

信用等级公告

联合〔2020〕349号

联合资信评估有限公司通过对南京地铁集团有限公司及其拟发行的2020年南京地铁集团有限公司绿色债券（第一期）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，2020年南京地铁集团有限公司绿色债券（第一期）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
二〇二〇年二月二十五日



2020 年南京地铁集团有限公司绿色债券

(第一期) 信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期绿色债券信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期绿色债券发行规模: 30.00 亿元

本期绿色债券期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

募集资金用途: 20.00 亿元用于轨道交通项目建设, 10.00 亿元用于补充营运资金

评级时间: 2020 年 2 月 25 日

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	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	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

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

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、运营管理及资源开发集团化运作最重要的主体, 专营优势明显。近年来, 南京市区域经济稳定增长, 经济实力强, 公司在地铁建设资金、运营补贴等方面获得较大的外部支持; 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”) 也关注到公司资产流动性弱、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, 未来存在较大融资需求等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期债券发行总额的覆盖能力尚可。

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, 公司持续获得项目资本金及运营补贴支持, 对经营形成良好保障。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, 公司主体偿债风险极低, 本期债券偿还的能力极强, 违约风险极低。

优势

1. 南京市整体经济及财政实力雄厚, 为公司发展创造了良好的外部环境。2019 年, 南京市实现地区生产总值 14050.00 亿元, 增长 8.0%; 实现一般公共预算收入 1580.00 亿元, 增长 7.5%, 为公司发展奠定了良好的基础。
2. 公司区域专营优势明显。公司是南京市地铁投资建设、运营管理和资源开发最重要的主体, 区域专营优势明显。
3. 公司持续获得有力的外部支持。南京市政府在项目资本金、地铁沿线物业及土地资源开发、财政补贴等方面给予公司支持力度大, 为地铁项目建设及未来持续经营提供了有力保障。

分析师：唐立倩 董洪延

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

4. **公司收入随路网效应显现有望持续增长。**公司在建地铁线路正逐步投入运行，线网网络效应增强，地铁资源趋于丰富，公司收入有望稳步增长。

关注

1. **公司债务规模大且面临较大资本支出压力。**公司债务规模较大，截至2019年9月底为1068.33亿元；随着未来南京市轨道交通整体规划的快速推进，公司将维持较大规模的资本支出，面临较大投资压力。
2. **沿线物业等预期收益存在不确定性。**公司地铁沿线物业等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。
3. **短期内盈利水平较弱。**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。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	114.49	69.14	95.18	125.62
资产总额(亿元)	1476.96	1584.45	1771.97	1939.99
所有者权益(亿元)	485.02	581.95	644.07	689.37
短期债务(亿元)	56.99	88.36	95.51	119.46
长期债务(亿元)	762.60	780.04	880.26	948.87
全部债务(亿元)	819.59	868.40	975.77	1068.33
营业收入(亿元)	17.52	20.08	21.64	21.18
利润总额(亿元)	2.32	2.07	2.80	2.21
EBITDA(亿元)	13.81	14.37	16.92	--
经营性净现金流(亿元)	18.91	14.73	2.29	-3.51
营业利润率(%)	-61.84	-61.13	-80.69	-65.65
净资产收益率(%)	0.45	0.33	0.34	--
资产负债率(%)	67.16	63.27	63.65	64.47
全部债务资本化比率(%)	62.82	59.88	60.24	60.78
流动比率(%)	186.34	178.40	169.94	173.75
经营现金流动负债比(%)	15.81	10.48	1.16	--
现金短期债务比(倍)	2.01	0.78	1.00	1.05
EBITDA 利息倍数(倍)	0.29	0.34	0.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	59.37	60.41	57.69	--
公司本部(母公司)				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	1232.81	1312.18	1368.96	1510.14
所有者权益(亿元)	466.89	561.34	585.01	612.30
全部债务(亿元)	621.49	613.57	653.87	719.15
营业收入(亿元)	5.61	5.07	3.52	4.05
利润总额(亿元)	11.91	3.74	0.09	4.44
资产负债率(%)	62.13	57.22	57.27	59.45
全部债务资本化比率(%)	57.10	52.22	52.78	54.01
流动比率(%)	386.00	469.92	245.80	221.68
经营现金流动负债比(%)	9.23	8.88	9.97	--

