信用评级公告

联合〔2021〕3794 号

联合资信评估股份有限公司通过对南京地铁集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南京地铁集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 南京地铁债/PR 宁地铁”“18 南京地铁 MTN001”“18 南京地铁债/18 宁地铁”“19 南京地铁 GN001”“19 南京地铁绿色债 01/G19 宁铁 1”“20 南京地铁绿色债 01/G20 宁铁 1”“20 南京地铁绿色债 02/G20 宁铁 2”和“21 南京地铁绿色债 01/G21 宁铁 1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

南京地铁集团有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
南京地铁集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16南京地铁债/PR宁地铁	AAA	稳定	AAA	稳定
18南京地铁MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18南京地铁债/18宁地铁	AAA	稳定	AAA	稳定
19南京地铁GN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19南京地铁绿色债01/G19宁铁1	AAA	稳定	AAA	稳定
20南京地铁绿色债01/G20宁铁1	AAA	稳定	AAA	稳定
20南京地铁绿色债02/G20宁铁2	AAA	稳定	AAA	稳定
21南京地铁绿色债01/G21宁铁1	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16南京地铁债/PR宁地铁	26.00亿元	15.60亿元	2023/08/29
18南京地铁MTN001	20.00亿元	20.00亿元	2023/03/05
18南京地铁债/18宁地铁	26.00亿元	26.00亿元	2023/11/28
19南京地铁GN001	20.00亿元	20.00亿元	2024/03/14
19南京地铁绿色债01/G19宁铁1	20.00亿元	20.00亿元	2024/09/19
20南京地铁绿色债01/G20宁铁1	30.00亿元	30.00亿元	2025/04/20
20南京地铁绿色债02/G20宁铁2	20.00亿元	20.00亿元	2023/10/15
21南京地铁绿色债01/G21宁铁1	30.00亿元	30.00亿元	2026/04/12

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；20南京地铁绿色债02/G20宁铁2到期兑付日为首次行权日

评级时间：2021年6月24日

评级观点

南京地铁集团有限公司（以下简称“公司”）是负责南京市地铁项目投资建设、运营管理和资源开发的重要主体，具有较强的建设运营管理能力和资源综合开发能力。跟踪期内，南京市区域经济和财政实力稳定增长，公司在项目资本金和财政补贴等方面持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司地铁项目建设周期长、投资回收慢、盈利能力弱以及债务规模不断扩张等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司运营规模效应和线网效应逐步显现，地铁资源开发模式日趋成熟，未来盈利能力将有望得到改善；同时，公司持续获得有力的外部支持，对经营形成良好保障。

综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“16南京地铁债/PR宁地铁”“18南京地铁MTN001”“18南京地铁债/18宁地铁”“19南京地铁GN001”“19南京地铁绿色债01/G19宁铁1”“20南京地铁绿色债01/G20宁铁1”“20南京地铁绿色债/G20宁铁2”和“21南京地铁绿色债01/G21宁铁1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司外部发展环境良好。**2020年，南京市实现地区生产总值14817.95亿元，同比增长4.6%，实现一般公共预算收入1637.7亿元，同比增长3.7%，公司外部发展环境良好。

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：唐立倩　李颖　初睿
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

2. **跟踪期内，公司持续获得有力的外部支持**。跟踪期内，公司在项目资本金和财政补贴等方面持续获得有力支持。2020 年及 2021 年 1－3 月，公司获得的市区两级财政拨款合计分别为 59.04 亿元和 23.50 亿元；同期，分别获得政府补贴资金（包括运营亏损补贴）37.46 亿元和 6.88 亿元。

关注

1. **跟踪期内，公司债务规模大，且公司对外融资需求大。**跟踪期内，公司债务水平仍维持较大规模。截至2021年3月底，公司全部债务为1418.69亿元；随着未来南京市轨道交通整体规划的快速推进，公司将维持大规模的资本支出，公司对外融资需求大。
2. **跟踪期内，公司整体盈利能力弱。**跟踪期内，公司地铁运营持续亏损，整体盈利能力弱，公司利润总额对财政补贴依赖高。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	95.18	99.95	91.65	125.25
资产总额(亿元)	1771.97	1936.14	2188.28	2298.90
所有者权益(亿元)	644.07	684.84	744.54	760.11
短期债务(亿元)	124.51	204.91	235.16	298.78
长期债务(亿元)	925.65	962.57	1106.75	1119.91
全部债务(亿元)	1050.15	1167.47	1341.90	1418.69
营业收入(亿元)	21.64	28.63	22.00	6.11
利润总额(亿元)	2.80	3.05	3.22	-0.99
EBITDA(亿元)	16.92	20.90	21.80	--
经营性净现金流(亿元)	2.29	2.35	-1.76	-1.15
营业利润率(%)	-80.69	-81.01	-146.64	-122.25
净资产收益率(%)	0.34	0.40	0.40	--
资产负债率(%)	63.65	64.63	65.98	66.94
全部债务资本化比率(%)	61.98	63.03	64.32	65.11
流动比率(%)	169.94	148.64	158.33	139.93
经营现金流动负债比(%)	1.16	0.85	-0.56	--
现金短期债务比(倍)	0.76	0.49	0.39	0.42
EBITDA 利息倍数(倍)	0.34	0.41	0.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	62.08	55.86	61.55	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	1368.96	1513.77	1666.25	1769.77
所有者权益(亿元)	585.01	609.40	633.25	647.73
全部债务(亿元)	653.87	730.21	831.78	871.02
营业收入(亿元)	3.52	7.92	7.01	0.84
利润总额(亿元)	0.09	0.14	0.04	0.53
资产负债率(%)	57.27	59.74	62.00	63.40
全部债务资本化比率(%)	52.78	54.51	56.78	57.35
流动比率(%)	245.80	189.12	187.46	160.93
经营现金流动负债比(%)	9.97	5.99	2.84	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计；本报告合并口径短期债务包含其他流动负债中付息项，长期债务包含长期应付款中付息项

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16南京地铁债/PR宁地铁、18南京地铁MTN001、18南京地铁债/18宁地铁、19南京地铁GN001、19南京地铁绿色债01/G19宁铁1、20南京地铁绿色债01/G20宁铁1	AAA	AAA	稳定	2020/06/22	唐立倩 董洪延	城市基础设施投资企业信用评级方法V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	全文阅读
21南京地铁绿色债01/G21宁铁1	AAA	AAA	稳定	2021/03/03	竺文彬 唐立倩	城市基础设施投资企业信用评级方法V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20南京地铁绿色债02/G20宁铁2	AAA	AAA	稳定	2020/08/31	唐立倩 董洪延	城市基础设施投资企业信用评级方法V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20南京地铁绿色债01/G20宁铁1	AAA	AAA	稳定	2020/02/25	唐立倩 董洪延	城市基础设施投资企业信用评级方法V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19南京地铁绿色债01/G19宁铁1	AAA	AAA	稳定	2019/06/14	唐立倩 吕泽峰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
19南京地铁GN001	AAA	AAA	稳定	2018/12/18	竺文彬 唐立倩	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
18南京地铁债/18宁地铁	AAA	AAA	稳定	2018/06/13	竺文彬 唐立倩	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
18南京地铁MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/10/12	竺文彬 邢宇飞	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	阅读全文
16南京地铁债/PR宁地铁	AAA	AAA	稳定	2016/05/20	竺文彬 张庆扬	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由南京地铁集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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，符合真实性、准确性和完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

南京地铁集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于南京地铁集团有限公司（以下简称“公司”或“南京地铁”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人均未发生变化，仍为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”）。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本仍为 276.72 亿元，南京市国资委和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）[1]分别持有公司 92.82%和 7.18%的股份。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司本部内设 11 个部门，包括办公室、规划发展部、财务部、人力资源部等；拥有纳入合并范围的一级子公司共 8 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 2188.28 亿元，所有者权益合计 744.54 亿元（其中少数股东权益 91.00 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 22.00 亿元，利润总额 3.22 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额为 2298.90 亿元，所有者权益合计为 760.11 亿元（其中少数股东权益 94.45 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 6.11 亿元，利润总额-0.99 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：佘才高。

[1] 根据《国开发展基金投资合同》，国开基金注入的股权资金用途为投资南京地铁五号线工程项目，国开基金以货币资金方式分次共增资 284000 万元，其中 198800 万元计入注册资本，投资期限为 20 年，将于 2034 年、2035 年、2036 年由南京市国资委进行股权受让

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2021年4月底，联合资信所评“16南京地铁债/PR宁地铁”“18南京地铁MTN001”“18南京地铁债/18宁地铁”“19南京地铁GN001”“19南京地铁绿色债01/G19宁铁1”“20南京地铁绿色债01/G20宁铁1”“20南京地铁绿色债02/G20宁铁2”和“21南京地铁绿色债01/G21宁铁1”尚需偿还债券余额合计181.60亿元（详见表1），跟踪期内，公司已按期支付债券利息和分期本金，既往还本付息情况良好。

