

信用等级公告

联合[2018] 1013 号

联合资信评估有限公司通过对南京地铁集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年南京地铁集团有限公司公司债券进行综合分析和评估，确定南京地铁集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，2018 年南京地铁集团有限公司公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月十三日



2018 年南京地铁集团有限公司公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期债券信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期债券发行规模: 26 亿元

本期债券期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 存续期第 3、4、5 年分别兑付 30%、30%和 40%本金

募集资金用途: 地铁项目建设和补充营运资金

评级时间: 2018 年 6 月 13 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	140.62	114.49	69.14
资产总额(亿元)	1233.44	1476.96	1585.04
所有者权益(亿元)	396.45	485.02	582.54
短期债务(亿元)	21.94	56.99	88.36
长期债务(亿元)	656.82	762.60	780.04
全部债务(亿元)	678.76	819.59	868.40
营业收入(亿元)	14.01	17.52	20.07
利润总额(亿元)	1.61	2.32	2.24
EBITDA(亿元)	6.85	13.81	14.48
经营性净现金流(亿元)	10.43	18.91	14.73
营业利润率(%)	-24.63	-61.84	-61.14
净资产收益率(%)	0.39	0.45	0.36
资产负债率(%)	67.86	67.16	63.25
全部债务资本化比率(%)	63.13	62.82	59.85
流动比率(%)	309.86	186.34	178.55
经营现金流流动负债比(%)	13.84	15.81	10.49
全部债务/EBITDA(倍)	99.07	59.37	59.99

注: 本报告 2015 年财务数据采用公司 2013~2015 连审财务数据;
2016 年财务数据采用 2017 年年初数。

分析师

竺文彬 唐立倩

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

南京地铁集团有限公司(以下简称“公司”)作为南京市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体,在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营地位。近年来,南京市区域经济和政府财力稳定增长,对地铁建设资金持续给予支持且力度较大;公司资产及权益规模快速增长;随着多条新地铁线路运营的逐步成熟,公司运营收入持续增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到地铁项目建设周期长、投资回收慢以及公司债务规模不断扩大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

考虑到地铁线路陆续通车运营,运营规模效应和线网效应逐步显现,以及地铁资源开发不断成熟,未来公司自身的盈利能力将有所改善;公司土地资源丰富,未来预期收益良好;同时,南京市政府财政实力不断增强及对公司大力支持。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 近年来,南京市区域经济实力 and 财政实力持续增强,为公司提供了强有力的业务支持。
2. 公司是南京市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体,具有区域专营优势。
3. 南京市政府在项目资本金、地铁沿线土地划拨、地铁相关资源配置等方面给予公司支持力度大,为地铁项目建设及未来还本付息提供了保障。
4. 公司在建地铁线路将逐步投入运行,线网网络效应增强,地铁资源将更加丰富,公司收入有望稳步增长。

关注

1. 公司土地运作预期收益受南京市土地市场波动影响较大，存在一定不确定性。
2. 公司债务规模较大，随着未来南京市轨道交通整体规划的快速推进，公司将维持较大规模的资本支出，面临较大投资压力。
3. 地铁项目具有前期投入大、投资回报周期长、定价机制非市场化等特点，短期内公司自身盈利水平较弱。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2018年南京地铁集团有限公司公司债券信用评级报告

一、主体概况

南京地铁集团有限公司（以下简称“公司”）原名为南京地下铁道有限责任公司（以下简称“原公司”）。2010年3月，根据南京市人民政府文件宁政发[2010]51号《市政府关于调整南京地下铁道有限责任公司出资人有关事项的通知》，原公司出资人由南京地铁指挥部变更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”）。2012年7月17日变更为现名。2012年6月，公司股东会决定，经南京市人民政府批复同意，以增资扩股方式引入50亿元股权投资¹，以50亿元人民币现金出资，包括厦门国际信托有限公司（以下简称“厦门信托”）出资40.00亿元、紫金信托有限责任公司出资（以下简称“紫金信托”）10.00亿元。其中35亿作为注册资本，15亿元作为资本公积增资。2015年12月31日，根据公司股东会决议，同意新增股东国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）以货币方式出资18.40亿元。经过多次股东增资及股权变更，截至本报告出具日，公司注册资本和实收资本均为276.72亿元²。其中：南京市国资委出资占注册资本87.76%、国开发展基金有限公司占注册资本的7.18%、厦门信托占注册资本4.05%、紫金信托占注册资本

¹厦门信托和紫金信托2012年以其各自设立的信托资金共同向公司进行股权投资（以下简称“本次投资”），金额合计50亿元（厦门信托40亿元，紫金信托10亿元），期限为6年。根据南京市国资委、厦门信托和紫金信托签订的《股权转让协议》

（XMXT-NJDT[转]字第1201号）的约定，于2016年、2017年、2018年分三年进行股权转让。

2公司于2017年9月5日出具股东会决议，同意股东厦门信托将截至2015年底持有公司股权出资额5.60亿元和对应的资本公积2.40亿元以8.00亿元的价格转让南京市国资委；同意股东紫金信托将截至2015年底持有公司股权出资额1.40亿元和对应的资本公积0.60亿元以2.00亿元的价格转让南京市国资委。2017年，厦门信托和紫金信托按约定转让股权合计20亿元，相关工商变更等手续尚在办理中。

1.01%。公司实际控制人为南京市国资委。

2017年底，公司合并范围共有一级子公司6家。公司总部内设办公室、规划发展部、财务部、监察室（审计部）、人力资源部、资产管理部、组织宣传部、质量安全部、土地管理部和信息化中心10个管理部门。公司合并范围员工共计12546人。公司主要经营范围：城市轨道交通工程项目及沿线资源的投资和建设；轨道交通运营、资源经营及资产管理、土地开发。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

2017年底，公司合并资产总额为1585.04亿元，所有者权益合计为582.54亿元（其中少数股东权益31.02亿元）；2017年，公司实现营业收入20.07亿元，利润总额2.24亿元。

公司注册地址：南京市玄武区中山路228号地铁大厦；法定代表人：余才高。

二、本期债券及募投项目概况

1、本期债券概况

公司计划于2018年发行26亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限为5年，采用固定利率，按年付息；本期债券设置分期还本条款，在存续期第3、4、5个计息年度末分别偿还债券本金30%、30%和40%，后三年利息随本金的兑付一起支付。本期债券募集资金用于地铁项目建设和补充营运资金。

2、本期债券募集资金用途及募投项目概况

本期债券募集资金共计26亿元。其中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（以下简称“募投项目”）、10亿元用于补充营运资金。

（1）项目建设内容

基于《省发展改革委关于南京至高淳城际

轨道禄口新城南站至高淳段项目可行性研究报告的批复》，募投项目的建设内容主要为建设以南京至高淳城际轨道一期工程禄口新城南站为起点，途经江宁区铜山镇、溧水区石湫镇、明觉镇，终点为高淳站的地铁线路项目，全长 52.416km（其中地下线 3.61km、地面线 4.62km、高架线 44.19km），包括车站 6 座（其中新建 5 座：铜山站、石湫站、明觉站、高淳

北站、高淳站），车辆段 1 处，主变电所 2 座（其中利用既有 1 座，新建 1 座）。募投项目线路的控制中心是南京南控制中心。

（2）项目审批情况

募投项目审批方面，募投项目已获得可行性研究报告、节能评估、环境影响评估和建设用地的批复，具体情况见下表

表1 募投项目批复情况

序号	项目审批情况	批复部门	批准文号或证号	印发时间
1	省发展改革委关于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段项目可行性研究报告的批复	江苏省发展和改革委员会	苏发改设施发[2015]1350 号	2015.12.02
2	省发展改革委关于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段工程节能评估报告书的审查意见	江苏省发展和改革委员会	苏发改能审[2015]66 号	2015.09.10
3	关于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段工程环境影响报告书的批复	江苏省环境保护厅	苏环审[2015]67 号	2015.06.23
4	江苏省国土资源厅关于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段项目用地的预审意见	江苏省国土资源厅	苏国土资预[2015]153 号	2015.10.15
5	南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段建设项目选址意见书	南京市规划局	选字第 320100201510029 号	2015.02.16
6	江苏省社会稳定风险评估评审表：南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段工程	江苏省维护稳定工作领导小组办公室	-	2014.12.26

资料来源：公司提供

（3）项目资金来源

募投项目总投资额为119.38亿元，其中工程费用73.51亿元；工程建设其他费用26.52亿元；预备费8.00亿元；专项费用11.34亿元，其中车辆购置费2.70亿元，建设期贷款利息8.61亿元，铺底流动资金360万元。根据《市政府办公厅关于印发南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段工程项目资金平衡方案的通知》，募投项目资本金23.81亿元，资本金以外部分以银行贷款、产业基金、引入社会资本、发行债券等多种形式解决。募投项目拟使用本期债券募集资金16.00亿元，占总投资概算的13.40%。

（4）项目进度

根据《省发展改革委关于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段项目可行性研究报告的批复》，募投项目建设周期为 3 年 6 个月，于 2015 年全面开工建设，2017 年 12

月 30 日通车载客试运营。截至目前，按照工程施工、设备到货进度和各类项目合同执行情况，本项目累计支付合同金额 63.43 亿元。

（5）资金偿还来源

募投项目资金偿还来源但不限于：项目运营票款收入，沿线资源经营收益，沿线上盖物业及物业用地的租金、出让收益等。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产