注: 2016—2017 年财务数据根据审计报告中前期差错更正进行追溯调整; 公司 2019 年 1—9 月财务报表未经审计

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
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
AAA	稳定	2014/09/26	张 强 于芷崧	城投债评级方法及风险点简介 (2010 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 2019 年度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。

2020 年南京地铁集团有限公司绿色债券 (第一期) 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50.00亿元股权投资¹,以50.00亿元现金出资,其中35亿作为注册资本,15.00亿元作为资本公积,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,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2019年9月底,公司注册资本和实收资本均为276.72亿元。其中:南京市国资委出资占注册资本的92.82%、国开基金²占注册资本的7.18%。公司控股股东和实际控制人为南京市国资委。

截至2019年9月底,公司合并范围共有子公司7家。公司本部内设办公室、规划发展部、财务部及人力资源部等12个管理部门,

合并范围员工共计15009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)

截至2018年底,公司合并资产总额1771.97亿元,所有者权益合计644.07亿元(其中少数股东权益71.41亿元);2018年,公司实现营业收入21.64亿元,利润总额2.80亿元。

截至2019年9月底,公司合并资产总额为1939.99亿元,所有者权益合计为689.37亿元(其中少数股东权益89.13亿元);2019年1—9月,公司实现营业收入21.18亿元,利润总额2.21亿元。

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

公司已于2018年注册总规模100.00亿元的债券,已于2019年发行20.00亿元,本期计划发行2020年南京地铁集团有限公司绿色债券(第一期)(以下简称“本期债券”),拟发行金额30.00亿元,期限5年,采用固定利率,按年付息,到期一次还本。本期债券募集资金20.00亿元拟用于募投项目建设,10.00亿元拟用于补充营运资金。

2、本期债券募集资金用途及募投项目概况

(1) 募集资金用途

本期债券拟募集资金30.00亿元,其中8.00亿元拟用于南京至句容城际轨道交通工程项目建设(以下简称“宁句城际”),3.00

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,截至2018年底,上述股权转让已按约定完成。

²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。

亿元拟用于南京地铁9号线一期工程项目建设（以下简称“9号线一期”），3.00亿元拟用于南京地铁10号线二期工程项目建设（以下简称“10号线二期”），6.00亿元拟用于南京地铁6号线工程（不含岗子村站及相邻区间），10.00亿元拟用于补充营运资金。宁句城际已列入《江苏省沿江城市群城际轨道交通网规划（2012年—2020年）》，9号线一期、10号线二期和6号线工程（不含岗子村站及相邻区间）均纳入《南京市城市轨道交通第二期建设规划（2015—2020年）》。截至2019年9月底，宁句城际计划总投资209.75亿元，已投资83.90亿元，计划于2023年完工；9号线一期计划总投资212.70亿元，尚未开工建设，计划于2023年完工；10号线二期计划总投资为105.08亿元，尚未开工建设，计划于2023年完工；6号线工程（不含岗子村站及相邻区间）尚未开工建设。

募投项目建成后，将进一步提升南京市公共交通品质，助力于构筑覆盖全域、多层次、多方式无缝衔接、换乘便捷的公共交通换乘枢纽体系，同时也将进一步加速推进南京市交通基础设施领域补短板，推动长江经济带城市群融合发展。根据国家发展改革委于2017年1月印发的《国家发展改革委印发关于开展第三批国家低碳省区和低碳城市试点工作的通知》，确定了在包括南京市在内的45个城市（区、县）开展第三批国家低碳省区和低碳城市试点工作。本期债券募投项目属于国家发展改革委办公厅关于印发《绿色债券发行指引》（发改办财金〔2015〕3504号）中“（十二）条低碳发展试点示范项目包括低碳城市试点、低碳工业、低碳交通等”。

（2）资金偿还来源

募投项目偿还资金来源于公司日常经营利润及债券募集资金投资项目的收益。

（3）募投项目经济社会效益

城市轨道交通是城市公共交通系统的一个重要组成部分，具有节约土地资源，运输量

大，快速便捷等优点，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，本期债券募投项目具有良好的社会效益。

南京的轨道交通产业是全市主导产业中制造业的重点方向，2017年全市轨道交通产业实现营业收入410亿元，在国内居于领先地位。截至目前，南京地铁累计投资超过1600亿元，拉动GDP超过4000亿元，综合贡献率接近1万亿元，发展轨道交通产业对地区经济的带动效应显著。