募集资金使用方面，截至2021年4月底，“16南京地铁债/PR宁地铁”募集资金已按约定用途使用完毕，其中10亿元用于补充营运资金，16亿元用于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段项目建设；“18南京地铁MTN001”募集资金均已全部用于偿还银行借款；“18南京地铁债/18宁地铁”募集资金已按计划全部用于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段项目及补充营运资金；“19南京地铁GN001”募集资金已按计划全部用于偿还借款；“19南京地铁绿色债01/G19宁铁1”募集资金已按约定用途使用完毕，其中5亿元用于轨道交通项目建设，15.00亿元用于补充流动资金。2020年5月，公司发布《南京地铁集团有限公司关于确认变更“20南京地铁绿色债01”部分募集资金用途的公告》，公告“20南京地铁绿色债01/G20宁铁1”募集资金用途变更方案。原募集资金用途为：10.00亿元用于补充营运资金，20.00亿元用于募投项目建设，其中南京至句容城际轨道交通工程8.00亿元，南京地铁9号线一期工程3.00亿元，南京地铁10号线二期工程3.00亿元，南京地铁6号线工程（不含岗子村站及相邻区间）6.00亿元。变更后募集资金用途为：10.00亿元用于补充营运资金，20.00亿元用于募投项目建设，其中南京至

句容城际轨道交通工程2.00亿元，南京地铁9号线一期工程10.00亿元，南京地铁10号线二期工程3.00亿元，南京地铁6号线工程（不含岗子村站及相邻区间）5.00亿元。截至2021年4月底，“20南京地铁绿色债01/G20宁铁1”募集资金已按约定用途使用完毕；“20南京地铁绿色债02/G20宁铁2”募集资金已按约定用途使用完毕，其中5亿元用于补充流动资金，15亿元用于轨道交通项目建设；“21南京地铁绿色债01/G21宁铁1”募集资金已使用5.79亿元，其中0.79亿元用于补充流动资金，5亿元用于轨道交通项目建设。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
16 南京地铁债/PR 宁地铁	26.00	15.60	2016/08/29	2023/08/29
18 南京地铁MTN001	20.00	20.00	2018/03/05	2023/03/05
18 南京地铁债/18 宁地铁	26.00	26.00	2018/11/28	2023/11/28
19 南京地铁GN001	20.00	20.00	2019/03/14	2024/03/14
19 南京地铁绿色债 01/G19 宁铁 1	20.00	20.00	2019/09/19	2024/09/19
20 南京地铁绿色债 01/G20 宁铁 1	30.00	30.00	2020/04/20	2025/04/20
20 南京地铁绿色债 02/G20 宁铁 2	20.00	20.00	2020/10/15	2023/10/15
21 南京地铁绿色债 01/G21 宁铁 1	30.00	30.00	2021/04/12	2026/04/12
合计	**192.00**	**181.60**	--	--

资料来源：联合资信整理

注：20南京地铁绿色债02/G20宁铁2到期兑付日为首次行权日

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%（为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。），低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）

固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预

算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通（以下简称“城轨交通”）属于城市公共交通系统的一个重要组成部分。依据2020年11月1日生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将城轨交通系统制式分为10类，分别为地铁系统、轻轨系统、市域快轨系统、磁浮交通系统、跨座式单轨系统、悬挂式单轨系统、自导向轨道系统、有轨电车系统、导轨式胶轮系统和电子导向胶轮系统。截至2020年底，中国大陆地区[2]城轨交通运营线路中共有8种制式在运营，无悬挂式单轨和导轨式胶轮系统。其中，地铁、市域快轨、有轨电车和轻轨运营线路长度占比分别为78.8%、10.2%、5.8%和2.7%，其余4种制式运营线路长度占比较小。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，具有良好的社会效益。同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商

[2] 下文中涉及全国数据均指中国大陆地区，不含港澳台。

贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口也相应增长。根据《第七次全国人口普查公报》，全国人口共14.12亿人，其中城镇人口9.02亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为63.89%。从人口地区分布来看，东部地区人口占39.93%，与2010年第六次全国人口普查数据相比，东部地区人口所占比重上升2.15个百分点，中部地区和东北地区人口占比均有所下降，西部地区人口占比小幅上升0.22个百分点。整体看，中国城镇化进程稳步推进，人口向经济发达区域、城市群进一步集聚，大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城轨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。

经过多年的发展，截至2020年底，中国大陆地区累计有45个城市建成投运城轨交通线路244条，建成投运线路总长度达7969.7公里。2020年，城轨交通累计完成客运量175.9亿人次，较上年减少61.1亿人次，同比下降25.8%，主要系受新冠疫情影响，客流大幅下降所致，一季度共有11个城市全部或部分线路停运。2020年，城轨交通建设投资规模仍保持增长趋势，全年共完成建设投资6286亿元，同比增长5.5%，在建项目的可研批复投资累计45289.3亿元，在建线路总长6797.5公里。

（2）行业发展

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

在城轨交通项目建设资金的筹集上，一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，根据《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（国发〔2019〕26号），城轨交通项目、铁路和公路项目的最低资本金比例为20%，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，并由政府实际控制行使投资建设职能的企业通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地资源运作等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖票款补贴。

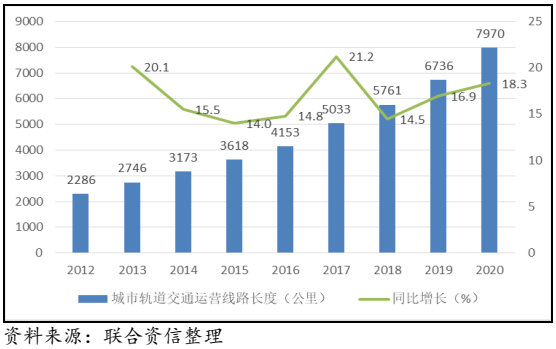
中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通可持续发展。目前，引入社会资本的多种模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制来提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

“十三五”期间，全国城轨交通运营线路规模稳步增长；长三角经济圈城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；上海和北京两城运营规模在全国遥遥领先。

“十三五”期间，全国城轨交通运营线路规模稳步增长，共新增运营线路长度4351.7公里，年均新增运营线路长度870.3公里，较“十二五”年均投运线路长度403.8公里实现翻倍增长。根据《城市轨道交通2020年度统计和分析报告》（以下简称“《城轨分析报告》”），截至2020年底，中国大陆地区累计有45个城市建成投运城轨交通线路，其中2020年新增天

水、三亚、太原等5市（其中，天水、三亚为有轨电车；另依据2020年11月1日生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将2018年开通运营的株洲A1线和2019年开通运营的宜宾T1线纳入统计。）。全国共计开通244条运营线路，其中2020年新增运营线路36条。全国城轨交通建成投运线路总长度达7969.7公里，较上年底增长18.31%。

图1　2012－2020年中国城市轨道交通运营里程



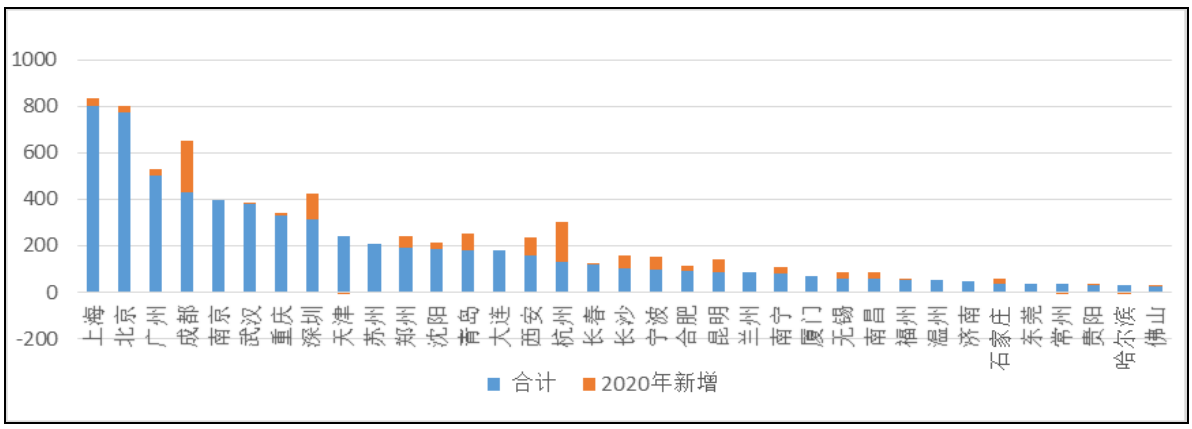
资料来源：联合资信整理

从城市群拥有城轨交通运营线网规模在全国的占比看，长三角经济圈的11城开通运营线路64条，运营线路总长度2247公里，占比28.2%，经济发达且城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；京津冀3城开通运营线路35条，运营线路总长度1097公里，占比13.8%；珠三角5城开通运营线路31条，运营线路总长度1029公里，占比12.9%；成渝城市群2城开通运营线路23条，运营线路总长度995公里，占比12.5%。从运营网规模看，上海和北京的线网规模分别达到834.2公里和799.1公里，两市运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。随着城市群、都市圈经济的快速发展，高铁、城际、市域（郊）、地铁四网融合的推进，带动区域一体化、站城融合、多层次立体交通网络逐步形成。