业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016

年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易

方式来看,2017年,一般贸易进出口占我国进出口总额的比重(56.3%)较2016年提高1.3个百分点,占比仍然最高。从国别来看,2017年,我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%,增速较2016年大幅提升;随着“一带一路”战略的深入推进,我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年,全球经济有望维持复苏态势,这将对我国的进出口贸易继续构成利好,但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下,我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,深入推进供给侧结构性改革,深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革,坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战,促进经济高质量发展,2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看,固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中,基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强,2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱,基础设施建设投资增速或将小幅回落;在高端领域制造业投资的拉动下,制造业投资仍将保持较快增长;当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续,房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下,居民消费将保持平稳较快增长;对外贸易有望保持较好增长态势,调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容,全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年我国进出口增速将有所放缓。此外,物价水平或将出现小幅上升,失业率总体将保持稳定,预计全年经济增速在6.5%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分,包括地下铁道、轻轨、单轨、有轨电车、市域快轨、磁悬浮线路和磁悬浮(APM)等7种制式。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,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) 行业发展概况

改革开放以来,中国城市化进程逐步加快,城市人口的也相应增长,2017年中国城镇化率已达58.52%,城镇化人口达8.13亿元,这使得大中城市的交通形势日趋严峻。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。

近年来,全国多城市地铁在建,国内轨道交通事业迅猛发展,近五年运营里程翻倍,完成投资约1.5万亿。根据《城市轨道交通2017年度统计和分析报告》,截至2017年底,中国大陆地区共34个城市开通运营城市轨道交通,共计165条线路,运营线路总长度达5033公里。其中,地铁3884公里,占77.2%。年度新增运营线路长度创历史新高,达879.9公里,同比增长21.2%。全年累计完成客运量185亿人次,同比增长14.9%。拥有2条及以上城轨交通运营线路的城市已增加到26个。

2017年,中国城市轨道交通完成投资4762亿元,同比大幅增长23.8%,截至2017年底,中国共有62个城市的城轨线网规划获批(含地方政府批复的18个城市),规划线路总长达7424公里,已批复规划线路总投资38756亿元。未来30年将是中国城市轨道交通建设

持续发展阶段。十三五期间，全国有 100 多个城市规划了建设线路，预计新增通车里程超过 4000 公里，同比增长 100%，投资将超过 2 万亿元，预计到 2020 年，中国轨道交通运营里程将达到 7700 公里。

（2）行业竞争概况

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。

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，发展相对较早，目前的线路网初具规模，而内地二线城市目前还处于建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来对到交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

（3）轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高，具有投资额大、投资回收期比较长的经济特性。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、由政府与企业共建的模式。

在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在 30~40% 左右，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，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业以政府信用担保通过贷款、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专项资金来偿付到期债务本息。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政府的财政补贴。

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由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。引入社会资本的模式得到了尝试，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以提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）行业关注

① 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，中国轨道交通占城市公共交通运量不超过 15%，主要由于线网效应不明显，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较高，中国大部分城市地铁运营环节均处于亏损状态。

② 价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

③ 原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁、水泥、玻璃等建筑业原材料价格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

（5）行业发展

中国宏观经济稳定运行及城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。

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，形成规模经营、适度竞争的格局。

在快速发展过程中，线路新建申报要求将更加严格和全面，以促进城市轨道交通行业健康持续发展。2018年1月出台的《关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，首次要求拟建项目日均客流量不低于每日每公里0.7万人次、资本金比例不低于40%，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2. 区域经济环境

公司是南京市轨道交通投资建设、运营管理和资源开发的实施主体。南京市的经济水平及未来发展规划对公司发展影响较大。

2015~2017年，南京市地区生产总值持续增长，年均复合增长9.94%，2017年南京市实现地区生产总值11715.1亿元，同比增长8.1%；按常住人口计算人均生产总值达到14.11万元。其中，第一产业增加值263.01亿元，增长1.2%；第二产业增加值4454.87亿元，增长5.1%；第三产业增加值6997.22亿元，增长10.3%。三次产业结构由2016年的2.4:39.2:58.4调整为2.3:38.0:59.7。2017年南京市规模以上工业企业实现增加值3166.63亿元，比上年增长6%。2017年南京市完成全社会固定资产投资6215.20亿元，比上年增长12.3%，三次产业投资比例为0.4:28.8:70.8。

2017年底，南京市常住人口833.50万人，

比上年末增加6.5万人，城镇化率82.29%，比上年提高0.29个百分点。2017年南京市人口增长率3.7%。2017年，南京市全体居民人均可支配收入48104元，比上年增长9.3%。其中，城镇居民人均可支配收入54538元，增长9.1%；农村居民人均可支配收入23133元，增长9.3%。

总体来看，近年来南京市城市经济不断发展，城市总体竞争力持续提升。

五、基础素质分析

1. 股权状况

根据2017年9月5日经南京市国资委批复同意的变更注册资本股东会决议，注册资本增加至276.72亿元。公司控股股东为南京市国资委，出资比例占注册资本的87.76%，厦门信托、国开基金、紫金信托，其出资比例占注册资本分别为4.05%、7.18%、1.01%。截至本报告出具日，公司工商企业登记信息正在变更中。

2. 企业规模

政府对城市轨道交通行业具有主导作用。自1999年4月15日南京地铁南北线一期工程项目经国务院批准正式立项起，公司即开始负责南京地铁建设的相关工作，是南京城市轨道交通建设、运营、资源开发的唯一主体。

公司的主要任务和经营范围为以下几项：

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

总体来看，公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营地位，竞争优势较为明显。

3. 人员素质

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

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

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

截至2017年底，公司人员合计12546人，其中，具备专业技术资格的6214人，占总人数的49.53%，取得技能等级资格的6725人，占总人数的53.60%。学历方面，研究生及以上357人，占总人数的2.85%；本科7335，占总人数的58.46%；大专及以下4854，占总人数的38.69%（主要为运营公司生产操作岗位）；平均年龄28.7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；在职人员专业职称、学历水平较高，能够满足公司日常经营活动需要。

4. 外部支持

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，因此投入运营后通常都会亏损，以上因素决定了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资金支持。

（1）资本金注入

2015 年 12 月 31 日，根据南京地铁集团有

限公司股东会决议，同意新增股东国开发展基金有限公司以货币方式出资 18.40 亿元。其中 12.88 亿元计入实收资本、其余 5.52 亿元计入资本公积；同时，同意南京市财政资金投入形成的资本公积 73.69 亿元转增南京市国资委持有的实收资本。

2017 年 9 月，公司股东会决议同意厦门信托、紫金信托将其持有公司部分股权分别以 8.00 亿元和 2.00 亿元的价格转让给南京市国资委；同意股东国开发展基金有限公司以 2016 年货币出资的 7.00 亿元资本公积转增实收资本；同意以 2015 年南京市财政资金投入形成资本公积中的 66.01 亿元转增为南京市国资委的出资额。上述股权转让及增资完成后，公司注册资本变更为 276.72 亿元。

（2）项目资本金支持

公司地铁项目建设资本金来自轨道交通发展专项基金以及区政府征地拆迁投入。

轨道基金方面，2015 年 11 月，南京市政府出台《南京市轨道交通建设发展基金募集和管理办法（试行）》（宁政发【2015】245 号），规定轨道交通建设发展基金是兼顾财政职能和市场效益的政策性基金，基金作为母基金出资引导设立子基金，按照市场化运作的原则，引入合作机构，发挥财政资金的杠杆效应。母基金资金来源包括：（一）市级财政专项资金。1、土地出让收入统筹部分。每年统筹安排不少于市级土地出让收入总价款 5%；2、市级财政预算安排部分。市财政按照各线路资金平衡方案，每年视财力收入情况安排的专项资金；3、上级补助收入等其他财政资金收入。（二）区级财政专项资金。各区按照各线路资金平衡方案应承担资金额，通过区级预算、区级土地出让收入及其他来源安排。（三）基金（含子基金）运作取得的收益。（四）其他资金。子基金的资金来源包括：（一）母基金的出资；（二）合伙人的出资；（三）社会募集资金；（四）其他资金。

区政府征地拆迁投入方面，公司每条地铁

线路均配套有相应的融资方案。在融资方案中，规定了相关的轨道基金投入和区政府征地拆迁投入情况。

2015~2017 年公司分别获得的轨道基金划拨为 55.82 亿元、30.41 亿元和 46.03 亿元，具体见下表。目前轨道交通基金全部为市区两级财政资金，公司尚未进行子基金运作。

表 2 2015~2017 年公司获得政府资金拨款情况
(单位: 万元)

年份	轨道基金			合计
	市级财政拨款	税费返还	区级拨款	
2015 年	505000	14400.00	38787.48	558187.48
2016 年	287920	7550.00	8580.96	304050.96
2017 年	312700	0.00	147600.00	460300.00

资料来源: 公司提供

为强化公司融资能力和自身盈利能力，南京市政府授予轨道交通沿线土地一级开发及地下空间的统筹规划职能。

截至 2017 年底，明确专项用于平衡地铁项目建设的一级开发土地共 67065 亩，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。近年来土地增值幅度大，轨道交通建设、运营资金来源有保障。根据目前南京土地出让均价 700 万/亩计算，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，预计可实现净收益约 2000 亿元。