本期债券资金募投项目建成后，将进一步提升南京市公共交通品质，助力于构筑覆盖全域、多层次、多方式无缝衔接、换乘便捷的公共交通换乘枢纽体系，同时也将进一步加速推进南京市交通基础设施领域补短板，促进有效投资，推动长江经济带城市群融合发展。

三、宏观经济和政策环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，在全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

1. 经济增速继续下行，消费者价格与生产者价格持续背离，就业压力较大，财政收支缺口扩大

2019年以来中国经济增速继续下行，全年同比增长6.1%，为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三第四季度同比增长6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2016—2019年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0

出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模。

(1) 消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

(2) 工业生产较为低落，服务业较快发展

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%、53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点，运行于近 10

年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0% 和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润增长 3.5%。12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

(3) 居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

(4) 财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较上年同期大增 2.91 万元。

(5) 就业形势基本稳定，但就业压力持续存在

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年 31 个

大城市调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

2. 宏观政策加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次，“三挡两优”的存款准备金框架初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下降 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励中小企业加快成长。

3. 宏观经济及政策前瞻

（1）新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长

在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据相当惨淡。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐

限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

（2）受新冠疫情影响，通胀和失业压力进一步增加

年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面由于下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业开工复产，甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

（3）积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响

财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债限额 8480 亿元（其中一般债限额 5580 亿元、专项债限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按人民银行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

（4）稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关

央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公

司和汽车金融公司)。此次全面降准,释放长期资金约 8000 多亿元,有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来,央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 利率,2 月 20 日 LPR 报价下调,其中 1 年期报价 4.05%,下调 10BP,5 年期报价 4.75,下调 5BP,信贷市场利率全面下行。同时,2 月开市的前两天内(2 月 3—4 日),在无逆回购到期的情况下,央行逆回购投放 1.7 万亿元,保持了市场流动性合理充裕,充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心作用。另外,发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策,对疫情防控期间到期的公司债券,发行人生产经营正常的,将通过设立绿色通道等措施,支持发新还旧,积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

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,按照国家标准有 7 种制式,分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统(APM)。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,城市人口也相应增长,2018 年中国城镇常住人口 8.31 亿人,城镇人口占总人口比重(城镇化率)为 59.58%,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。

图1 2012—2018 年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

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 2018 年度统计和分析报告》,截至 2018 年底,中国内地累计有 35 个城市建成投运城市轨道交通线路,共计 185 条线路,运营线路总长度达 5761.4 公里,共有 7 种制式同时在运营。其中,地铁 4354.3 公里,占比 75.6%;轻轨 255.4 公里,占比 4.4%;单轨 98.5 公里,占比 1.7%;市域快轨 656.5 公里,占比 11.4%;现代有轨电车 328.7 公里,占比 5.7%;磁浮交通 57.9 公里,占比 1.0%;APM 10.2 公里,占比 0.2%。

图2 截至2018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：联合资信整理

进入“十三五”以来，全国城市轨道交通运营线路保持快速增长，累计新增运营线路长度为2143.4公里，年均新增线路长度为714.5公里。2018年受城市轨道交通建设门槛提高和审批趋严影响，运营线路增幅有所放缓，仅新增乌鲁木齐1个运营城市，全国新增运营线路长度728.7公里、新增运营线路20条。2018年全年累计完成客运量210.7亿人次，同比增长14%。截至2018年底，在建成投运城市中，运营线路长度排名前五位的分别为上海（784.6公里）、北京（713.7公里）、广州（449.5公里）、南京（394.5公里）和武汉（351.1公里）。

2018年，中国城市轨道交通完成投资5470.2亿元，同比增长14.9%。在建线路总规模6374公里，同比增长2.0%，其中北京、广州两市建设规模超过400公里，成都、武汉、杭州3市建设规模超过300公里。截至2018年底，中国共有63个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的19个城市），其中，城轨交通线网建设规划正在实施的城市共计61个，在实施的建设规划线路总长7611公里（不含已开通运营线路），其中，国家发改委审批共44个城市规划线路，总计6864.4公里，占比90.2%，总投资达38911.1亿元。上海、北京、广州、杭州、深圳、武汉6市投资计划均超过2000亿元，6市规划线路投资总额达15438.8亿元。

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，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、人口规模及城镇化水平等综合实力，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，未来轨道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