“十三五”期间，全国城轨交通在建项目规模较大且稳步增长，2020 年度完成建设投资额创历史新高。

“十三五”期间，全国共有65个城市的新一轮城轨交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，获批项目初步估算总投资额合计约29781.91亿元。2020年，共有8个城市新一轮城轨交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，线路长度共计587.95公里，总投资合计4709.86亿元。“十三五”期间，全国共完成城轨交通建设投资26278.7亿元，年均完成建设投资额接近5255.7亿元。2020年，全国城轨交通完成投资6286亿元，同比增长5.5%。据不完全统计（不含地方政府批复项目的资金情况），截至2020年底，在建城轨交通项目的可研批复投资额累计45289.3亿元，在建线路总长6797.5公里，较上年底增长19.5%，其中地铁6280.8公里，仍为主流。

图2　截至2020年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

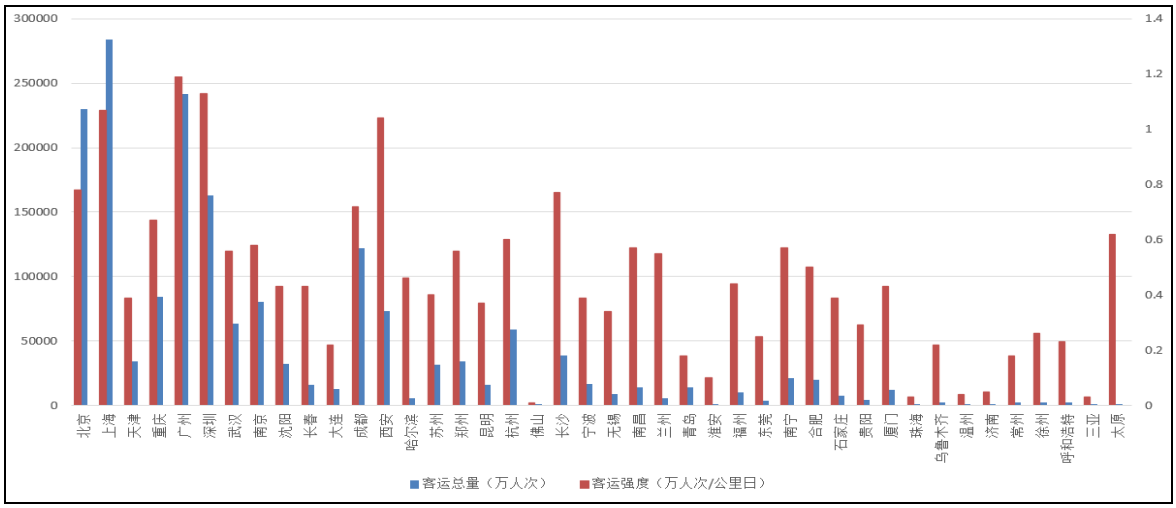
（3）行业运营

受新冠疫情影响，2020年全年城轨交通累计完成客运量及总进站量均同比大幅下降。同期，全国平均客运强度总体水平大幅下降，主要系疫情影响叠加新投运线路多分摊客运量所致；除厦门地铁外，全国各城市客运强度均有所下降。

2020年，受新冠疫情影响，据不完全统计，全年累计完成客运量175.9亿人次，同比减少61.1亿人次；日均客运量5131.7万人次，同比减少1505.4万人次；总进站量为109.5亿人次，同比减少40亿人次；总客运周转量为1486.4亿人公里，同比下降25.8%。从城轨交通客运量来看，上海、北京、广州、深圳和成都5市位居前列。

2020年，全国城轨交通平均客运强度为0.45万人次/公里日，同比下降0.27万人次/公里日，降幅为36.9%。一方面是疫情影响下客流下降，另一方面是新线路投运多，网络化运营城市增多，运营线路长度不断增长，客运强度总体水平呈逐年下降趋势，除厦门地铁外，2020年各城市客运强度均有所下降。厦门地铁客运强度较上年略有增长，增幅为3.36%，主要系厦门推出了4月11日－6月30日法定节假日和休息日免费乘坐地铁、公交政策，带动了客流增长。2020年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、上海、西安和北京。

图3　2020年中国各城市轨道交通客运量和客运强度



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

2020年，全国城轨交通平均运营成本同比有所上升，平均单位车公里运营收入有所下降。受新冠疫情影响，全国平均运营收支比下降明显，总运营收入有所下降。

根据《城轨分析报告》，据不完全统计（该部分计入35个城市数据，不含部分市域快轨和有轨电车数据和数据填报不完整城市），2020年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本24.6元，同比增加1.2元。平均单位人公里运营成本0.74元，同比增加0.05元。平均单位车公里运营收入15.9元，同比减少0.8元。平均单位人公里运营收入0.48元，同比增加0.01元。总体看，单位车公里运营收入和单位人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、贵阳、徐州、温州、厦门和北京6市，均为资源经营收入较高的城市。

2020年，受新冠疫情影响客流减少，全国城轨交通平均运营收支比为65%，同比下降7.7个百分点。总运营收入同比下降10.5%，其中，票款收入下降26.1%，资源经营收入下降7.2%。同期，总运营支出同比增长31.5%，主要由于总电能耗随着新建线路增加同比增长12.9%，

此外，新冠疫情期间，城轨交通运营企业主动采取降低满载率、延长运营时间，加强通风、消毒、保障防疫物资等措施，保障乘客出行安全，故增加了人工及防疫物资等方面的成本支出。

（4）行业政策

城轨交通行业具有投资规模大、专业技术要求较高、对城市发展影响重大等特点，国家和地方政府已出台一系列政策，保障行业健康快速发展。

城轨交通行业特点是投资规模大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大。国家和地方政府已出台一系列政策，保障城轨交通行业的健康快速发展。

表 3　近期城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	发布单位	发布日期
1	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52 号）	国务院	2018.07
2	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
3	《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09
4	《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03
5	国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展意见的通知（国办函〔2020〕116 号）	国务院	2020.12
6	《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	2021.02

资料来源：联合资信整理

根据国务院办公厅 2018 年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》相关规定，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上。为引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次、0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时 3 万人次以上、1 万人次以上。除城轨交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入占比不得低于40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2020年3月，中国城市轨道交通协会发布了《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》，从行业层面对智慧城轨建设的发展战略、建设目标、重点任务、实施路径、体制机制和保障措施等进行了统筹规划、顶层设计，旨在以此作为城轨交通行业今后一个时期（2020－2035年）制订智慧城轨发展的技术政策、技术规范、发展规划和实施计划的指导性文件。

2020年12月，国家发改委、交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司《关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展的意见》已经国务院同意，为完善城市综合交通运输体系、优化大城市功能布局、引领现代化都市圈发展提供有力支撑。该意见指出，市域（郊）铁路主要布局在经济发达、人口聚集的都市圈内的中心城市，联通城区与郊区及周边城镇组团，采取灵活编组、高密度、公交化的运输组织方式，重点满足1小时通勤圈快速通达出行需求。在充分利用既有资源的基础上，重点支持京津冀、粤港澳大湾区、长三角、成渝、长江中游等财力有支撑、客流有基础、发展有需求的地区规划建设都市圈市域（郊）铁路，强化都市圈内中心城市城区与周边城镇组团便捷通勤，其他条件适宜地区有序推进。严控地方政府债务风险。

2021年2月，国务院印发《国家综合立体

交通网规划纲要》，该纲要指明了我国城轨交通到2035年的发展目标，即基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国123出行交通圈”（都市区1小时通勤、城市群2小时通达、全国主要城市3小时覆盖）和“全球123快货物流圈”（国内1天送达、周边国家2天送达、全球主要城市3天送达）。构建完善的国家综合立体交通网，连接全国所有县级及以上行政区、边境口岸、国防设施、主要景区等。加快构建6条主轴、7条走廊、8条通道，建设高效率国家综合立体交通网主骨架。

（5）未来发展

“十三五”期间，在科技革命和产业变革的带动下，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，逐步发展智慧型地铁。“十四五”时期，我国城轨交通将继续推动智慧城轨建设，并依托都市圈城市群的发展推进市域快轨建设。同时，政府对行业的资金安排也给新基建的城轨交通发展带来了新的机遇。

“十三五”时期，我国已进入城轨交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，但经济发达地区的城轨交通建设投资增速和规模仍较大。截至 2020 年底，全国城轨交通运营线路已达近 8000 公里。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动下，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》及《国家综合立体交通网规划纲要》的发布，给未来智慧城轨及国家综合立体交通网的发展建设提供了更加明确的目标和方向。

2021 年是“十四五”的开局之年，为谋划好“十四五”期间乃至 2035 年的发展规划，中国城市轨道交通协会开展了《中国城市轨道交通发展战略与“十四五”发展思路》研究，指明了城轨交通的发展方向和发展途径。“十四五”期间，城轨交通将以技术智能化、装备自主化、网络功能化、发展持续化、行业标准化、区域差异化、制式多样化、运输协同化、运营精准化、站城一体化、建运绿色化、市场国际化等作为发展战略，在发展市域快轨、推进多网融合以及推动智慧城轨建设等方面取得突破进展。

同时，考虑到随着网络规模的不断扩张及投运时间的不断推移，城轨交通运营企业的运维支出压力将不断加大，应采取多种措施保障城轨交通财务可持续发展。2021 年政府工作报告提出，2021 年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，优化债券资金使用，优先支持在建工程，合理扩大使用范围，中央预算内投资安排 6100 亿元，重点支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。总体看，政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，契合了高质量发展的需要，为城轨交通发展带来了新的机遇。

