益，综合来看，公司整体偿债能力较强。

截至 2016 年底，公司授信额度为 375.24 亿元，已使用额度为 257.31 亿元，总体看，公司融资渠道畅通，外部资金支持充裕。

截至 2016 年底，公司无对外担保。

### 十、存续债券偿债能力分析

截至跟踪日，联合资信所评公司存续债券代偿本金余额合计 41.00 亿元，均尚未偿还。2016 年公司经营现金流入量和 EBITDA 分别为待偿还债券本金合计的 0.31 倍和 0.24 倍，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对待偿还本金的保障能力弱。

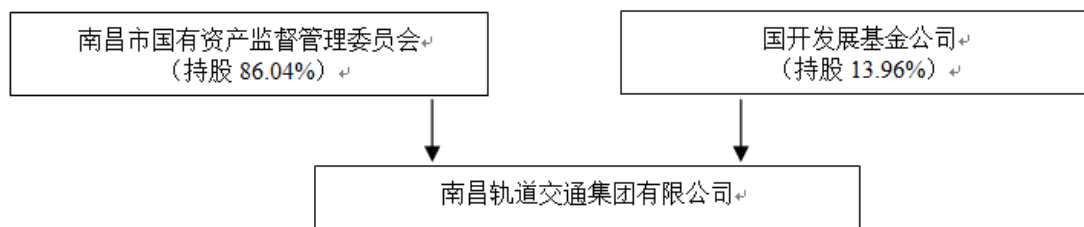
考虑到存续债券偿债资金来源主要为企业日常经营、地铁票务收入、商品销售、资源开发收入等；同时，公司受到南昌市政府持续支持，对债券偿债能力提供保障。