昂，具有投资额大、投资回收期长的经济特性。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，未来大规模投资将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，实现中国城市轨道交通行业可持续发展。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提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）行业关注

面对城市轨道交通行业发展形势，规模经济约束、价格水平较低、原材料价格波动、资金不足等矛盾突出，成为行业持续健康发展的重点关注因素。

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高，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。

④ 资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇统筹难度增大的双重压力。从投入需求看，建设规模和运营规模不断扩大，建设资金和运营费用大幅增加。从筹资能力看，贯彻《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》精神，要严防金融风险，严控过度举债；加之原先作为重要筹资手段的城市可转让土地受到国家政策控制，将对地方政府资金收入产生较大影响。因此，能否在防范金融风险的把控下进一步引入市场机制，扩充筹资渠道，成为城市轨道交通可持续发展的重要条件。

（5）行业政策

城市轨道交通行业特点之一是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大，一旦决策失误，其损失将不可估量，所以城市轨道交通建设门槛很高，国家和地方政府已出台一系列政策来保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表 2 城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发单位	发布日期
1	《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》（国办发〔2003〕81号）	国务院	2003.09
2	《住房城乡建设部关于加强城市轨道交通线网规划编制的通知》（建城〔2014〕169号）	住建部	2014.11
3	《关于做好城市轨道交通项目环境影响评价工作的通知》（环办〔2014〕117号）	环保部	2014.12
4	《国家发展改革委关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》（发改基础〔2015〕49号）	发改委	2015.01
5	国务院关于调整和完善固定资产投资项资本金制度的通知（国发〔2015〕51号）	国务院	2015.09
6	《国家发展改革委、住房城乡建设部关于优化完善城市轨道交通建设规划审批程序的通知》（发改基础〔2015〕2506号）	发改委、住建部	2015.12
7	《城市公共交通“十三五”发展纲要》	交通运输部	2016.07
8	《交通基础设施建设重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	2016.11
9	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016年本）的通知》（国发〔2016〕72号）	国务院	2016.12
10	《国家发展改革委关于进一步下放政府投资交通项目审批权的通知》（发改基础〔2017〕189号）	发改委	2017.01
11	国家发改委、教育部、人社部关于加强城市轨道交通人才建设的知道意见（发改基础〔2017〕74号）	发改委、教育部、人社部	2017.01
12	《十三五现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2017.02
13	关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见（发改基础〔2017〕1173号）	发改委、住建部、交通部、铁路局、铁总	2017.06
14	《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）发布	国务院	2018.07
15	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08

资料来源：联合资信整理

（6）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。目前在国内外大都市中，其高峰时段城市轨道交通占公共交通出行的比重高达 60%以上，而在我国北京、上海等轨道交通最发达的城市，该项比例仅为 30%左右；国外的地铁承运率已经达到 70%~80%，而目前我国只有 40%，提升空间很大。

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。

“十三五”时期，我国已进入城市轨道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，预计新建 3500 公里左右，相当于前 50 年的总和，2020

年底全国城市轨道交通运营线路预计 7000 公里左右，2025 年底将超过 1 万公里，2030 年底可能接近 1.5 万公里。

但在快速发展过程中，城市轨道交通线路新建申报要求将更加严格和全面，便于促进该行业的健康持续。《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，并指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，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。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每小时 3 万人次以上、1 万人次以上（以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整），除城市轨道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。

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重要实施主体。南京市的经济水平及未来发展规划对公司发展影响较大。

近年来，南京市经济持续发展，经济实力雄厚，城市总体竞争力很强。

南京市是江苏省省会，位于江苏省西南部，是长三角经济核心区的重要区域中心城市，是我国重要的综合性交通枢纽城市。

2017—2019 年，南京市国内生产总值持续较快增长，分别实现 111715.10 亿元、12820.40 亿元和 14050.00 亿元。根据 2020 年南京市人民政府工作报告，按可比价格计算，2019 年南京市地区生产总值增长 8%，增速居江苏省全省首位；固定资产投资增长 8%，社会消费品零售总额增长 5.5%，外贸进出口总额增长 10%。2019 年各类细项经济指标暂未公布，从 2018 年数据看，南京市三次产业结构为 2.13:36.83:61.04，全社会固定资产投资 4718.05 亿元，居民人均可支配收入 52916 元。近年来，南京市经济实力持续发展，城市整体竞争力很强。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 9 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. 企业规模