2. 区域经济及政府财力

（1）区域经济

跟踪期内，南京市固定资产投资和房地产投资保持增长，三产结构合理，经济实力非常强，公司外部发展环境良好。

2020年，南京市地区生产总值达到14817.95亿元，同比增长4.6%，其中：第一产业实现增加值296.80亿元，同比增长0.9%，第二产业实现增加值5214.35亿元，同比增长6.7%，第三产业实现增加值8699.47亿元，同比增长5.6%。产业结构持续优化，三次产业结构由上年的2.1：35.9：62.0调整为2.0：35.2：62.8。全市居民人均可支配收入6.06元，同比增长5.2%

2020年，南京市全年规模以上工业增加值同比增长6.5%。规上高技术制造业增加值同比增长28.8%，其中，电子及通信设备制造业增

长47.7%，航空、航天器及设备制造业增长14.4%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业增长11.0%。装备制造业增加值同比增长14.1%，其中，通用设备制造业、电气机械及器材制造业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、专用设备制造业分别增长18.0%、21.7%、50.3%、9.9%。新型电子信息、绿色智能汽车、高端智能装备、生物医药与节能环保等四大先进制造业增加值同比增长9.9%，其中新型电子产业、高端智能装备产业增加值分别增长60.8%、13.3%。

2020年，南京市全社会固定资产投资同比增长6.6%。分领域看，工业投资同比增长11.0%，其中高技术制造业、工业技改投资分别同比增长20.0%、5.5%，占工业投资比重分别为51.5%、54.8%。基础设施投资同比增长1.2%。

2020年，南京市房地产开发投资2631.40亿元，同比增长5.2%。其中，住宅投资1862.72亿元，增长7.3%。

（2）政府财力

跟踪期内，南京市一般预算收入持续增长，财政自给程度高，财政实力非常强。

2020 年，南京市完成一般公共预算收入1637.7 亿元，同比增长 3.7%；其中税收收入1395.6 亿元，同比增长 1.6%，占一般公共预算收入的 85.22%，财政收入质量高。全年一般公共预算支出 1754.6 亿元，同比增长 5.8%，财政自给率为 93.34%，财政自给能力强。2020 年，南京市实现政府性基金收入 2208.4 亿元，其中市本级 1143.4 亿元。总体看，南京市财政实力强。截至 2020 年底，南京市政府债务余额 2818.5 亿元。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 276.72 亿元，公司控股股东和实际控制人均为南京市国资委，持股比例为92.82%。

2. 外部支持

跟踪期内，公司在项目资本金支持及财政补贴等方面持续获得有力支持。

由于城市轨道交通业具有较强的准公共产品特征，且建设投资额大，加之票价由政府制定，因此投入运营后易亏损，上述因素决定了政府需要通过相应的机制平衡地铁项目建设及运营资金投入。

项目资本金支持

公司地铁项目建设资金主要采取“政府资本金投入+市场化融资”方式筹集，其中项目资本金按照“市区共建”原则，由沿线各区与市本级根据站点比例分担。

2020 年及 2021 年 1－3 月，公司获得的市区两级财政拨款合计分别为 59.04 亿元和 23.50 亿元，具体见表 3。

表 4　2017－2021 年 3 月公司获得资金拨款情况

（单位：万元）

年份	市级财政拨款	区级拨款	合计
2017 年	312700.00	147600.00	**460300.00**
2018 年	416700.00	357526.00	**774226.00**
2019 年	378800.00	243725.00	**622525.00**
2020 年	309100.00	281275.00	**590375.00**
2021 年 1－3 月	212900.00	22100.00	**235000.00**

资料来源：公司提供

南京市政府将轨道交通场站周边 500 米×500 米范围划定为“轨道交通场站综合开发特定规划区”（以下简称“规划区”），其中 200 米×200 米范围划定为“轨道交通场站综合开发核心区”（以下简称“核心区”）。轨道交通场站及周边土地收益应当用于支持轨道交通可持续发展。除上述划定的规划区及核心区范围内土地外，截至 2021 年 3 月底，南京市政府明确专项用于平衡各地铁项目建设的一级开发土地合计共 66401 亩。

财政补贴

2020年及2021年1－3月，公司获得政府补

贴资金（包括运营亏损补贴）分别为37.46亿元和6.88亿元，未到款补贴反映在“其他应收款”，2020年底为34.82亿元。未到款补贴主要为资产折旧补贴，后期将通过财政性资金、专项土地资金等冲减。

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。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良信用记录，过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的《企业信用报告》（授信机构版，统一社会信用代码：91320100721711267 7）。截至2021年5月6日，公司已结清和未结清信贷中无关注类和不良类信贷，公司过往债务履约情况良好。

截至2021年6月24日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

公司按现代企业制度要求设有股东会、董事会、监事会和经营管理层，跟踪期内公司治理结构及组织架构无重大变化，运行良好。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，跟踪期内，公司管理体制无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入构成未发生明显变化，受新冠疫情影响，公司运营收入有所下降。

2020年，公司实现主营业务收入20.99亿元，同比下降23.20%，主要系受新冠疫情影响，公司地铁运营收入减少所致。租赁、广告、服务等资源开发板块对公司收入形成有益补充。

2020年，公司主营业务毛利率进一步降至-155.84%，其中地铁运营业务毛利率大幅下降至-227.90%，一方面系受新冠疫情影响，公司运营收入减少，而公司地铁折旧等固定成本不变，另一方面系运营成本同比增长所致。

2021年1－3月，公司实现主营业务收入5.44亿元，为2020年的25.92%；同期，公司主营业务毛利率为-146.59%。

表5 2019－2021年3月公司主营业务收入情况（单位:亿元、%）

业务项目	2019年			2020年			2021年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
地铁运营收入	21.56	78.89	-131.91	15.98	76.14	-227.90	4.37	80.39	-200.95
广告	0.05	0.18	94.17	0.25	1.19	100.00	0.07	1.34	99.14
租赁	3.47	12.70	89.91	3.22	15.35	90.24	0.86	15.82	90.10
服务	0.27	0.99	59.26	0.45	2.13	48.53	0.03	0.48	100.00
物业管理	0.13	0.48	-353.85	0.14	0.65	-249.08	0.07	1.36	-110.13
施工工程	0.83	3.04	96.39	0.28	1.31	100.00	0.00	0.00	--
咨询监测	0.26	0.95	65.38	0.67	3.18	58.66	0.03	0.62	59.76
其他业务	0.76	2.78	96.99	0.01	0.05	100.00	0.00	0.00	0.00
合计	**27.33**	**100.00**	**-87.38**	**20.99**	**100.00**	**-155.84**	**5.44**	**100.00**	**-146.59**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：审计报告及公司提供

2. 主营业务分析

跟踪期内，公司无新增线路完工投运，受新冠疫情影响，公司运营板块亏损规模扩大。跟踪期内，南京地铁票价未发生变化。随着地铁线网不断完善，疫情影响逐步消减，未来公司运营收入有望提升。

运营概况

截至2021年3月底，公司运营10条线路，具体包括：1号线（含南延线）、2号线（含东延线）、10号线、机场线、宁天城际一期、3号线、

4号线、S3号线、S9号线和S7号线。跟踪期内，公司未新增运营线路。

表 6　截至 2021 年 3 月底公司已运营地铁项目概况（单位：公里、亿元、个）

序号	线路	起讫站	完工时间	线路长度	总投资	车站数量
1	1 号线（含南延线）	迈皋桥-中国药科大学	2005 年 9 月；2010 年 5 月（南延线部分）	38.90	167.56	27
2	2 号线（含东延线）	油坊桥-经天路	2010 年 5 月	37.60	149.76	26
3	10 号线	雨山路-安德门	2014 年 7 月	21.60	101.25	14
4	S1 号线（机场线）	南京南站-空港新城江宁站	2014 年 7 月	35.80	112.88	9
5	S8 号线（宁天城际一期）	泰山新村-金牛湖	2014 年 8 月	45.20	131.04	17
6	3 号线	林场-秣周东路	2015 年 4 月	44.90	255.77	29
7	4 号线	龙江-仙林湖	2017 年 1 月	33.80	207.84	18
8	S3 号线（宁和城际一期）	南京南站---高家冲	2017 年 12 月	37.20	142.24	19
9	S9 号线（宁高城际二期）	翔宇路南-高淳	2017 年 12 月	52.40	93.93	6
10	S7 号线（宁溧线）	空港新城江宁站--无想山站	2018 年 5 月	30.20	106.97	9
合计				**377.60**	**1469.24**	**174**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司运营的 10 条线路共有 174 座车站，线路总长 377.60 公里，构成覆盖南京全市 11 个市辖区的地铁网络。公司在运营车型 A 型（车宽 3.0 米）地铁列车共计 176 列，运营 B 型车 117 列，尚有 10 列车尚未到位，总共 303 列。

运营方面，2020 年受新冠疫情影响，地铁客运总量为 7.98 亿人次，同比下降 30.73%；日均客流量约 217.99 万人次；运营票务收入 15.98 亿元，同比下降 25.88%。未来随着新线不断开通及路网效应显现、疫情影响逐步消减，运营票务收入将实现增长。

公司轨道交通运营成本主要由资产折旧、人力和能耗构成。2020 年，公司地铁运营成本为 52.40 亿元，主要由资产折旧（占 30.90%）、人力成本（占 44.68%）和能耗成本及其他（占 24.43%）构成。