(3) 资产划拨

2016 年 8 月 5 日，根据《江苏省国土资源厅关于核准南京市地铁集团有限公司土地使用权处置方案的复函》（苏国土资企改备[2016]3 号），为满足公司改革需要，政府将 117 宗土地按原用途以作价出资方式注入公司，转增国有资本金 20.23 亿元，土地总面积 185.90 万平方米，主要是 1 号线和 2 号线沿线土地，土地性质为划拨地，用途主要为轨道交通用地。

(4) 项目融资支持

公司地铁建设项目资本金来源于轨道基金和区政府拆迁资金投入，资本金以外部分的

资金需求主要依靠银团贷款、BT、PPP 模式等多种渠道筹集。为了加强公司筹资能力，政府在地铁线路的工程建设融资方案中明确了偿债资金来源，主要为公司经营收入、收储土地运作收益及区级财政预算资金。同时，在地铁线路融资方案中，明确了资本金出资来源和还本付息收益如有不足，由轨道基金统筹解决。

截至 2014 年底，经审计认定的公司存量政府债务（一类债）总额为 149.78 亿元。2017 年和 2018 年 1~3 月分别置换了 49.95 亿元和 0.99 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司拥有政府债务余额 29.30 亿元，计划 2018 年全部置换。

(5) 财政补贴

公司下属全资子公司南京地铁运营有限责任公司（以下简称“运营公司”）全面负责南京市地铁运营管理工作。根据[宁交公用（2010）1号]和[宁政规字（2012）号]文件，公司对于学生、老年人、革命干部、伤残等实行打折和免费票价政策，政府给予相应票价补贴。2015~2017 年，政府合计补贴资金（包括票务补贴）分别为 6.17 亿元、14.54 亿元和 15.18 亿元。

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

5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版，机构信用代码证：G10320102005685609）。截至 2018 年 5 月 29 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 2018 年 6 月 4 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等有关法律法规，建

立了完善的法人治理结构，制定了《公司章程》等有关规章制度，从制度上加强和细化了公司的管理，并按现代企业制度要求设有出资人、董事会、监事会、经营管理层。

公司股东会是公司权力机构，涉及公司减少注册资本、公司合并、分立、解散、清算或变更公司形式，需取得全体股东同意。其他事项同，股东方厦门信托和紫金信托均委托由市国资委行使相应在的股东会职权。

公司设董事会，对股东会负责，成员为4名，其中设董事长一名、职工代表董事1名。职工董事由公司职工代表大会选举产生，非职工董事由市国资委委派或聘任。董事任期3年，任期届满可经原委派机构批准后连任。

公司设监事会，监事会成员为5人。其中市国资委委派3名、由公司职工代表大会选举产生的职工代表监事2名。监事会设主席1人，由市国资委按有关规定指定。监事每届任期3年，任期届满由国资委委派，职工代表监事由职工代表大会连选可以连任。

公司设高级管理人员10名，包括总经理1名，副总经理3名，总会计师1名。由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责，并依据《公司法》和公司章程行使职权。高级管理人员每届任期3年，由董事会履行聘任或者解聘手续。

总体来看，公司法人治理结构较为完善，近三年公司根据《章程》要求召开相关会议，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司总部内设办公室、规划发展部、财务部、监察室（审计部）、人力资源部、资产管理部、组织宣传部、质量安全部、土地管理部和信息化中心10个管理部门。根据经营管理的特点，公司建立了一整套较详细的管理制度。

在财务管理上，公司实行财务负责人委派制，对下属公司派遣财务负责人，保证帐务的准确透明和财务管理的统一性；公司在总公司层面推动全面预算管理，成立预算管理委员

会，建立预算管理体系，严控预算编制和流程；形成了以资金管理为核心，以资产管理为重点，以预算管理为手段，以审计监督为保障的财务管理体系。

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

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

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

总体来看，公司管理制度较为健全，能够保障日常经营工作的正常运行。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是南京地铁投资建设、运营管理和资源开发的实施主体。

2015~2017年，公司主营业务收入年均复合增长18.48%，2017年，公司实现主营业务收入19.19亿元，同比增长13.89%。构成上，以运营收入为主，近三年占比在70%以上，且随着南京地铁线网效应逐步显现，运营收入占主营业务收入比重呈波动上升趋势；相关的广告收入、租赁收入占比均有所提高。受公司业务结构调整的影响，服务收入、物业管理收入和施工工程收入同比有所减少。2016年新增的咨询监测板块为原服务收入重分类的结果。

盈利能力方面，随着新线投运，折旧及管理成本扩大导致运营业务毛利率下降，公司主营业务毛利率也呈下降趋势。2017年公司主营业务毛利率由2015年的-23.49%下降至

-63.42%。公司广告、租赁和服务等资源开发板块毛利率水平较高；公司其他板块规模较小，毛利率波动较大。

表 3 2015~2017 年公司主营业务收入情况 (单位:亿元、%)

业务项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
运营收入	9.81	71.82	-55.19	12.75	75.70	-105.96	14.39	74.98	-109.84
货物销售	0.02	0.12	-11.62	--	--	--	--	--	--
广告收入	0.98	7.21	99.05	1.40	8.29	99.97	1.67	8.70	98.37
租赁收入	1.04	7.60	90.53	1.49	8.84	58.71	1.76	9.17	87.29
服务收入	1.02	7.44	44.79	0.41	2.46	98.34	0.31	1.64	61.17
物业管理	0.26	1.89	-102.93	0.14	0.84	-232.35	0.24	1.25	-74.57
施工工程	0.54	3.92	19.42	0.19	1.12	72.41	0.12	0.62	5.99
咨询监测	--	--	--	0.46	2.76	52.95	0.70	3.64	59.67
主营业务合计	13.67	100.00	-23.49	16.85	100.00	-64.00	19.19	100.00	-63.42

资料来源：审计报告

2. 业务经营分析

(1) 地铁投资建设情况

地铁项目具有建设周期长、投资规模大、资金回收周期长等行业特性。公司地铁建设基于“市区共建”原则，项目资本金和运营补贴资金由沿线市、区（功能区）两级按照站点比例分担测算、共同承担，资本金以外由公司自筹解决，以包括但不限于本项目运营票款收入、土地出让收益、沿线资源经营及地铁上盖物业一体化开发收入作为主要还款来源。

截至 2017 年底，公司共有 4 条在建线路，总长度共约 110.44 公里。除 5 号线引入社会资本与公司合作共建外，其余在建线路均为公司自建。

宁溧城际

宁溧城际线路全长约 30.787 公里，全线共设 9 座车站，工程投资总额为 106.69 亿元，项目投资由江宁、溧水两区政府承担。其中资本金 21.34 亿元，占总投资的 20.00%，其来源包括但不限于：财政预算 7.72 亿元（江宁区出资 2.37 亿元、溧水区出资 5.35 亿元，于建设期内逐年到位）和由溧水区通过自筹资金承担征地拆迁资金 13.62 亿元。

截至 2017 年底，宁溧城际线路已实现“洞通”、“轨通”、“电通”，全线进入调试阶

段。该线路 2015 年开工，计划建成时间为 2018 年。

5 号线

5 号线是南京地铁“十三五”建设规划的第一条开工建设线路，线路总长 37.4 千米，全部为地下线，起讫站为方家营至吉印大道，共设置 30 座车站，其中换乘站 14 座，2016 年开工，计划建成时间为 2020 年。项目总投资余额 339.7 亿元，其中资本金约 135.9 亿元。

5 号线采用 PPP 模式下“项目投融资+建设+运营+移交”运作方式，南京地铁与社会资本合作共建。南京地铁自建部分投资约 120.2 亿元，包括前期费用、征地拆迁、试验段土建工程等。自建部分资本金约 70 亿元。PPP 项目投资约 219.5 亿元，包括地铁集团自建外其余工程建设项目，由社会资本金和地铁集团（出资比例 10%）共同出资设立的 PPP 项目公司负责融资建设。经过公开招投标，确定社会资本方为绿地控股集团有限公司、上海绿地建设（集团）有限公司、上海隧道工程有限公司的联合体，PPP 项目公司的特许经营期为 16 年。

截至 2017 年底，5 号线的建宁路站主体结构已完成；PPP 项目正在进行管线改移、绿化迁移和拆迁等各项前期工作，26 个具备条件的

工点开始土建工程施工。其中前庄站等 3 座车站已完成围护结构施工。

1 号线北延线

1 号线北延线总长 6.54 公里，全部为地下线，起讫站为二桥公园至迈皋桥，共设置 5 座车站，含换乘站 1 座（为与 7 号线换乘的晓庄站），全部为地下站；2017 年开工，计划建成时间为 2020 年。

1 号线北延线计划总投资 74.25 亿元，项目资本金为 28.53 亿元，占总投资约 38.42%，由市、区（功能区）两级承担，市本级 7.43 亿元，燕子矶新城 21.1 亿元。截至 2017 年底，先导段二桥公园站一期围护结构已完成施工，出入线正在进行围护结构施工。其余区段随着拆迁工作的推进逐步开工。