公司在南京市地铁投资建设、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。

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，是南京市轨道交通建设、运营、资源开发的重要主体。

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。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围子公司 7 家，公司在南京市地铁投资运营业务方面具有专营地位。

3. 人员素质

公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验；在职人员学历水平较高、年龄构成合理，能够满足公司日常经营活动需要。

公司本部拥有总经理、副总经理、总会计师等 7 名经理层人员，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。

余才高先生，1965 年生，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办副主任、主任，公司副总经理、总经理等职；现任公司董事长，中国共产党南京市第十四届委员会候补委员，第十三届全国人民代表大会代表。

于百勇先生，1966 年生，博士研究生学历；曾任南京交通规费征收处副科长，南京地下铁道有限责任公司计划处经济师、车辆机务处副处长、处长，经济与发展处处长、总经理助理；现任公司董事、总经理。

截至2019年9月底，公司合并范围员工为15009人。从学历结构看，本科及以上学历9369人，占比62.42%；大专（含中专）5074人，占比33.81%（主要为运营公司生产操作岗位）。从年龄结构看，30岁及以下13443人，占比89.57%；36至50岁1447人，占比9.64%；51岁及以上118人，占比0.79%。

4. 外部支持

公司实际控制人为南京市国资委；南京市财政实力强，政府债务负担较重。公司在增资、项目建设资本金、运营补贴方面持续获得大力支持。

2017—2019年，南京市分别实现一般公共预算收入1271.91亿元、1470.02亿元和1580.00亿元，持续保持较快增长势头。2019年，南京市一般公共预算收入增长7.5%，增速居江苏省全省首位。其中税收收入1373.80亿元，占一般公共预算收入的86.95%，财政收入质量良好。南京市一般公共预算支出1658.60亿元，增长8.2%，财政自给率为95.26%，财政自给率高。2019年，南京市实现政府性基金收入1704.70亿元。截至2019年底，南京市地方政府债务余额为2585.30亿元，地方政府债务负担较重。

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平衡地铁项目建设及运营资金投入。

（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，公司注册资本增至276.72亿元。

（2）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。

为支持轨道交通可持续发展，2015年10月，南京市政府下发了《市政府关于推进南京市轨道交通场站及周边土地综合开发利用的实施意见》（宁政发〔2015〕215号，以下简称《实施意见》），明确将原则上不小于轨道交通场站周边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2019年9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67065亩。

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），明确了轨道交通基金的主要来源为：（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。若设立子基金的, 则子基金资金来源包括: 母基金的出资; 合伙人的出资; 社会募集资金; 其他资金。截至目前, 公司尚未进行子基金运作, 建设基金主要来自于市、区两级财政专项资金。

2016—2018 年及 2019 年 1—9 月, 公司获得的市区两级财政拨款合计分别为 30.41 亿元、46.03 亿元、77.42 亿元和 51.87 亿元, 具体见下表。

表 3 2016—2019 年 9 月公司获得资金拨款情况
(单位: 万元)

年份	市级财政拨款	税费返还	区级拨款	合计
2016 年	287920.00	7550.00	8580.96	304050.96
2017 年	312700.00	0.00	147600.00	460300.00
2018 年	416700.00	0.00	357526.00	774226.00
2019 年 1—9 月	311500.00	0.00	207175.00	518675.00

注: 公司税收返还主要来自市级营业税返还, 受营改增影响, 2017 年起公司不再获得税收返还资金
资料来源: 公司提供

(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) 政府债置换

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。2016—2018 年及 2019 年 1—9 月分别置换了 28.99 亿元、49.95 亿元、15.46 亿元和 0.56 亿元, 在资产负债表中的资本公积和现金流量表中的吸收投资所收到的现金中体现。截至 2019 年 9 月底, 公司政府债务余额 7.17 亿元, 将根据置换债券发行计划置换。

(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)20号》文件, 公司对于学生、老年人、革命干部、伤残等实行折扣和免费票价政策, 政府给予相应票价补贴。2016—2018 年和 2019 年 1—9 月, 公司获得政府合计补贴资金(包括票务补贴)分别为 14.54 亿元、15.87 亿元、20.17 亿元和 15.84 亿元, 未到款运营补贴反映在“其他应收款”, 2018 年底为 2.10 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