2021 年 1－3 月，公司实现运营收入 4.37 亿元，为 2020 年全年的 27.35%，毛利率为 -200.95%。

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。南京地铁于 2019 年 3 月 31 日起执行新票价（具体见表 6），2 元起步价可乘里程由 10 公里降至 4 公里，4 公里以上部分，票价每增加 1 元的晋级里程为 5、5、7、7、9、11、13、15 公里。相较于中国其他主要城市，本轮价格调整后，南京地铁票价逐步由此前的较低水平趋向合理区间。跟踪期内，南京地铁票价未发生变化。

表 7　南京地铁票价-乘坐里程表

分段	乘坐里程	票价
1	0≤里程≤4	起步价2元
2	4<里程≤14	每1元可乘5公里
3	14<里程≤28	每1元可乘7公里
4	28<里程≤37	每1元可乘9公里
5	37<里程≤48	每1元可乘11公里
6	48<里程≤61	每1元可乘13公里
7	61<里程	每1元可乘15公里

资料来源：宁发改服价字〔2019〕73号

公司积极开发地铁资源，跟踪期内，广告、租赁及服务等非票收入对公司收入形成一定补充；地铁沿线专项土地规模大，土地开发及物业开发收益为地铁线路还本付息提供了重要偿债资金来源。

公司资源开发业务主要包括：广告、租赁等授权资源经营、上盖物业开发，以及工程服务、物业管理和咨询监测，相关业务主要由公司本部及子公司南京地铁资源开发有限责任公司（以下简称“资源开发公司”）负责。

2020 年，公司租赁、服务、广告板块分别实现收入 3.22 亿元、0.45 亿元和 0.25 亿元。2021 年 1－3 月，公司分别实现租赁、广告和服务收入 0.86 亿元、0.07 亿元和 0.03 亿元。

为强化公司融资能力和自身盈利能力，南京市政府给予公司部分轨道交通沿线配套土地用于平衡项目建设投入。截至 2021 年 3 月底，公司获得批复可专项用于平衡地铁项目建设的专项土地面积为 66401 亩。2020 年，公司土地出让面积为 10.95 万平方米，出让金额为 30.35 亿元，出让金额受当年出让地块面积、区位及配套设施等因素决定。2020 年，公司收到土地拨款 12.57 亿元，计入“吸收投资收到的现金”和“收到其他与投资活动有关的现金”科目。2021 年 1－3 月，公司未进行土地出让。总体看，专项土地出让收益可持续作为公司地铁项目建设及运营资金的重要来源。

表 8　2017－2020 年公司地铁专项土地出让情况
（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

年份	出让面积	出让均价	出让金额	预计土地收益	到位土地款（含以前年度出让土地款）
2017年	36.12	1.46	52.71	33.20	15.85
2018年	14.44	3.50	50.55	14.64	40.67
2019年	4.21	1.30	5.47	2.85	27.89
2020年	10.95	2.77	30.35	14.89	12.57

注：土地出让金额和土地出让收益差额为土地成本及财政刚性计提直接扣除部分；出让均价为土地单价。
资料来源：公司提供

公司采取自主开发和合作开发两种模式进行上盖物业开发。公司的自主开发项目主要为商办和小型商住物业，分为自持物业和销售型物业两种。合作开发方面，公司主要通过招拍挂方式取得地铁上盖土地开发权，对于拟开发销售的上盖物业，以土地作价出资成立项目公司，并通过股权转让或增资扩股方式，吸收社会资本合作开发，以实现项目开发收益最大化。上盖物业可供开发空间较大，预计未来将成为公司重要的收益来源之一。

3. 未来发展

随着在建线路持续推进，公司未来投资规模仍将持续扩大，公司对外融资需求大。

截至 2021 年 3 月底，公司共有 5 号线、1 号线北延等 10 条在建线路，总长度共约 202.67 公里。3 号线三期为跟踪期内新开工线路。公司在建线路计划投资额合计 1676.45 亿元，截至 2021 年 3 月底已累计投资 725.30 亿元，未来尚需投资 951.15 亿元。同时，2021 年，公司拟启动建设宁扬城际、宁马城际、宁滁城际三条铁路项目，计划总投资 352.00 亿元。总体看，未来公司将维持大规模的资本支出，公司对外融资需求大。

表 9　截至 2021 年 3 月底公司在建地铁项目概况（单位：亿元）

序号	项目	计划投资	项目资本金	已到位资本金	建设期	已投资额	计划投资	
							2021 年 4－12 月	2022 年及以后
1	5 号线	339.70	135.90	94.20	2016－2023	223.07	20.50	96.13
2	1 号线北延	74.25	28.53	5.46	2017－2023	51.52	6.60	16.13
3	7 号线	319.77	95.93	49.72	2017－2024	179.7	26.78	113.29
4	二号线西延	47.95	19.18	10.40	2018－2021	39.68	7.40	0.87
5	宁句城际	209.75	83.90	22.21	2018－2021	108.2	44.21	57.34
6	S8 南延线	14.73	5.89	2.45	2018－2022	8.49	1.52	4.72
7	6 号线	310.87	124.35	19.68	2019－2024	62.2	29.10	219.57

8	9 号线一期	212.50	85.00	7.60	2019－2024	38.1	20.70	153.70
9	10 号线二期	105.03	42.02	4.50	2019－2024	14.34	10.00	80.69
10	3 号线三期	41.90	16.76	/	2021－2024	/	3.00	38.9
合计		**1676.45**	**637.46**	**216.22**	**--**	**725.30**	**169.81**	**781.34**

注：1、5 号线的投资额含集团自建部分和 PPP 项目公司投资建设部分；2、已投资额根据项目形象进度核算
资料来源：公司提供

表 10　截至 2021 年 3 月底公司拟建地铁项目概况（单位：公里、亿元）

序号	线路	起讫站	实施年度	线路长度	总投资	拟融资金额
1	宁扬城际	东流—扬州	2021－2025	31.30	151.00	90.60
2	宁马城际	西善桥—马鞍山	2021－2025	27.40	180.00	108.00
3	宁滁城际	南京北站—滁州	2021－2025	5.90	21.00	12.60
合计		--	--	64.60	352.00	211.20

注：拟建项目线路长度、投资额均为南京段数据
资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报表，永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年 1－3 月财务数据未经审计。

2020 年，公司合并范围新增 1 家子公司，为南京宁麒开发置业有限公司，公司持股比例 53.00%；2021 年 1－3 月，公司合并范围一级子公司未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内拥有 8 家一级子公司（详见附件 1－2）。整体看，公司合并范围内新增子公司主要为投资新设，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，随着地铁线路投资逐步增加，公司资产总额持续增长；流动资产中其他应收款占比进一步提高，非流动资产以地铁资产和在建工程为主。整体看，公司资产结构合理，资产流动性较弱。

表 11　公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	99.95	5.16	91.65	4.19	125.25	5.45
其他应收款	239.39	12.36	305.01	13.94	318.94	13.87
流动资产	**411.54**	**21.26**	**501.02**	**22.90**	**557.37**	**24.25**
固定资产	1128.12	58.27	1117.25	51.06	1113.19	48.42
在建工程	278.98	14.41	448.06	20.48	506.34	22.03
无形资产	96.79	5.00	99.82	4.56	99.82	4.34
非流动资产	**1524.60**	**78.74**	**1687.26**	**77.10**	**1741.53**	**75.75**
资产总额	**1936.14**	**100.00**	**2188.28**	**100.00**	**2298.90**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2021 年 1－3 月财务数据

截至 2020 年底，公司资产总额 2188.28 亿元，较上年底增长 13.02%，主要系在建工程及其他应收款等增长所致。资产结构方面，流动资产占 22.90%，非流动资产占 77.10%，公司资产仍然以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 501.02 亿元，较上年底增长 21.74%，主要系其他应收款大幅增长所致，构成上仍以货币资金和其他应收款为主。截至 2020 年底，公司货币资金 91.65

亿元，较上年底下降 8.31%，以银行存款（91.63 亿元）为主；公司受限资金 152.66 万元，为履约保函保证金。同期，公司预付账款 52.69 亿元，较上年底增长 125.82%，主要系公司继续新增预付玄武区土地储备中心的待结算土地前期开发投入整理成本款所致。公司存货 14.48 亿元，较上年底下降 13.84%，系地铁小镇代建项目部分结算所致；公司存货仍主要为周转材料和开发产品，其中开发产品主要为地铁小镇代建项目的前期开发投入。公司其他应收款 305.01 亿元，较上年底增长 27.41%，主要系线路转固后的借款利息，未来将通过土地综合开发收益、资源收益等平衡，南京市土地市场状况和房地产调控政策对资金平衡状况形成一定影响；从账龄看，1 年以内的占 26.67%、1~2 年的占 31.55%，2~3 年的占 26.02%，3 年以上的占 15.76，整体账龄长度一般；从集中度看，前五名欠款单位合计占 93.77%，主要为借款利息挂账，集中度高。