7 号线

7 号线总长 35.5 公里，全部为地下线，起讫站为仙新路至西善桥，共设置 26 座站，2017 年开工，计划建成时间为 2022 年。

7 号线项目总投资额 319.77 亿元，资本金 95.93 亿元，占总投资约 30%，由市、区（功能区）两级承担，市、区财政预算安排 87.95 亿元。其中市本级 58.8 亿元、河西新城 25.35 亿元、燕子矶新城 3.8 亿元；由市、区两级财政专项资金预算安排，征地拆迁资金 7.98 亿元，其中建邺区 5.46 亿元、河西新城 1.14 亿元、燕子矶新城 1.38 亿元。

截至 2017 年底，7 号线工程先导段螺塘街站和高庙路站已完成围护结构，其余区段将随着拆迁工作的推进逐步开工。

截至 2018 年 3 月底，公司在建地铁项目主要包括宁溧城际、5 号线、1 号线北延和 7 号线共 4 条线路。在建线路计划投资额合计 840.41 亿元，目前已累计投资 243.30 亿元；同时，未来两到三年公司拟启动建设地铁线路包括 6 号线、2 号线西延线和宁句线等，计划总投资 789.84 亿元，未来投资规模将维持在较高水平，公司对外融资需求较大。

表 4 截至 2018 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	资本金来源	建设期	已投资额	计划投资		
								2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年
1	宁溧城际	106.69	21.34	23.86	区级资金 2.24 亿；国开发展基金 8 亿；区级拆迁投入 13.62 亿元	2015-2018	87.10	19.59		
2	5 号线	339.70	135.90	47.00	市级财政资金 13 亿元、国开发展基金 28.4 亿，PPP 方资本金 5.6 亿元	2016-2021	119.00	66.00	60.00	54.70
3	1 号线北延	74.25	28.53	3.35	市级财政资金	2017-2020	12.20	15.90	20.00	26.15
4	7 号线	319.77	95.93	12.75	市级财政资金	2017-2022	25.00	28.00	50.00	50.00
合计		840.41	281.70	86.96			243.30	129.49	130.00	130.85

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，其中试运行阶段的 4 号线一期、S3、S9 号线未在上表统计。

资料来源：公司提供

表 5 2018-2019 年拟启动地铁项目概况

（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	6 号线	栖霞山—南京南	2018~2023	34.80	270.72	162.43
2	2 号线西延线	油坊桥—鱼嘴	2018~2022	5.60	47.95	28.77
3	宁句线	马群站—华阳站	2018~2023	37.20	135.00	81.00

4	S8 南延	泰山新村-大桥站	2018~2021	2.20	14.73	8.84
5	3 号线三期	吉印大道—秣陵街道	2019~2021	6.60	21.50	12.90
6	9 号线一期	长途东站—绿博园	2019~2024	18.00	194.04	116.42
7	10 号线二期	安德门—王五庄	2019~2023	112.10	105.90	63.54
合计				116.50	789.84	473.90

资料来源：公司提供

（2）地铁运营情况

线路概况

截至2017年底，公司运营9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、宁天城际一期和3号线、4号线、S3号线和S9号线，其中，4号线、S3号线和S9号线为试运营。

1号线于2005年9月建成；线路贯穿南京主城区南北向中轴线，地铁1号线南延线于2006年11月开工，2010年5月建成，线路由1号线安德门站延伸至东山新市区，与1号线一期呈“Y”型共线运营。1号线（含南延线）全长38.7公里，共设车站27座，项目总投资174.82亿元（项目概算数据）。

2号线一期工程于2010年5月建成通车，与地铁1号线分别在新街口站和元通站换乘，共设车站19座；地铁2号线东延线于2007年10月开工，2010年5月建成，与2号线一期工程贯通运营，线路由2号线一期工程马群站延伸至仙林新市区，2号线全长37.7公里。共设车站7座（不含马群站），2号线概算总投资159.75亿元。

10号线于2014年7月1日开通运营，途径浦口区、建邺区和雨花台区，线路西起雨山路站，经过浦口新城，下穿长江进入河西新城，东至安德门站，线路东端预留延伸条件。10号线一期线路总长21.6千米，共设置14座车站，概算总投资99.61亿元。

机场线（S1线）于2014年7月1日开通运营，为南北向线路，北起南京南站，经江宁经济技术开发区、秣陵工业区、禄口新城，南至禄口机场站。机场线线路总长约35.8千米，共设置8座车站，总投资133.34亿元。

宁天城际一期（S8线）于2014年8月1日开

通运营。起点站和终点站：南起泰山新村，北至金牛湖，总长45.2千米，共有17座车站，概算总投资132.51亿元。

3号线是南京地铁第二条开通的过江线路，于2015年4月1日开通运营。地铁3号线途径浦口区、鼓楼区、玄武区、秦淮区、雨花台区和江宁区，线路北起林场站，下穿长江进入南京主城一路南下，进入东山副城，南至秣周东路站，串联起江北新区、主城和东山副城，线路全长44.9千米，共设置29座车站，概算总投资254.91亿元。

地铁4号线是南京城市轨道交通线网中的一条骨干线，起自草场门大街与江东中路交汇处的龙江站，止于仙林大学城的仙林湖站，4号线全长约33.8公里，其中地面与高架线1.48公里，地下线32.27公里。全线共设站18座，概算总投资200.12亿元。4号线于2017年1月18日建设完工并投入试运营，试运营期为1年。

S3号线（又称宁和城际一期）是南京第三条开通的过江线路，全长36.22千米，其中地下线14.18千米、高架线和地面部分长22.04千米，计划总投资172.57亿元；共设置19座车站。S3号线于2017年12月6日试运营，试运营期为1年。

S9号线（又称宁高城际二期线）北起翔宇路南站，南至高淳站，全长52.42千米，共设置6座车站，新设车站5座，总投资119.05亿元。S9号线于2017年12月30日试运营，试运营期为1年。

运营概况

截至2017年底，公司运营9条线路（4号线、S3和S9号线为试运营），运营里程347公里。截至2017年12月末，公司在运营车型A型（车宽3.0米）地铁列车共165列，并配备

行业先进水平的西门子移动闭塞信号管理系统，运营 B 型车 102 列，总共 267 列。

运营收入方面，随着线网培育日趋成熟，公司客运总量逐步增长。近三年地铁客运总量分别为 7.17 亿人次、8.31 亿人次和 9.77 亿人次，运营票务收入（含试运营收入）由 2015 年的 9.00 亿元增长至 2017 年的 15.00 亿元。随着新线路不断开通，未来运营票务收入将进一步增长。

轨道交通运营成本主要由资产折旧、人力和能耗构成。近年来，随着新线不断投运，地铁运营成本快速增长，2015~2017 年，分别为 15.13 亿元、26.97 亿元和 30.19 亿元，2017 年运营成本主要由资产折旧（占 37.04%）、人力成本（占 29.63%）和能耗成本（占 33.33%）构成。近三年来，公司运营成本中折旧成本大幅增长是由于 2016 年以来，宁天城际、3 号线进入正式运营期，开始计提折旧；此外，4 号线、S3、S9 线路投入试运营，导致能耗成本有较大规模增加，为维持老线正常运营以及承接将要竣工新线运营，人力成本也相应增长。

服务质量方面，公司根据客流增长态势，灵活调整列车运行图，调整后，一号线高峰上线列车达 41 列，共线区段最小间隔维持 2 分 20 秒、南延线最小间隔压缩至 2 分 34 秒；2 号线最高上线列车达 33 列，最小列车间隔 3 分钟 46 秒。同时公司坚持准点运营，近三年列车正点率一直在 99.90% 以上。

运营安全方面，公司安全生产工作以风险管理和应急管理为主线，建立健全各级安全生产岗位责任制；严格执行各层级的安全检查和安例会制度，不断夯实运营安全的基础管理；制定全年度应急演练计划并有效组织实施，切实提高各类突发事件的应急处置能力；签订了安全生产、消防、综合治理、反恐怖防范责任书，安全生产责任书签约率达到了 100%；开展运营风险管理和安全评价标准评价工作，提高运营安全风险管理水平。

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。目前地铁票价于 2014 年 7 月 1 日开始执行（具体见下表），相较于中国其他主要城市，南京地铁票价处于中等水平。

表 6 南京地铁票价-乘坐里程表

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

资料来源：南京市物价局www.njj.gov.cn

表 7 中国主要城市地铁票价

北京	按里程计价，起价 3 元，单程最高 9 元
上海	按里程计价，起价 3 元，单程最高 14 元
广州	按里程计价，起价 2 元，单程最高 14 元
深圳	按里程计价，起价 2 元，单程最高 14 元
天津	按区间计价，起价 2 元，单程最高 5 元
成都	按里程计价，起价 2 元，单程最高 9 元
南京	按里程计价，起价 2 元，单程最高 12 元
重庆	按里程计价，起价 2 元，单程最高 10 元，现实行最高票价 7 元封顶的优惠票价

资料来源：联合资信整理

（3）资源开发板块

为强化公司融资能力和自身盈利能力，南京市政府授予公司利用地铁设施提供客运运营服务经营的同时，授予了公司在地铁设施范围内，利用内部空间和设施直接或间接从事广告、租赁等非运营服务，研究并推动了轨道交通沿线土地开发及地下空间的统筹规划和集约利用。资源开发业务主要包括：货物销售、广告、租赁、服务、物业管理及咨询监测。