公司过往债务履约情况良好; 未发现公司有其他不良信用记录。

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 2020 年 2 月 17 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 2020 年 2 月 17 日, 联合资信未发现公司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, 近年来公司治理结构无重大变化, 治理结构运行良好; 公司董事会及经营管理层实际情况与章程设置存在差异, 但未对公司经营产生重大不利影响。

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股东会、

董事会、监事会及经营管理层。

股东会是公司最高权力机构，涉及修改与国开发展基金有限公司相关内容的公司章程、公司增加或减少注册资本、公司合并、分立、解散、清算或变更公司形式，以及其他可能对国开发展基金有限公司的权利产生不利影响的重大事项，应经全体股东所持表决权三分之二及以上决议通过。其他股东会职权委托市国资委行使。

公司设董事会，对股东会负责，成员为5名，其中设董事长1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。董事会定期会议每季度至少召开1次。截至2019年9月底，公司董事会成员7人，主要系公司根据南京市国资委印发的职务任免通知（宁国资委企领〔2019〕161号）新增外部董事。

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推荐，经监事会选举后产生。监事每届任期3年，非职工监事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。截至2019年9月底，公司监事2人，均为职工监事，国资委委派监事尚未派驻到位。

公司设总经理1名，副总经理2~4名，总会计师1名。经理层人员每届任期3年，由董事会履行聘任或者解聘手续。总经理对董事会负责，并依据《公司法》和公司章程行使职权。截至2019年9月底，公司总经理1名，副总经理5名。

针对董事会成员及经营管理层人数与公司章程不符的情况，公司正着手修订公司章程相关条款。上述事项对公司经营生产不产生重大不利影响。

2. 管理体制

根据经营管理的特点，公司不断完善公司管理体制，建立了一整套较详细的管理制度，部门职责明确，整体运行情况良好。

公司本部内设办公室、规划发展部、财务部、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等12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，保证账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（50~60人/公里）。

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

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

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

公司为南京地铁投资建设、运营管理和资源开发的实施主体，随着线网效应逐步增强，公司运营收入持续增长，租赁等资源开发收入

相应增长，但公司经营受行业特性影响持续亏损。公司地铁建设项目未来投资规模大，面临较大的投融资压力。

2016—2018年，公司主营业务收入年均复合增长11.05%，2018年，公司实现主营业务收入20.78亿元，同比增长8.29%。构成上，以运营收入为主，近三年占比在75%左右，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；租赁、广告、服务等资源开发板块对公司收入形成有益补充。

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持续下降，公司主营业务毛利率亦呈下降趋势。2016—2018年，公司主营业务毛利率由-64.00%下降至-84.64%。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。

2019年1—9月，公司实现主营业务收入19.99亿元，为2018年的96.20%；同期，公司主营业务毛利率为-71.98%。

表4 2016—2019年9月公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
运营收入	12.75	75.70	-105.96	14.35	74.76	-110.36	15.89	76.47	-134.00	16.17	80.91	-107.88
广告	1.40	8.29	99.97	1.67	8.70	98.37	0.95	4.58	99.59	0.19	0.97	98.61
租赁	1.49	8.84	58.71	1.76	9.18	83.55	2.06	9.91	80.48	2.41	12.05	90.78
服务	0.41	2.46	98.34	0.31	1.64	67.17	1.08	5.20	95.46	0.24	1.20	100.00
物业管理	0.14	0.84	-232.35	0.24	1.25	-74.57	0.14	0.65	-262.92	0.20	1.01	-126.15
施工工程	0.19	1.12	72.41	0.16	0.84	30.42	--	--	--	0.51	2.57	95.97
咨询监测	0.46	2.76	52.95	0.70	3.64	59.67	0.66	3.19	64.44	0.12	0.59	56.75
主营业务合计	16.85	100.00	-64.00	19.20	100.00	-63.69	20.78	100.00	-84.64	19.99	100.00	-71.98

注：2019年1—9月，公司主营业务收入中含其他收入0.14亿元

资料来源：审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

（1）地铁投资建设情况

近年来，公司在线路建设方面保持大规模投入，多条线路陆续完工；随着在建线路持续推进，公司未来投资规模仍持续扩大，公司面临一定的融资压力。

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，资本金以外由公司或线路项目公司自筹解决，以包括但不限于本项目运营票款收入、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2019年9月底，公司共有6条在建线路，总长度共约130.69公里。除5号线引入社