表 12　截至 2020 年底公司其他应收账款前五名情况
（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	占其他应收款总额比例	账龄
借款利息	融资费用	236.49	77.54	3年以内、3年以上
综合补贴	财政补贴	34.82	11.41	2年以内
南京鼓楼房产经营有限公司	往来款	6.17	2.02	1年以上
南京承天通途置业有限公司	往来款	4.53	1.49	2年以内
南京市麒麟科技创新园（生态科技城）开发建设管委会	代垫征地补偿款	4.00	1.31	2年以内
合计	--	**286.01**	**93.77**	--

资料来源：公司审计报告

（2）非流动资产

公司非流动资产以固定资产和在建工程为主，截至 2020 年底为 1687.26 亿元，较上年底增长 10.67%。截至 2020 年底，公司固定资产为 1117.25 亿元，较上年底下降 0.96%，变动不大；公司固定资产以房屋及建筑物、机器设备和运输工具为主，采用直线法计提折旧，各类固定资产使用寿命为 10~90 年，按照固定资产的原价和预计使用年限，扣除 5%的净残值率后确定其折旧额，截至 2020 年底，公司固定资产累计折旧 92.82 亿元。同期，公司在建工程 448.06 亿元，较上年底增长 60.60%，主要系在建线路投入增长所致，包括新增七号线 41.74 亿元、基建二 14.26 亿元、六号线 22.05 亿元、九号线 24.67 亿元、二号线西延 10.76 亿元、宁句城际 43.18 亿元等。公司无形资产 99.82 亿元，较上年底增长 3.13%，主要系地铁宁高线及宁和线土地使用权转入所致。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 2298.90 亿元，较上年底增长 5.06%，主要系货币资金及其他应收款等增长所致。同期，公司货币资金快速增长 36.66%至 125.26 亿元，主要系财政资金投入以及发行债券、短期借款等筹资行为带来的资金增长；其他应收款 318.94 亿元，较上年底增长 4.57%，主要系线路借款利息及应收综合补贴持续增长所致；在建工程 506.34 亿元，较上年底增长 13.01%，系重点在建线路投入持续增长所致。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产包括履约保函保证金 152.66 万元。此外，公司用于融资租赁的轨道、列车等资产账面原值 72.82 亿元。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，受益于政府持续划拨项目资本金，公司所有者权益持续增长。公司所有者权益仍以实收资本和资本公积为主，权益结构稳定。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 744.54 亿元，较上年底增长 8.72%，主要系财政拨款导致资本公积快速增长。

表 13　公司所有者权益主要构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	276.72	40.41	276.72	37.17	276.72	36.41
资本公积	302.77	44.21	345.75	46.44	359.13	47.25
未分配利润	25.64	3.74	27.63	3.71	26.28	3.46
归属于母公司权益合计	**608.52**	**88.86**	**653.54**	**87.78**	**665.66**	**87.57**
少数股东权益	76.32	11.14	91.00	12.22	94.45	12.43
所有者权益总额	**684.84**	**100.00**	**744.54**	**100.00**	**760.11**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2021 年 1—3 月财务数据

截至 2020 年底，公司实收资本为 276.72 亿元，较上年底未发生变化。公司资本公积 345.75 亿元，较上年底增长 14.20%，主要系政府持续划拨项目资本金影响。同期，公司未分配利润为 27.63 亿元，较上年底增长 7.75%；少数股东权益为 91.00 亿元，较上年底增长 19.23%，主要系少数股东投入资金增加所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 760.11 亿元，较上年底增长 2.09%，其中资本公积 359.13 亿元，较上年底增加 13.38 亿元，为政府投入的项目建设资本金；其余各明细科目较上年底保持相对稳定。

（2）负债

跟踪期间，公司债务规模持续扩大，债务结构仍以长期债务为主，债务负担较重。考虑到公司多条线路仍处于建设阶段，依然面临较大投资需求，未来债务规模仍将维持在较高水平。

表 14　公司主要负债构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	68.55	5.48	86.85	6.02	121.60	7.90
其他应付款	40.40	3.23	51.21	3.55	74.05	4.81
一年内到期的非流动负债	78.36	6.26	64.31	4.45	63.18	4.11
其他流动负债	59.57	4.76	85.62	5.93	115.22	7.49
流动负债	**276.87**	**22.13**	**316.44**	**21.92**	**398.33**	**25.89**
长期借款	822.16	65.70	899.91	62.33	915.57	59.50
应付债券	123.24	9.85	179.67	12.44	177.32	11.52
长期应付款	17.17	1.37	27.16	1.88	27.01	1.76
非流动负债	**974.43**	**77.87**	**1127.30**	**78.08**	**1140.46**	**74.11**
负债总额	**1251.30**	**100.00**	**1443.74**	**100.00**	**1538.79**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2021 年 1—3 月财务数据

截至 2020 年底，公司负债总额 1443.74 亿元，较上年底增长 15.38%，主要系短期借款、其他应付款、其他流动负债、长期借款和应付债券等科目增长所致。负债结构方面，流动负债占 21.92%，非流动负债占 78.08%，公司负债结构仍以非流动负债为主，符合地铁项目建设周期特点。

截至 2020 年底，公司流动负债 316.44 亿元，较上年底增长 14.29%；公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、其他应付款和其他流动负债等构成。截至 2020 年底，公司短期借款 86.85 亿元，较上年底增长 26.69%，均为信用借款。公司其他应付款 51.21 亿元，较上年底增长 26.75%，主要系往来款增长所致；构成上，公司其他应付款由往来款 37.39 亿元、暂借暂收款 9.49 亿元和押金保证金 4.32 亿元构成。公司一年内到期的非流动负债 64.31 亿元，较上年底下降 17.93%，其中，

一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为 42.20 亿元、13.09 亿元和 9.01 亿元。公司其他流动负债 85.62 亿元，较上年底增长 43.73%，主要为公司发行的超短期融资券；截至 2020 年底，公司仍存续的 10 期超短期融资券期限均为 270 天，票面利率 1.80%~3.17%。

截至 2020 年底，公司非流动负债 1127.30 亿元，较上年底增长 15.69%，主要系长期借款和应付债券增加所致。同期，公司长期借款 899.91 亿元，较上年底增长 9.46%；其中信用借款、保证借款及质押借款分别为 67.98 亿元、349.00 亿元及 482.76 亿元，质押物为各线路收益权、部分资源开发收入等。公司应付债券 179.67 亿元，较上年底增长 45.79%，系发行“20 南京地铁 GN001”（发行规模 28.00 亿元，5 年期，票面利率 3.45%）、“20 南京地铁绿色债 01/G20 宁铁 1”（发行规模 30.00 亿元，5 年期，票面利率 3.18%）和“20 南京地铁绿色债 02/G20 宁铁 2”（发行规模 20.00 亿元，3+3 年期，票面利率 3.79%）所致。公司长期应付款全部为融资租赁款，2020 年底为 27.16 亿元，较上年底增长 58.19%。

公司全部债务已将其他流动负债中的超短期融资券计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款计入长期债务核算。随着项目不断推进，公司全部债务快速增长，截至 2020 年底为 1341.90 亿元，较上年底增长 14.94%，其中短期债务 235.16 亿元，长期债务 1106.75 亿元，公司债务仍以长期债务为主。截至 2020 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均较上年底小幅增长，分别为 65.98%、64.32%和 59.78%，债务负担较重。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 1538.79 亿元，较上年底增长 6.58%，其中流动负债、非流动负债分别占 25.89%和 74.11%。公司短期借款 121.60 亿元，较上年底增长 40.01%。其他应付款 74.05 亿元，较上年底增长 26.75%，系往来款和暂借暂收款增长所致。其他流动负债 115.22 亿元，较上年底增长 43.73%，系公司发行 7 期超短期融资券所致，发行期限均为 270 天，票面利率 2.87%~3.10%。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 1418.69 亿元，较上年底增长 5.72%，考虑到公司多条线路仍处于建设阶段，面临较大投资需求，未来债务规模仍将维持在较高水平。同期，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 66.94%、65.11%和 59.57%，整体债务负担较重。以 2021 年 3 月底财务数据为基础测算，公司 2021 年 4－12 月及 2022－2023 年分别需要偿还有息债务 238.05 亿元、114.52 亿元、94.49 亿元，公司 2021 年短期债务偿付压力较大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司地铁运营业务持续亏损，利润总额对政府补贴依赖度高，公司整体盈利能力仍弱。

2020 年，公司实现营业收入 22.00 亿元，同比下降 23.16%，主要系地铁运营收入减少所致。同期，受新增线路固定资产计提折旧等因素影响，公司营业成本同比增长 4.57%，公司营业利润率持续下滑，2020 年为-146.64%。

跟踪期内，受借款利息大部分已进行资本化处理，公司财务费用为负值，公司期间费用仍以管理费用为主，期间费用率较上年有所增长。2020 年，公司期间费用为 2.29 亿元，其中管理费用 2.40 亿元、财务费用为-0.33 亿元，期间费用率为 10.40%。

非经常性损益方面，2020 年，公司获得投资收益 0.22 亿元，主要为转让南京捷运通途置业有限公司 90%股权所致。同时，为弥补地铁运营亏损和增强公司盈利能力，政府持续给予公司补贴支持。2020 年，公司其他收益 37.46 亿元，主要为综合补贴 30.49 亿元、运营亏损补贴 5.00 亿元、岗位补贴 1.13 亿元和安检补贴 0.80 亿元。2020 年，公司实现利润总额 3.22 亿元，利润总额对政府补贴及投资收益依赖大。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为 0.14%和 0.40%，较上年基本保持平稳。