随着新线路的陆续开通，公司资源开发业务日趋成熟。2015~2017 年，公司广告、租赁板块年均复合增长率分别为 30.54% 和 30.09%，

2017 年广告、租赁收入分别为 1.67 亿元和 1.76 亿元。

服务收入主要为子公司及其他公司提供的咨询、培训、勘测等服务收入。公司三年服务业务收入分别为 10163.21 万元、4140.91 万元和 3139.80 万元。2015 年公司服务收入包含通讯和通道接口收费及监测收入，根据集团公司对资源开发的长期定位，自 2016 年起监测收入单独核算，故 2016~2017 年服务业务收入有所下降。咨询监测业务板块主要是对既有运营线路、在建结构形成区段的外部施工作业专项结构保护监测工作，采用技术管理总包（资源公司负责）+现场数据采集劳务外包（合格供应商负责）的运作盈利模式，服务的主要客户为地铁线路控制保护区内物业开发单位。2016 年及 2017 年咨询监测业务收入为 4647.93 万元、6986.08 万元。

公司合并范围自 2013 年铁隧公司转让及实业集团注销后，将不再经营货物销售业务和工程施工业务。近三年形成的施工工程收入主要为以前遗留项目形成的收入，板块收入下降，2017 年为 1189.62 万元。

公司一级土地开发方面，土地开发模式为：市政府批复专项用于平衡地铁项目的土地由玄武区土地储备中心归口管理，并对土地进行整理。公司采取挂账方式与玄武区土储中心结算土地出让金，公司收到土地出让金资金后将开发成本拨付玄武土储中心，冲减玄武土储中心支出成本时产生的“其他应收款”。

表 8 2015~2017 年公司土地出让情况

（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（含以前年度出让收益）
2015年	16.30	1.76	28.69	15.05	20.28
2016年	25.69	3.10	79.63	49.02	54.08
2017年	36.12	1.46	52.71	33.20	15.85

注：土地出让金额和土地出让收益差额为财政刚性计提直接扣除部分，不在公司报表反映

资料来源：公司提供

近三年，受南京市土地市场波动影响，公司土地出让面积和出让价格波动较大，公司分别收到土地款项 20.28 亿元、54.08 亿元和 15.85 亿元，总体看，土地出让收益持续作为公司地铁项目建设资本金和还本付息重要来源。

3、未来投资规划

据南京十三五规划，在轨道交通工程方面，计划完善城市轨道交通线网，包括一号线北延、7 号线、5 号线等 12 个项目，计划投资约 1200 亿元。未来，南京地铁将以地铁运营为核心，进一步推动地铁建设及资源开发，通过地铁物业开发，结合地铁资源经营和地铁物业管理，对相关资源的系统开发、统一经营和综合管理进行整合，实现南京地铁事业的持续、健康、稳健推进。

八、财务分析

1. 财务质量

公司提供的 2015~2017 年财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对报表进行审计，出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2015 年，公司新增 2 家子公司（南京仙林地铁投资管理有限公司和南京元平建设发展有限公司）。2016 年，公司新增 2 家子公司（地铁小镇公司和中铁电化南京公司）吸收合并 1 家子公司（南京仙林地铁投资管理有限公司）。2017 年，公司合并范围新增 1 家子公司南京金马交通枢纽开发有限责任公司。近三年公司合并范围变更对存货、可供出售金融资产、少数股东权益有一定影响。此外，2017 年初，系票款统计调整、其他收入追回及维修费用摊销调整，“其他业务收入”、“运营收入”、“长期待摊费用”等科目进行追溯调整，本报告 2016 年数据采用 2017 年期初数据，调整金额较小。整体看，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 1585.04 亿元，所有者权益合计为 582.54 亿元

(其中少数股东权益 31.02 亿元); 2017 年, 公司实现营业收入 20.07 亿元, 利润总额 2.24 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年底, 公司资产总额不断增长, 年均增长 13.36%, 2017 年底为 1585.04 亿元, 较上年底增长 7.32%, 主要是非流动资产增长

所致。2017 年底, 公司资产总额中流动资产占 15.83%、非流动资产占 84.17%。公司资产以非流动资产为主, 符合公司所处行业特征。

2015~2017 年底, 公司流动资产波动中有所增长, 年均增长 3.66%, 2017 年底为 250.85 亿元, 较 2016 年底增长 12.57%, 主要系其他应收款大幅增长所致, 构成上主要以货币资金 (51.40%) 和其他应收款 (33.18%) 为主。

表 9 公司主要资产构成 (单位: 亿元、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	140.62	11.40	114.49	7.75	69.14	4.36
其他应收账款	76.55	6.21	73.96	5.01	140.36	8.86
存货	4.41	0.36	13.62	0.92	15.39	0.97
其他流动资产	9.19	0.74	14.30	0.97	19.54	1.23
流动资产合计	233.44	18.93	222.84	15.09	250.85	15.83
固定资产	459.44	37.25	796.84	53.95	783.13	49.41
在建工程	493.30	39.99	376.28	25.48	464.98	29.34
无形资产	26.08	2.11	74.74	5.06	74.79	4.72
非流动资产合计	1000.00	81.07	1254.12	84.91	1334.19	84.17
资产总额	1233.44	100.00	1476.96	100.00	1585.04	100.00

资料来源: 公司审计报告

截至 2017 年底, 公司货币资金 69.14 亿元, 较 2016 年底下降 39.61%, 货币资金主要以银行存款 (占比 91.25%) 与其他货币资金 (占比 8.73%) 为主。其中受限资金为 6.00 亿元, 全部为保函保证金。公司货币资金规模大, 占资产比例较高, 主要系公司目前在建地铁线路较多, 平均每条线路投资额均在百亿元以上, 且工程款均采用现款按月计量支付方式, 必须储备一定量的货币资金, 符合行业特征。

2015~2017 年, 公司其他应收款波动增长, 年均复合增长 35.41%, 2017 年底其他应收款为 140.36 亿元, 较 2016 年底增长 89.79%, 增长主要来自老线借款利息和运营补贴, 其中借款利息部分通过土地综合开发收益平衡。其中以无风险组合为主, 占比 99.25%, 无风险组合中账龄在 1 年以内占比 81.77%、账龄在 1~3 年占比 14.23%、3 年以上的占比 4.00%。从欠款单位来看, 前五名欠款单位合计占比为 78.41%,

主要为借款利息挂账、玄武区土地储备中心往来款和应收运营亏损补贴款等。

表 10 截至 2017 年底公司其他应收账款前 5 名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	与本公司关系	金额	款项性质及内容	占比	账龄
新线借款利息	非关联方	48.63	借款利息	34.65	1 年以内
宁天机场线借款利息	非关联方	30.23	借款利息	21.54	2 年以内
玄武区土地储备中心	非关联方	13.05	其他往来款	9.30	2 年以内
南京市财政局	非关联方	12.00	运营亏损补贴	8.55	1 年以内
南京鼓楼房产经营有限公司	非关联方	6.14	其他往来款	4.37	2 年以内
合计		110.05		78.41	--

资料来源: 公司审计报告

2015~2017 年, 公司存货快速增长, 年均复合增长 86.91%, 2017 年底存货为 15.39 亿

元，较上年底增长 13.03%，主要系原材料和开发产品增加所致。构成上，原材料占比 53.54%，开发产品主要为地铁小镇公司对青龙地铁小镇基础设施建设、公共及商业设施建设前期开发（与玄武区土储签订代建协议），占比为 46.39%。

2015~2017 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 45.85%。2017 年底，公司其他流动资产 19.54 亿元，同比增长 36.63%，主要为待抵扣的进项税额增长，其中待抵扣的进项税额占比 99.75%。

2015~2017 年，随着地铁项目投资建设的推进，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 15.51%。2017 年底，公司非流动资产为 1334.19 亿元，较上年底增长 6.38%，主要为在建工程增长。2017 年底，公司非流动资产主要以固定资产和在建工程为主。

受公司对南京地铁小镇开发建设集团有限公司和中铁电化集团南京有限公司增资将其纳入合并范围的影响，2016 年底，公司可供出售金融资产减少至 1.86 亿元。2017 年公司可供出售金融资产为 3.69 亿元，同比增长主要来自对地铁项目公司的投资以及对南京地铁小镇开发建设集团有限公司等追加投资。

2015~2017 年底，公司固定资产波动增长，年均增长 30.56%，2017 年底为 783.13 亿元，较上年底减少 1.72%，主要系在建工程-十号线根据南京审计局审计报告结算调整、计提折旧及在建工程转固综合影响。2016 年固定资产增长主要为 3 号线和宁天城际转固。公司固定资产折旧采用直线法计提，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 2017 年底，固定资产累计折旧 47.35 亿元，构成上，主要以房屋及建筑物（占比 72.22%）、机器设备（占比 14.33%）和运输工具（占比 11.48%）为主。

2015~2017 年，公司在建工程波动幅度较大，年均增长-2.91%，2017 年底为 464.98 亿元，

较上年底增长 23.57%，主要系增加对 3 号线尾款、保证金支付、4 号线和 5 号线的投资，从构成看，在建工程中以 4 号线（占 34.94%）、宁和线（占 17.84%）、宁高城际（占 14.33%）为主。