会资本方合作共建外，其余在建线路均为公司自建。各线路具体情况如下：

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2021年。项目总投资约339.7亿元，资本金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，包括南京地铁自建部分和PPP方实施部分。其中，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方实施部分总投资约219.5亿元，包括自建外其余工程建设

项目，由社会资本和南京地铁（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组建的联合体，PPP项目公司特许经营期为16年。

截至2019年9月底，5号线30座车站中24座已开工，12座已完成围护结构，3座已完成主体结构；5条盾构隧道已始发掘进。

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2021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（市本级承担7.43亿元，燕子矶新城21.1亿元），占总投资约38.42%。

截至2019年9月底，1号线北延线5座车站均已开工，二桥公园站完成围护结构，其余4座车站进行局部围护结构施工。

7号线

7号线总长35.64公里，全部为地下线，起讫站为仙新路至西善桥，共设置27座车站，计划建设期为2017—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%，其中市区财政一般公共预算安排87.95亿元（市本级58.8亿元、河西新城25.35亿元、燕子矶新城3.8亿元），财政专项资金预算安排征地拆迁资金7.98亿元（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2019年9月底，7号线工程已开工25座车站，18座已完成围护结构，3座已完成主体结构；11条盾构隧道已始发掘进，其中2条盾构隧道贯通。

二号线西延

二号线西延总长5.40公里，全部为地下站，起讫站为油坊桥至鱼嘴，共设置4座车站，2018

年7月已开工。二号线西延项目总投资额47.95亿元，资本金19.18亿元，资本金由河西新城管委会承担。

截至2019年9月底，二号线西延4座车站均已完成围护结构，进行主体结构施工，其中1座车站完成主体结构；2条盾构隧道始发。

宁句城际

宁句城际总长43.64公里，起讫站为马群站至句容站，共设置13座车站（南京段8座、句容段5座），建设期为2018—2023年。

宁句城际总投资209.75亿元，项目资本金83.90亿元，占总投资的40%；线路根据南京市和句容市线路长度分摊投资，由江苏宁句轨道交通有限公司（以下简称“宁句公司”）负责投资建设、运营及相关资源开发经营管理。宁句城际南京段预计投资129.82亿元，按沿线各区站点比例分别由市本级、麒麟高新区、江宁区按照25%、25%、50%的比例承担项目资本金和运营补贴资金；句容段投资79.93亿元，由句容市本级财政承担资本金及运营补贴资金；除资本金外剩余60%的投资，由宁句公司自筹解决。

宁句城际于2018年12月开工，目前正在进行征地拆迁、管线改移等施工准备工作，所有车站均已开工，2座地下车站完成围护结构，3座高架车站已完成下部桩基施工。

S8南延线

S8南延线总长2.07公里，起讫站为大桥站至泰山新村站，共设置2座车站，建设期为2018—2021年，由南京宁北轨道交通有限公司（以下简称“宁北公司”）负责投资建设、运营及相关资源开发。S8南延线项目全线位于江北新区范围，总投资14.73亿元，资本金占40%，资本金及运营补贴资金均由江北新区管委会负责。

S8南延线于2018年11月开工，目前正在进行管线改移等施工准备工作，2座车站均正在进行围护结构施工。

截至2019年9月底，公司在建地铁项目总

投资 1006.15 亿元，项目资本金合计 369.33 亿元，已到位资本金 133.97 亿元，累计完成投资 396.35 亿元；同时，公司近期拟建线路包括 6

号线、3 号线三期等，计划总投资 670.55 亿元，计划融资 402.33 亿元。公司未来投资规模将维持在较高水平，对外融资需求大。

表 5 截至 2019 年 9 月底公司在建地铁项目概况（单位：亿元、年）

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（形象进度）	计划投资		
							2019 年 10-12 月	2020 年	2021 年
1	5 号线	339.70	135.90	83.87	2016—2021	190.80	10.00	50.00	88.90
2	1 号线北延	74.25	28.53	4.00	2017—2021	36.10	3.00	12.00	23.15
3	7 号线	319.77	95.93	36.12	2017—2022	114.00	15.00	45.00	60.00
4	2 号线西延	47.95	19.18	2.90	2018—2022	21.00	3.00	12.00	10.00
5	宁句城际	209.75	83.90	6.03	2018—2023	29.30	9.00	47.00	50.00
6	S8 南延线	14.73	5.89	1.05	2018—2021	5.15	1.00	2.00	6.58
合计		1006.15	369.33	133.97	--	396.35	41.00	168.00	238.63