2021年1－3月，公司实现营业收入6.11亿元，相当于2020年全年的27.77%，同期营业利润率为-122.25%；公司当期发生期间费用0.67亿元，期间费用率为10.96%；公司获得其他收益6.88亿元，主要包括运营亏损补贴2.62亿元和综合补贴3.97亿元；同期公司利润总额为-0.99亿元，对政府补贴依赖大。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司现金收入质量较好，投资规模较大，公司对外部融资依赖较大。

表15 公司现金流情况 （单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	50.62	51.79	16.75
经营活动现金流出小计	48.27	53.55	17.90
经营活动现金流量净额	**2.35**	**-1.76**	**-1.15**
投资活动现金流入小计	39.52	8.69	0.34
投资活动现金流出小计	168.83	199.78	45.65
投资活动现金流量净额	**-129.31**	**-191.09**	**-45.31**
筹资活动前现金流量净额	**-126.96**	**-192.85**	**-46.46**
筹资活动现金流入小计	387.52	495.10	172.48
筹资活动现金流出小计	255.80	304.53	92.42
筹资活动现金流量净额	**131.73**	**190.57**	**80.06**
现金收入比	117.42	102.48	70.99

资料来源：根据公司年度报告及 2021 年一季度报告整理

2020 年，公司销售商品提供劳务收到的现金 22.55 亿元，收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款项。同期，公司经营性现金流量净额为-1.76 亿元。2020 年，公司现金收入比分别为 102.48%，收现质量较好。

2020 年，公司收到其他与投资活动有关的现金为 8.18 亿元，主要为收到的征地补偿款、代建项目款、子公司收回股东借款等。同期，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为 172.20 亿元，仍主要为在建地铁线路投入；支付其他与投资活动有关的现金 27.01 亿元，主要为支付的土地竞买保证金、预付玄武区土地储备中心土地前期开发整理成本、地铁代建项目款等。2020 年，公司投资活动现金流净额为-191.09 亿元。

2020 年，筹资活动现金流入量为 495.10 亿元，主要为吸收投资所收到的现金和借款收到的现金。其中，吸收投资收到的现金为 70.69 亿元，主要为市区两级财政拨款及专项土地款，少数股东投资等；公司借款及发行债券获现 418.41 亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息所支付的现金。2020 年，公司筹资活动净流入 190.57 亿元，有效弥补了投资活动现金缺口。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额-1.15 亿元。公司投资活动现金流量净额-45.31 亿元，主要为在建线路投资流出。公司筹资活动净流入 80.06 亿元。

6. 偿债能力

公司长、短期偿债能力均较弱；但考虑到用于还本付息的配套沿线土地价值较高以及持续有力的外部支持，公司整体偿债风险极低。

从短期偿债指标来看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率分别为 158.33%和 153.76%，均较上年底有所上升；同期，公司经营活动现金流量净额为负，对短期债务无保障能力。公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别由 0.49 倍下降至 0.39 倍。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率和速度比率均有所下降，分别为 139.93%和 135.09%，现金类资产为 125.25 亿元，为短期债务的 0.42 倍。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标来看，2020 年，公司 EBITDA 同比增加 0.90 亿元至 21.80 亿元，其中，2020 年固定资产折旧为 17.00 亿元。公司全部债务/EBITDA 为 61.55 倍，EBITDA 利息倍数为 0.34 倍，公司长期偿债能力较弱。

截至 2021 年 3 月底，公司专项用于平衡地铁项目建设的沿线及上盖物业可开发土地面积为 66401 亩，上述土地开发收益用于配套线路的部分资本金投入和还本付息。按保守估计南京土地出让均价 700 万元/亩计算，公司拥有轨道交通土地价值合计 4000 多亿元，扣除土地成本和各项刚性计提，预计可实现净收益达 2000 亿元，土地价值大。

截至 2021 年 3 月底，公司获得各金融机构的授信额度合计为 1614.65 亿元。其中已使用额度为 1114.85 亿元，未用额度为 499.79 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额为 13.62 亿元，担保比率为 1.79%，全部为对国有企业南京市溧水区交通建设投资有限公司的保证担保。公司担保比率低，或有负债风险相对较低。

7. 母公司财务情况

公司地铁线路资产入账母公司，线路实际运营由子公司承担，母公司营业收入规模较小。

截至 2020 年底，母公司资产规模 1666.25 亿元（占合并口径的 76.14%），较上年底增长 10.07%。其中，流动资产占 32.76%，主要由其他应收款和货币资金等构成；非流动资产占 67.24%，主要由固定资产、在建工程和长期股权投资等构成。

截至 2020 年底，母公司所有者权益 633.25 亿元（占合并口径的 85.05%），较上年底增长 3.91%，主要有实收资本和资本公积构成，母公司所有者权益稳定性较好。

截至 2020 年底，母公司负债规模 1033.00 亿元（占合并口径的 71.55%），较上年底增长 14.22%。其中，流动负债占 28.19%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他应付款等构成；非流动负债占 71.81%，主要由长期借款和应付债券构成。

2020 年，母公司实现营业收入 7.01 亿元（占合并口径的 31.86%），获得其他收益 3.23 亿元，利润总额 0.04 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至2021年5月底，公司存续债券余额387.53亿元，需于一年内偿付本金138.79亿元，公司现金类资产较充足，存续期债券偿债能力尚可。

截至 2021 年 5 月底，经联合资信评定的公司存续债券余额合计 181.60 亿元，公司存续债券余额合计 387.53 亿元，公司需于一年内偿付债券本金 138.79 亿元。以 2021 年 5 月底数据为基础，存续债券的兑付峰值年份为 2021 年（兑付时间为 2021 年 6—12 月），兑付峰值共计 128.00 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产 125.25 亿元；2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 51.79 亿元、-1.76 亿元和 21.80 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表16 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

主要指标	指标值
截至 2021 年 5 月底一年内到期债券余额	138.79
未来待偿债券本金峰值	128.00
截至 2021 年 3 月底现金类资产/截至 2021 年 5 月底一年内到期债券余额	0.90
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.40
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.01
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.17

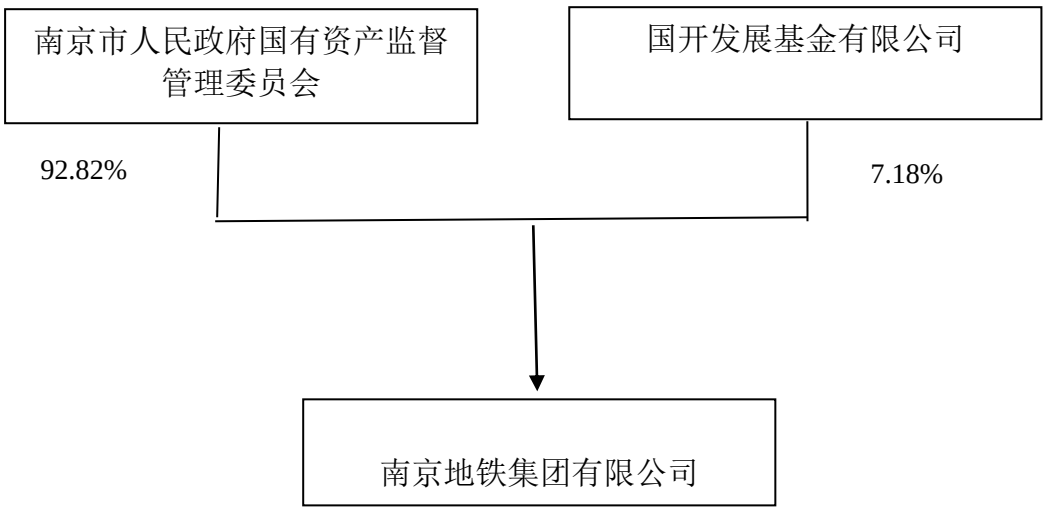
注：一年内到期债券余额为2021年5月起一年内到期的债券余额
资料来源：联合资信整理

公司现金类资产对一年内到期债券保障能力尚可，经营活动现金流入量对公司待偿债券本金峰值的保障程度较弱。未来随着公司地铁线路联网和资源开发业务拓展，公司对单年待偿债券本金峰值的保障程度可能会有较大的提高。