2015~2017 年底，公司无形资产快速增长，年均增长 69.36%，2017 年底为 74.79 亿元，较上年底变化不大，增长 0.07%，2016 年大幅增长主要系在建工程中土地使用权转入 31.08 亿元，其中三号线转入 29.80 亿元；宁天城际转入 1.28 亿元，另政府无偿划拨土地资产 20.23 亿元。

总体来看，近年来随着地铁线路的投资增长，资产总额快速增长。流动资产中其他应收款和货币资金占比很高，其中其他应收款中应收政府款项较多，非流动资产以地铁资产和在建工程为主。整体上，公司资产结构合理，资产流动性较弱。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益年均复合增长 21.22%，2017 年底，公司所有者权益为 582.54 亿元，较 2016 年底增长 20.11%，主要系股东增资和财政拨款导致实收资本和资本公积快速增长。

2017 年底，公司实收资本为 276.72 亿元，同比增长 73.01 亿元，主要系南京市国资委和国开基金增资以及厦门信托和紫金信托的退出的综合影响。2015~2017 年，受财政拨款、政府债务置换及土地出让收益划拨等影响，公司资本公积年均复合增长 24.11%。2016 年底，公司少数股东权益同比增长 79.81%，主要为合并地铁小镇公司和中铁电气化集团新增的少数股东权益。

截至 2017 年底，公司所有者权益中实收资本占 47.50%、资本公积占 42.80%、盈余公积占 0.53%、未分配利润占 3.84%；其中归属于母公司所有者权益占 94.67%，少数股东权益占

5.33%。

南京市政府对公司支持力度大，公司所有者权益规模持续扩大，构成以实收资本和资本公积为主，结构稳定性较好。

负债

2015~2017 年，公司负债总额年均复合增长

9.44%，2017 年底，公司负债总额为 1002.50 亿元，较 2016 年底增长 1.06%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。其中流动负债占比 14.01%，非流动负债占比 85.99%，公司债务以非流动负债为主，符合公司地铁建设项目建设周期较长的特点，债务结构较为合理。

表 11 公司主要负债构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	21.94	2.62	32.80	3.31	25.80	2.57
应付账款	33.87	4.05	34.47	3.47	27.97	2.79
其他应付款	12.89	1.54	21.70	2.19	16.29	1.63
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	24.19	2.44	62.56	6.24
其他流动负债	2.40	0.29	2.47	0.25	3.29	0.33
流动负债合计	75.34	9.00	119.69	12.07	140.49	14.01
长期借款	617.08	73.72	697.49	70.31	714.71	71.29
应付债券	39.75	4.75	65.10	6.56	65.33	6.52
长期应付款	104.39	12.47	85.98	8.67	66.04	6.59
专项应付款	0.44	0.05	23.78	2.40	12.93	1.29
非流动负债合计	761.66	91.00	872.36	87.93	862.01	85.99
负债合计	837.00	100.00	992.05	100.00	1002.50	100.00

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司流动负债年均复合增长 36.56%，2017 年底，公司流动负债为 140.49 亿元，主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、应付账款和其他应付款构成。

2017 年底，公司短期借款为 25.80 亿元，较 2016 年底减少 21.34%，主要系信用借款减少 7.00 亿元至 25.20 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款年均复合减少 9.12%。2017 年底，公司应付账款为 27.97 亿元，较 2016 年底减少 18.84%。构成上，应付账款主要为工程款、质保金、审计预留费。

2015~2017 年，公司其他应付款年均复合增长 12.44%，2017 年底，公司其他应付款 16.29 亿元，较 2016 年底减少 24.93%，主要系与施工单位、设备提供方等的往来款减少。构成上，其他应付款主要为往来款（占比 71.77%）和押金保证金等。

2016~2017 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 24.19 亿元和 62.56 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

2015~2017 年，公司非流动负债年均复合增长 6.38%。2017 年底，公司非流动负债为 862.01 亿元，较 2016 年底减少 1.19%，主要系长期应付款和专项应付款同比减少所致。其中，长期借款占比为 82.91%，应付债券占比 7.58%，长期应付款占比为 7.66%。

2015~2017 年，公司长期借款年均复合增长 7.62%，2017 年底，公司长期借款为 714.71 亿元，同比增长 2.47%，构成看，长期借款中质押借款占 73.29%、担保借款占 24.33%、信用借款占 2.38%，质押借款全部为银团贷款。

2015~2017 年，公司应付债券年均复合增长 28.50%。2017 年底，公司应付债券为 65.33 亿元，同比变化不大。2017 年底主要构成包括“15 宁地铁 MTN001”、“15 南京地铁 PRN001”、

“15 南京地铁 PRN002”和“16 南京地铁债”。

2015~2017 年，公司长期应付款年均复合减少 20.47%，2017 年底，公司长期应付款余额为 66.04 亿元，同比减少 23.19%，主要系公司支付部分租赁款。构成上，长期应付款全部体现为地铁设备的融资租赁款。本报告将融资租赁款调整为长期债务进行核算。

2015~2017 年，公司专项应付款年均复合增长 440.56%。2017 年底，公司专项应付款为 12.93 亿元，同比减少 45.63%，构成上为土地运作收益扣减相应线路的还本付息资金和资本金后的土地专项拨款。

从有息债务来看，随着项目不断推进，2015~2017 年，将长期应付款的有息债务考虑在内，公司调整后全部债务持续增长，年均复合增长 9.23%。构成上，公司债务以长期债务为主，近三年短期债务占比有所增长。截至 2017 年底，公司调整后全部债务为 934.43 亿元，较 2016 年底增长 3.19%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务占 9.46%、调整后长期债务占 90.54%。

从债务负担情况来看，2015~2017 年，公司债务负担指标有所改善。2017 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 63.25%、61.60% 和 59.22%，较上年底分别下降 3.91 个百分点、3.52 个百分点和 4.41 个百分点。公司处于多条线路建设阶段，债务负担维持在较高水平。

总体来看，受地铁建设影响，近年来公司债务规模持续扩大，但由于同期所有者权益快速增长，公司债务负担相关指标基本保持稳定。公司融资以长期融资为主。考虑到公司依然面临较大投资需求，未来债务规模依然将维持在较高水平。

4. 盈利能力

受新增运营线路的影响，2015~2017 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 19.70%，2017 年公司实现营业收入 20.07 亿元，较 2016 年增长 14.59%，主要来自运营收

入增长。同期，由于新增线路固定资产计提折旧持续增长，公司营业成本年均复合增长 37.04%，增速高于营业收入，导致营业利润率由 2016 年下降 41.84 个百分点，至-61.84%。

2015~2017 年，公司期间费用占营业收入比重较稳定。2017 年，公司期间费用为 1.45 亿元。公司期间费用占营业收入比重为 7.22%，同比下降 1.15 个百分点。公司借款利息大部分进行了资本化处理，期间费用主要以管理费用为主。

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。2015~2017 年，公司营业外收入分别为 6.19 亿元、14.62 亿元和 0.73 亿元，2017 年“其他收益”15.19 亿元，主要为运营补贴 14.00 亿元和其他补贴及税费返还。

2015~2017 年，公司利润总额分别为 1.61 亿元、2.32 亿元和 2.24 亿元。基于行业特征，公司主营业务处于亏损状态，公司利润总额主要来自政府补贴。

表 12 近三年公司收入利润情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	14.01	17.52	20.07
营业成本	17.10	28.06	32.11
其中：地铁线路折旧	5.90	10.47	14.59
营业利润	-4.56	-12.30	1.54
利润总额	1.53	2.32	2.24

资料来源：公司审计报告

受公司净资产规模持续增长的影响，2015~2017 年，公司总资本收益率、净资产收益率基本稳定，2017 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为 0.14% 和 0.36%。

总体来看，因为地铁运营具有准公共品特性，运营往往处于亏损；虽然公司通过发展非票业务来弥补地铁运营亏损，并获得政府补贴支持，但整体盈利能力较弱。未来随着地铁新线投入运营以及资源开发更趋成熟，公司盈利能力有望提升。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，近三年，公司营业收入持续增长，销售商品提供劳务收到的现金持续增长，2015~2017 年，公司现金收入比分别为 132.05%、126.33%和 124.57%，公司收现质量较好。经营活动中，公司收到、支付其他与经营活动有关的现金规模较大，近三年，公司经营活动现金流净额分别为 10.43 亿元、18.91 亿元和 14.73 亿元。

投资活动现金流方面，投资活动现金流入波动较大，2016 年大幅增长系收到其他与投资有关的现金 48.25 亿元，主要是往来款增长；在建地铁项目较多，公司投资规模大，构建固定资产、无形资产等支付的现金规模较大，近三年分别为 118.90 亿元、168.13 亿元和 102.49 亿元，规模小于固定资产、在建工程和无形资产等新增规模，主要系公司项目资金支出部分在筹资活动现金流出中体现。公司投资支付的现金主要为地铁项目公司的投资以及对南京地铁小镇开发建设集团有限公司等公司的投资支出。2015~2017 年，公司投资活动现金流净额分别为-163.26 亿元、-162.66 亿元和-117.71 亿元。