整体看，跟踪期内，公司对存续债券仍具有较强的偿付能力。

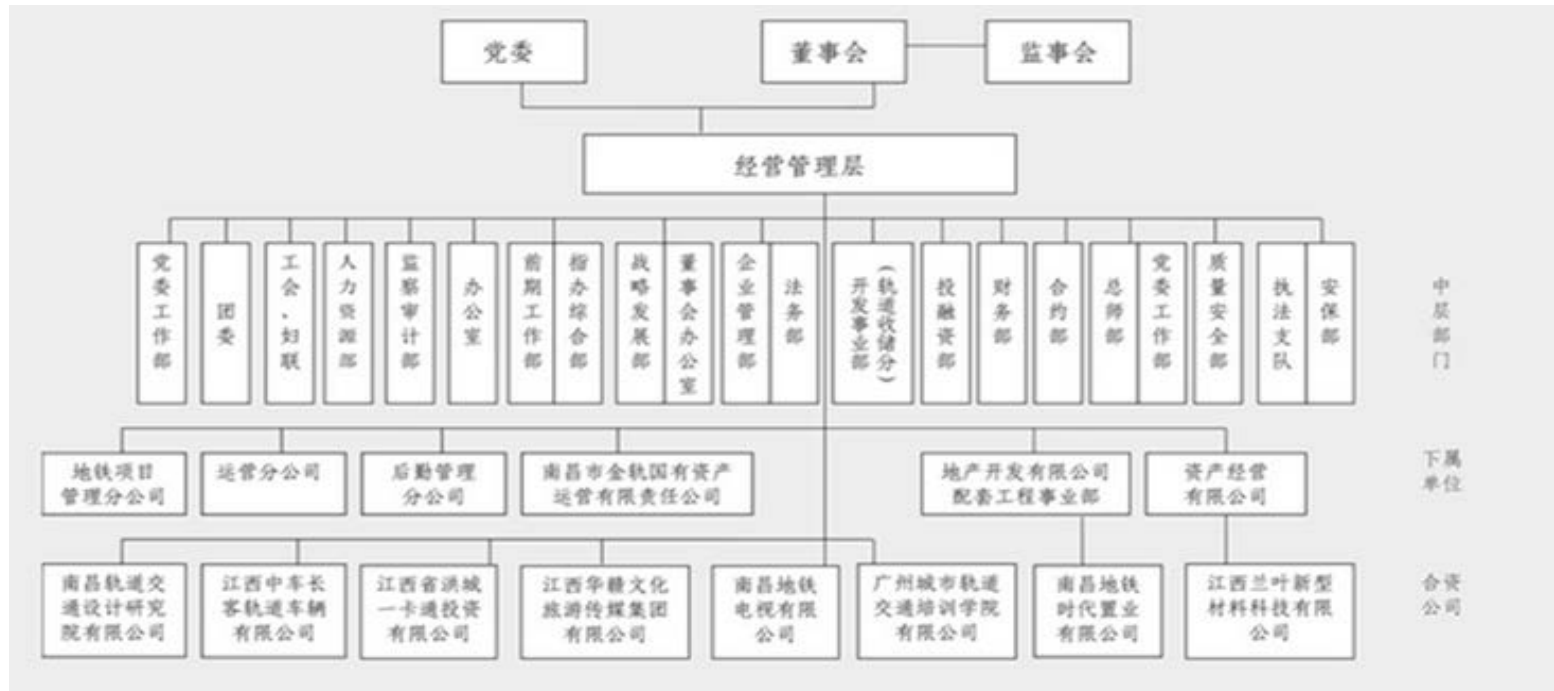
### 十一、结论

综合评估，联合资信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<sup>+</sup>，评级展望为稳定，并维持“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”、“16 洪轨 01/16 洪轨可续期债 01”信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 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 主要财务数据计算指标**

| 项目                | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| <b>财务数据</b>       |        |        |        |
| 现金类资产(亿元)         | 14.14  | 24.03  | 37.92  |
| 资产总额(亿元)          | 361.70 | 473.35 | 556.09 |
| 所有者权益(亿元)         | 207.58 | 248.17 | 297.83 |
| 短期债务(亿元)          | 0.36   | 1.06   | 2.08   |
| 长期债务(亿元)          | 134.87 | 191.25 | 214.85 |
| 全部债务(亿元)          | 135.23 | 192.31 | 216.93 |
| 调整后全部债务(亿元)       | 135.23 | 198.78 | 224.02 |
| 营业收入(亿元)          | 4.22   | 6.93   | 6.79   |
| 利润总额(亿元)          | 4.72   | 7.48   | 9.16   |
| EBITDA(亿元)        | 5.17   | 8.06   | 9.81   |
| 经营性净现金流(亿元)       | 6.87   | 8.25   | 6.47   |
| <b>财务指标</b>       |        |        |        |
| 销售债权周转次数(次)       | 6.62   | 4.05   | 2.05   |
| 存货周转次数(次)         | 0.07   | 0.18   | 0.22   |
| 总资产周转次数(次)        | 0.01   | 0.02   | 0.01   |
| 现金收入比(%)          | 77.63  | 85.02  | 73.36  |
| 营业利润率(%)          | 45.25  | 30.85  | 28.70  |
| 总资本收益率(%)         | 1.98   | 1.64   | 1.69   |
| 净资产收益率(%)         | 2.43   | 2.91   | 2.91   |
| 长期债务资本化比率(%)      | 39.38  | 43.52  | 41.91  |
| 全部债务资本化比率(%)      | 39.45  | 43.66  | 42.14  |
| 调整后全部债务资本化比率(%)   | 39.45  | 44.47  | 42.93  |
| 资产负债率(%)          | 42.61  | 47.57  | 46.44  |
| 流动比率(%)           | 238.11 | 357.24 | 250.27 |
| 速动比率(%)           | 120.49 | 256.15 | 216.68 |
| 经营现金流动负债比(%)      | 36.79  | 31.04  | 18.38  |
| 全部债务/EBITDA(倍)    | 26.15  | 23.85  | 22.12  |
| 调整后全部债务/EBITDA(倍) | 26.15  | 24.65  | 22.85  |

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款



### 附件 3 主要财务指标的计算公式

| 指标名称            | 计算公式  |
|-----------------|---|
| <b>增长指标</b>     |   |
| 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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100% |
| 利润总额年复合增长率      |   |
| <b>经营效率指标</b>   |   |
| 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%                                |
| <b>盈利指标</b>     |   |
| 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%                           |
| <b>债务结构指标</b>   |   |
| 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%   |
| <b>长期偿债能力指标</b> |   |
| 全部债务/EBITDA     | 全部债务/EBITDA   |
| <b>短期偿债能力指标</b> |   |
| 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%                                  |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

| 信用等级设置 | 含 义                            |
|--------|--------------------------------|
| AAA    | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA     | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低  |
| A      | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低   |
| BBB    | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般    |
| BB     | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高    |
| B      | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| CCC    | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| CC     | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
| C      | 不能偿还债务                         |

### 附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级