十一、结论

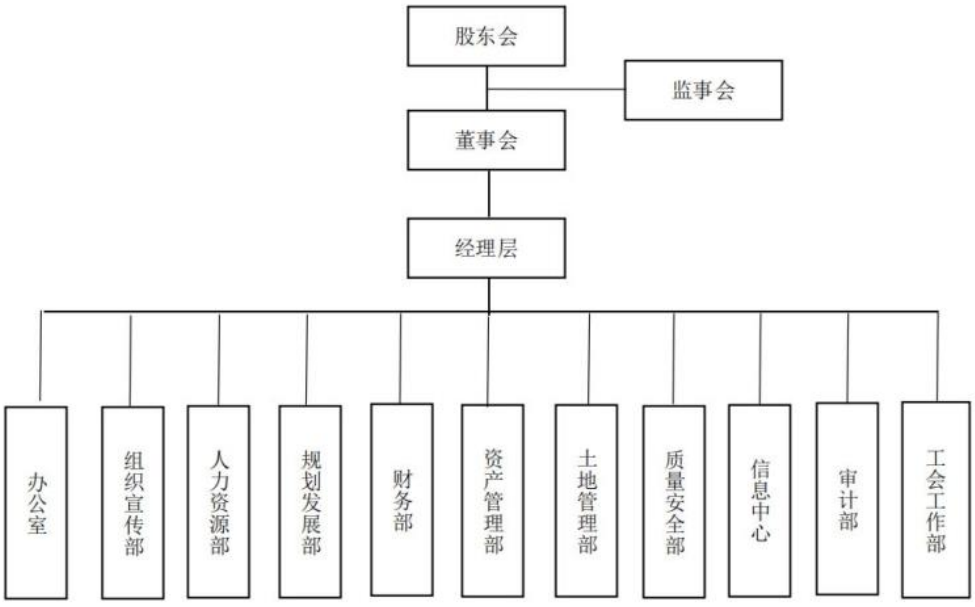
综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“16 南京地铁债/PR 宁地铁”“18 南京地铁 MTN001”“18 南京地铁债/18 宁地铁”“19 南京地铁 GN001”“19 南京地铁绿色债 01/G19 宁铁 1”“20 南京地铁绿色债 01/G20 宁铁 1”“20 南京地铁绿色债 02/G20 宁铁 2”和“21 南京地铁绿色债 01/G21 宁铁”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司下属子公司情况

企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
南京地铁建设有限责任公司	建筑业、服务业	600	100.00
南京地铁运营有限责任公司	服务业	200000	100.00
南京地铁资源开发有限责任公司	建筑业、服务业	30600	100.00
南京宁北轨道交通有限公司	城市轨道交通投资及管理	100000	37.71
南京宁高轨道交通有限公司	城市轨道交通投资及管理	100000	69.85
南京地铁小镇开发建设集团有限公司	土地整理开发	100000	70.00
江苏宁句轨道交通有限公司	城市轨道交通投资及管理	503850	58.70
南京宁麒开发置业有限公司	房地产开发	20000	53.00

资料来源：公司提供

附件 1-3　公司各线路运营指标

序号	线路	开始运营时间	线路长度（千米）	运营指标	2018 年	2019 年	2020 年
1	1 号线	2005.9	38.90	运营收入（万元）	46111.70	59422.59	43036.11
				客运总量（万人次）	32910.80	33257.27	22792.26
				平均日客运量（万人次）	90.17	91.12	62.27
				列车正点率（%）	99.97	99.97	99.97
				运营里程（万车公里）	3980.21	4120.07	3933.05
2	2 号线	2010.5	37.60	运营收入（万元）	37459.05	48624.89	35479.34
				客运总量（万人次）	28346.09	29351.72	19909.97
				平均日客运量（万人次）	77.66	80.42	54.40
				列车正点率（%）	99.96	99.97	99.98
				运营里程（万车公里）	3236.84	3650.50	3470.77
3	10 号线	2014.7	21.60	运营收入（万元）	6953.80	9353.58	7910.83
				客运总量（万人次）	5487.98	6192.35	4756.76
				平均日客运量（万人次）	15.04	16.97	13.00
				列车正点率（%）	99.98	99.97	99.99
				运营里程（万车公里）	1457.14	1570.18	1500.71
4	机场线（S1）	2014.7	35.80	运营收入（万元）	9269.79	12597.00	9180.44
				客运总量（万人次）	3085.11	3261.71	2247.14
				平均日客运量（万人次）	8.45	8.94	6.14
				列车正点率（%）	99.98	99.98	99.98
				运营里程（万车公里）	1813.63	1856.73	1858.25
5	宁天城际（S8）	2014.8	45.20	运营收入（万元）	7529.80	9749.88	7348.41
				客运总量（万人次）	3894.14	3809.15	2790.40
				平均日客运量（万人次）	10.67	10.44	7.62
				列车正点率（%）	99.98	99.99	99.99
				运营里程（万车公里）	1559.70	1721.31	1613.27
6	3 号线	2015.4	44.90	运营收入（万元）	43215.22	55109.84	40455.47
				客运总量（万人次）	27591.42	27705.50	18842.21
				平均日客运量（万人次）	75.59	75.91	51.48
				列车正点率（%）	99.97	99.98	99.98
				运营里程（万车公里）	3660.28	3746.40	3594.79
7	4 号线	2017.01	33. 80	运营收入（万元）	8398.86	11212.87	8650.31
				客运总量（万人次）	6930.77	7658.84	5374.90
				平均日客运量（万人次）	18.99	20.98	14.69
				列车正点率（%）	99.98	99.98	99.99
				运营里程（万车公里）	2364.27	2532.40	2446.53

8	宁和城际（S3/12号线）	2017.11	37.20	运营收入（万元）	3400.93	5526.77	4607.24
				客运总量（万人次）	2383.55	2945.71	2320.21
				平均日客运量（万人次）	6.53	8.07	6.34
				列车正点率（%）	99.99	99.99	99.99
				运营里程（万车公里）	1471.21	1567.22	1485.47
9	宁高二期（S9）	2017.12	52.40	运营收入（万元）	2416.80	3161.36	2335.14
				客运总量（万人次）	616.43	639.72	460.3
				平均日客运量（万人次）	1.69	1.75	1.26
				列车正点率（%）	99.94	99.91	99.93
				运营里程（万车公里）	748.46	797.19	750.71
10	宁溧线（S7）	2018.5	30.20	运营收入（万元）	538.12	1107.73	805.78
				客运总量（万人次）	243.47	402.39	290.47
				平均日客运量（万人次）	0.67	1.1	0.79
				列车正点率（%）	99.99	99.98	99.99
				运营里程（万车公里）	346.6	576.18	553.54
合计			**377.60**	**运营收入（万元）**	**165294.07**	**215866.59**	**159809.07**
				客运总量（万人次）	**111489.77**	**115224.31**	**79784.62**
				平均日客运量（万人次）	**305.45**	**315.68**	**217.99**
				列车正点率（%）	**99.98**	**99.97**	**99.98**

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	95.18	99.95	91.65	125.25
资产总额(亿元)	1771.97	1936.14	2188.28	2298.90
所有者权益(亿元)	644.07	684.84	744.54	760.11
短期债务(亿元)	124.51	204.91	235.16	298.78
长期债务(亿元)	925.65	962.57	1106.75	1119.91
全部债务(亿元)	1050.15	1167.47	1341.90	1418.69
营业收入(亿元)	21.64	28.63	22.00	6.11
利润总额(亿元)	2.80	3.05	3.22	-0.99
EBITDA(亿元)	16.92	20.90	21.80	--
经营性净现金流(亿元)	2.29	2.35	-1.76	-1.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.46	25.57	21.37	--
存货周转次数(次)	2.44	3.11	3.45	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.02	0.01	--
现金收入比(%)	120.42	117.42	102.48	70.99
营业利润率(%)	-80.69	-81.01	-146.64	-122.25
总资本收益率(%)	0.13	0.15	0.14	--
净资产收益率(%)	0.34	0.40	0.40	--
长期债务资本化比率(%)	58.97	58.43	59.78	59.57
全部债务资本化比率(%)	61.98	63.03	64.32	65.11
资产负债率(%)	63.65	64.63	65.98	66.94
流动比率(%)	169.94	148.64	158.33	139.93
速动比率(%)	161.58	142.57	153.76	135.09
经营现金流动负债比(%)	1.16	0.85	-0.56	--
现金短期债务比(倍)	0.76	0.49	0.39	0.42
EBITDA 利息倍数(倍)	0.34	0.41	0.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	62.08	55.86	61.55	--

注：公司 2021 年 1－3 月财务报表未经审计；本报告合并口径短期债务包含其他流动负债中付息项，长期债务包含长期应付款中付息项

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	63.61	73.06	56.84	95.45
资产总额(亿元)	1368.96	1513.77	1666.25	1769.77
所有者权益(亿元)	585.01	609.40	633.25	647.73
短期债务(亿元)	84.69	120.45	120.16	154.64
长期债务(亿元)	569.19	609.75	711.61	716.38
全部债务(亿元)	653.87	730.21	831.78	871.02
营业收入(亿元)	3.52	7.92	7.01	0.84
利润总额(亿元)	0.09	0.14	0.04	0.53
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	16.34	15.61	8.27	2.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.98	1.22	0.61	--
存货周转次数(次)	10.18	13.49	17.00	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.01	0.00	--
现金收入比(%)	103.46	48.57	53.57	44.52
营业利润率(%)	-179.82	-27.10	-41.74	-173.98
总资本收益率(%)	0.01	0.01	0.00	--
净资产收益率(%)	0.01	0.02	0.01	--
长期债务资本化比率(%)	49.31	50.01	52.91	52.52
全部债务资本化比率(%)	52.78	54.51	56.78	57.35
资产负债率(%)	57.27	59.74	62.00	63.40
流动比率(%)	245.80	189.12	187.46	160.93
速动比率(%)	245.29	188.88	187.29	160.80
经营现金流动负债比(%)	9.97	5.99	2.84	--
现金短期债务比(倍)	0.75	0.61	0.47	0.62
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/

注：2021 年 1 - 3 月财务数据未经审计，未获取母公司折旧及摊销数据，故 EBITDA 相关指标无法计算

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　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 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。