为满足公司大规模的投资活动净流出，近三年公司筹资活动持续表现为净流入。筹资活动现金流入集中在吸收投资所收到的现金和借款收到的现金，反映的主要是财政投入的地铁项目资本金和从银行融入的借款，2015~2017 年，吸收投资收到的现金为 121.88 亿元和 80.22 亿元和 89.78 亿元，主要为轨道基金拨款、土地运作收益以及政府债务置换。同期，公司收到其他与筹资活动有关的现金主要为部分土地运作收益和前期区级政府拆迁借款。公司筹资活动现金流出主要反映为偿还债务所支付的现金和分配股利、利润和偿付利息所支付的现金，2016~2017 年支付其他与筹资活动有关的现金主要为厦门信托和紫金信托股权退出和融资费用，2015~2017 年，公司筹资活动净流量分别为 235.82 亿元、117.43 亿元和 57.82 亿元，有

效的弥补了投资活动现金流出。

总体来看，公司现金收入质量较好，经营活动现金流净额快速增长，投资规模和筹资规模较大，对外部资金依赖较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，近三年公司流动负债增长较快，公司流动比率和速动比率持续下降，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 178.55%和 167.59%，同比下降 7.79 个百分点和 7.37 个百分点。2015~2017 年，经营现金流流动负债比波动下降，分别为 13.84%、15.81%和 10.49%。同期，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别为 6.41 倍、2.01 倍和 0.78 倍。从长期偿债指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 6.85 亿元、13.81 亿元和 14.48 亿元，公司调整后全部债务/EBITDA 分别为 114.31 倍、65.60 倍和 64.55 倍。公司长期偿债能力较弱。考虑到作为未来资金平衡的重要来源公司可开发土地价值较高，公司整体偿债能力较强。

截至 2017 年底，专项用于地铁项目建设的沿线及上盖物业可开发土地面积为 67065 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。根据目前南京土地出让均价 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 2017 年底，公司获得各金融机构的授信额度合计为 1481.23 亿元。其中已使用额度为 765.53 亿元、未用额度为 715.69 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司对外担保余额为 13.62 亿元，担保比率为 2.34%，全部为对南京市溧水区交通建设投资有限公司的保证担保。被担保公司为国有企业，公司担保比率低，公司或有负债风险相对较低。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划发行 26 亿元，相当于 2017 年底公司调整后长期债务的 3.07%、调整后全部债务的 2.78%，对公司债务规模影响小。

截至 2017 年底，南京地铁资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 63.25%、61.60%和 59.22%，在不考虑其他因素影响的情况下，本中期票据发行后，南京地铁资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至 63.84%、62.25%和 59.95%，债务负担微幅加重。

2. 本期债券偿还能力分析

考虑到本期债券设置了分期偿还条款，存续期内第 3、4、5 年起每年偿付本金的 30%、30%和 40%，本期债券单年最高偿付本金为 10.40 亿元。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为本期债券单年最高偿付本金的 0.66 倍、1.33 倍和 1.39 倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为 39.91 亿元、76.41 亿元和 67.62 亿元，分别为本期债券单年最高偿付本金的 3.84 倍、7.35 倍和 6.50 倍；经营活动现金流净额分别为 10.43 亿元、18.91 亿元和 14.73 亿元，分别为本期债券单年最高偿付本金的 1.00 倍、1.82 倍和 1.42 倍。公司经营活动现金流入量对本期债券单年最高偿付本金覆盖能力强，公司 EBITDA 和经营活动现金流净额对本期债券单年最高偿付本金覆盖能力一般。

集中偿付压力方面，考虑到公司已发行的“18 南京地铁 MTN001”和“16 南京地铁债/16 宁地铁”在 2023 年需偿还本金 25.20 亿元，若本期债券 2018 年成功发行，2023 年，公司预计单年最高需偿还债券本金合计 35.60 亿元。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为单年最高需偿还债券本金的 0.19 倍、0.39 倍和 0.41 倍，公司经营活动现金流入量分别为单年最高需偿

还债券本金的 1.12 倍、2.15 倍和 1.90 倍，经营活动现金流净额分别为单年最高需偿还债券本金的 0.29 倍、0.53 倍和 0.41 倍。公司经营活动现金流入量对单年最高需偿还债券本金覆盖能力一般，公司 EBITDA 和经营活动现金流净额对单年最高需偿还债券本金覆盖能力弱。

整体看，公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金金额的覆盖能力强，由于公司未来多只债券陆续到期，未来面临一定集中兑付压力。考虑到公司地铁运营业务公益性较强，南京市政府给予公司支持明确，在轨道基金划拨、财政补贴、沿线资源配置等多方面给予大力支持；同时，随着新线陆续开通，线网效应逐步显现，资源整合力度加强，公司经营能力不断提升；此外，公司与各大金融机构保持了较好的关系，银行授信充足，融资渠道通畅，再融资能力较好。整体看，政府资金支持及公司经营性收入对本期债券本金的保障程度较好。

3. 偿债资金监管

为确保本期债券能按时、足额偿付，公司制定了有效保障措施和具体工作计划，包括设置专户用于存放和偿还本期债券资金；聘请债权代理人签订《债权代理协议》、制定《债券持有人会议规则》、与账户监管人签订《资金监管协议》、成立债券偿付工作小组，专门负责募集资金投放、偿付资金安排、信息披露等工作。公司将以项目收入、公司整体收入保证债券的利息支付及本金兑付。

资金账户设置

公司将根据《募集说明书》的规定及时将募集资金存入募集专户，并按照国家发展和改革委员会批准的本期债券募集资金的用途对资金的使用进行安排。南京地铁将在国家开发银行江苏省分行开立资金监管账户和偿债资金专户。

资金监督

为保证本期债券募集资金的合理使用，确

保到期按时足额还本付息，公司聘请国家开发银行江苏省分行作为本期债券的账户监管人，并与其签署了《2018 年南京地铁集团有限公司公司债券资金账户开立和监管协议》，账户监管人依据有关规定或约定指定专门工作人员对公司募集资金使用情况进行监督，并有权采取现场调查、书面问询等方式行使其监督权。在债券偿付日前 15 个工作日，公司将准备债券利息和本金，存放于偿债资金专户，偿债资金一旦划入偿债资金专户，仅可用于支付本期债券的利息、本金，以保证本期债券存续期间的还本付息。

债权代理人协议

为保障债券持有人利益，公司与国开证券股份有限公司签订了《2018 年南京地铁集团有限公司公司债券债权代理协议》（以下简称“《债权代理协议》”），委托国开证券股份有限公司担任本期债券的债权代理人，并为本期债券制定了《2018 年南京地铁集团有限公司公司债券债券持有人会议规则》（简称“《债券持有人会议规则》”）。该规则约定了本期债券持有人通过债券持有人会议行使权利的范围、程序和其他重要事项，为保障本期债券本息及时足额偿付做出了合理的制度安排。

总体来看，募集资金专项账户监管协议和偿债资金专项账户监管协议有助于本期债券资金的合规使用与归集，降低了操作风险。

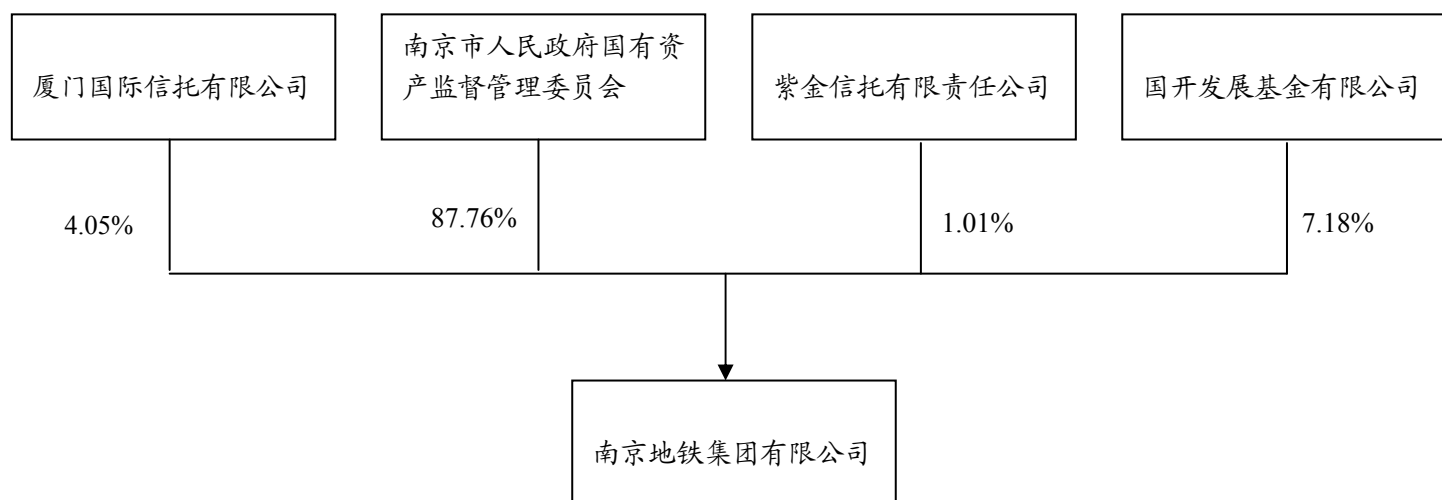
十、结论

近年来，南京市区域经济持续发展，财政实力稳步增长。南京地铁作为本期债券的融资主体，是南京市地铁投资建设、运营管理、资源开发的唯一主体，区位优势显著。在轨道基金支持、项目资本金注入、融资支持、土地开发运作收益、财政补贴等方面得到地方政府的大力支持。公司资产规模快速增长，资产以固定资产和在建工程为主，资产流动性较弱，受政府持续注入项目资本金，公司所有者权益

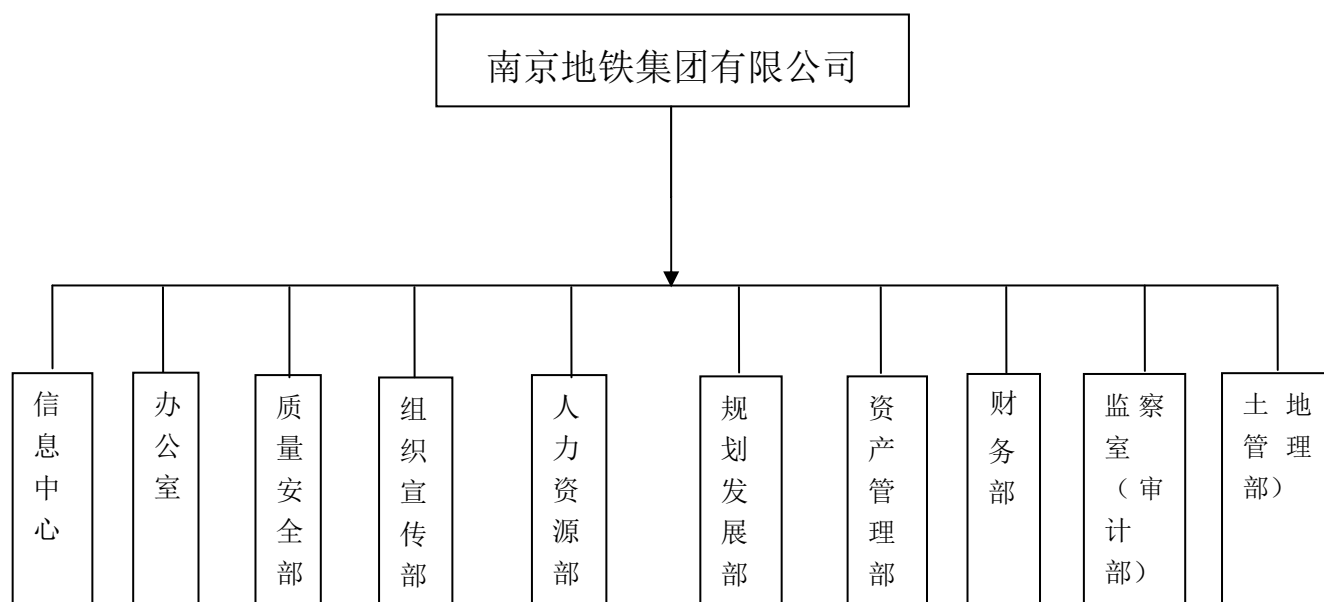
快速增长，稳定性较好；负债规模大，负债率保持在较高水平；公司整体盈利水平不高。

未来，公司在建地铁线路将逐步投入运行，线网网络效应增强，项目运营收入、沿线资源开发收入、轨道交通场站及上盖物业综合开发将成为公司项目投资平衡资金重要来源；同时，公司一级开发土地资源丰富，土地运作预期收益良好；南京市财政实力不断增强及对公司支持的明确，公司整体抗风险能力有望进一步增强。联合资信对公司评级展望为稳定。总体看，本期债券的发行对公司现有债务影响小，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2017 年底公司下属一级子公司情况

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%
南京地铁运营有限责任公司	服务业	200000	100%
南京地铁资源开发有限责任公司	建筑业、服务业	6000	100%
南京宁北轨道交通有限公司	城市轨道交通投资及管理	1000	47.49%
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	房地产业	100000	65.71%

资料来源：公司提供

附件 1-4 2015~2017 年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	2015 年	2016 年	2017 年
1	1 号线	2005.9	38.7	运营收入 (万元)	51975.95	46196.38	46693.75
				客运总量 (万人次)	27819.45	28345.21	31241.59
				平均日客运量 (万人次)	76.22	77.45	85.59
				列车正点率 (%)	99.94	99.94	99.97
				运营里程 (万车公里)	3912.62	3909.17	3964.82
2	2 号线	2010.5	37.7	运营收入 (万元)	36112.53	37370.16	36766.83
				客运总量 (万人次)	22879.35	24901.03	26288.11
				平均日客运量 (万人次)	62.68	68.04	72.02
				列车正点率 (%)	99.94	99.95	99.95
				运营里程 (万车公里)	2987.73	3061.89	3059.04
3	10 号线	2014.7	21.6	运营收入 (万元)	4534.38	5952.58	6407.85
				客运总量 (万人次)	4070.23	4261.47	4602.58
				平均日客运量 (万人次)	11.15	11.64	12.61
				列车正点率 (%)	99.98	99.97	99.96
				运营里程 (万车公里)	1383.09	1363.11	1360.65
4	机场线 (S1)	2014.7	35.8	运营收入 (万元)	5324.02	5728.8	6468.93
				客运总量 (万人次)	1866.99	2046.53	2267.29
				平均日客运量 (万人次)	5.12	5.59	6.21
				列车正点率 (%)	99.96	99.98	99.98
				运营里程 (万车公里)	1460.25	1467.48	1557.10
5	宁天城际 (S8)	2014.8	45.2	运营收入 (万元)	4976.93	5984.2	6821.39
				客运总量 (万人次)	2319.46	3060.46	3574.44
				平均日客运量 (万人次)	5.86	8.36	9.79
				列车正点率 (%)	99.96	99.97	99.98
				运营里程 (万车公里)	1217.43	1371.32	1433.64
6	3 号线	2015.4	44.9	运营收入 (万元)	16235.12	33770.11	40266.55
				客运总量 (万人次)	12890.63	20453.21	24752.45
				平均日客运量 (万人次)	46.88	55.88	67.81
				列车正点率 (%)	99.94	99.97	99.97
				运营里程 (万车公里)	2332.46	3203.38	3419.90
7	4 号线	2017.01	33.8	运营收入 (万元)	--	--	6394.06
				客运总量 (万人次)	--	--	4890.78
				平均日客运量 (万人次)	--	--	14.05
				列车正点率 (%)	--	--	99.96
				运营里程 (万车公里)	--	--	2171.45
8	宁和城际 (S3/12 号线)	2017.11	36.2	运营收入 (万元)	--	--	217.30
				客运总量 (万人次)	--	--	117.33
				平均日客运量 (万人次)	--	--	4.51

				列车正点率（%）	--	--	99.93
				运营里程（万车公里）	--	--	99.12
9	宁高二期（S9）	2017.12	52.4	运营收入（万元）	--	--	24.33
				客运总量（万人次）	--	--	6.80
				平均日客运量（万人次）	--	--	3.40
				列车正点率（%）	--	--	99.51
				运营里程（万车公里）	--	--	3.24
合计			346.3	运营收入（万元）	119158.93	135002.23	150060.99
				客运总量（万人次）	71666.11	83067.91	97741.37
				平均日客运量（万人次）	207.90	207.90	276.01
				列车正点率（%）	99.95	99.95	99.97

注：此表中运营收入包含4号线、S3、S9线路的试运营期收入（试运营期一般历时一年），较表4运营收入有差异。

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	140.62	114.49	69.14
资产总额(亿元)	1233.44	1476.96	1585.04
所有者权益(亿元)	396.45	485.02	582.54
短期债务(亿元)	21.94	56.99	88.36
长期债务(亿元)	656.82	762.60	780.04
调整后长期债务(亿元)	761.22	848.57	846.07
全部债务(亿元)	678.76	819.59	868.40
调整后全部债务(亿元)	783.16	905.56	934.43
营业收入(亿元)	14.01	17.52	20.07
利润总额(亿元)	1.61	2.32	2.24
EBITDA(亿元)	6.85	13.81	14.48
经营性净现金流(亿元)	10.43	18.91	14.73
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.51	8.50	10.76
存货周转次数(次)	4.98	3.11	2.21
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01
现金收入比(%)	132.05	126.33	124.57
营业利润率(%)	-24.63	-61.84	-61.14
总资本收益率(%)	0.14	0.17	0.15
净资产收益率(%)	0.39	0.45	0.36
长期债务资本化比率(%)	62.36	61.12	57.25
调整后长期债务资本化比率(%)	65.75	63.63	59.22
全部债务资本化比率(%)	63.13	62.82	59.85
调整后全部债务资本化比率(%)	66.39	65.12	61.60
资产负债率(%)	67.86	67.16	63.25
流动比率(%)	309.86	186.34	178.55
速动比率(%)	304.01	174.96	167.59
经营现金流动负债比(%)	13.84	15.81	10.49
全部债务/EBITDA (倍)	99.07	59.37	59.99
调整后全部债务/EBITDA (倍)	114.31	65.60	64.55

注：本报告 2015 年财务数据采用公司 2013~2015 连审财务数据；2016 年财务数据采用 2017 年年初数；调整后全部债务=短期债务+长期债务+长期应付款有息部分。

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

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

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

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。

联合资信评估有限公司关于 2018 年南京地铁集团有限公司公司债券 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

南京地铁集团有限公司公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后两个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

南京地铁集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对南京地铁集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，南京地铁集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注南京地铁集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现南京地铁集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对南京地铁集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如南京地铁集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对南京地铁集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与南京地铁集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。