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 6 截至 2019 年 9 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	6 号线	栖霞山—南京南	2019—2023	32.37	310.87	186.52
2	3 号线三期	吉印大道—秣陵街道	2020—2023	6.60	41.90	25.14
3	9 号线一期	丹霞路- 滨江公园	2019—2023	19.69	212.70	127.62
4	10 号线二期	安德门—石扬东路	2019—2023	13.33	105.08	63.05
合计				71.99	670.55	402.33

资料来源：公司提供

（2）地铁运营情况

近年来，公司多条线路完工投运，地铁线网不断完善，运营质量水平较高，受行业特性影响，公司运营板块持续亏损。

截至2019年9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、宁天城际一期和3号线、4号线、S3号线、S9号线和宁溧线。

表 7 截至 2019 年 9 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	机场线	南京南站-空港新城江宁站	2014 年 7 月	35.80	112.88	9
5	宁天城际一期	泰山新村-金牛湖	2014 年 8 月	45.20	118.52	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（又称宁和城际一期）	南京南站---高家冲	2017 年 12 月	37.20	172.57	19
9	S9 号线（又称宁高城际二期）	翔宇路南-高淳	2017 年 12 月	52.40	115.16	6
10	S7（又称宁溧线）	空港新城江宁站--无想山站	2018 年 5 月	30.20	106.97	9
合计				377.60	1508.28	174

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 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）地铁列车地铁

列车共计 174 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 117 列，总共 291 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 8.31 亿人次、9.77 亿人次和 11.15 亿人次，2018 年日均客流量约 305.45 万人次，运营票务收入（含试运营收入）由 2015 年的 9.00 亿元增长至 2018 年的 16.53 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，2016—2018 年，分别为 26.97 亿元、30.19 亿元和 37.19 亿元，2018 年运营成本主要由资产折旧（占 35.57%）、人力成本（占 37.29%）和能耗成本及其他（占 27.14%）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、4 号线陆续进入正式运营期，开始计提折旧；此外，S3、S9 和 S7 路投入试运营，导致能耗成本增加，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。2019 年 1—9 月，公司实现运营收入 16.17 亿元，为 2018 年全年的 101.76%；毛利率为-107.88%，较 2018 年有所改善，主要系 2019 年 3 月 31 日起南京市执行新票价方案所致。

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 47 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 3 分 39 秒；2 号线最高上线列车达 41 列，最小列车间隔 2 分钟 30 秒。公司近三年列车正点率一直在 99.95% 以上。（详见附件 1-3）

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，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。自 2014 年调价以来，南京地铁票价于 2019 年重新调整，目前票价于 2019 年 3 月 31 日起执行（具体见下表），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。

表 8 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

表9 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，不设上限
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

公司积极开发地铁资源，广告租赁收入稳步增长；同时，近年来地铁沿线土地及物业价值上升明显，专项土地开发收益及上盖物业开发收益为地铁线路建设及运营资金提供了重要支撑。

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。

在授予公司利用地铁设施提供客运运营服务经营的同时，南京市政府授权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。2018 年，公司租赁、服务、广告板块分别实现收入 2.06 亿元、1.08 亿元和 0.95 亿元，2018 年公司广告收入下滑主要系该板块进行业态调整，部分广告业务调整至租赁板块；2018 年服务收入增长系由于接口资源收入、项目代建收入等增加所致。2019 年 1—9 月，公司分别实现租赁、广告和服务收入 2.41 亿元、0.19 亿元和 0.24 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 2019 年 9 月底，公司获得批复可专项用于平衡地铁项目建设的沿线及上盖物业可开发的土地面积为 67065 亩，上述土地未来出让收益可用于配套线路的部分资本金投入和还本付息。相关土地由玄武区土地储备中心归口管理，土地出让后扣除各项刚性计提后获得的收益通过市财政库划拨至公司账户。

近年来，用于平衡公司线路投资的土地增值幅度较大。土地出让均价按 700 万元/亩保守估计，上述土地价值合计 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，土地价值较大。2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司分别收到土地出让款 54.08 亿元、15.85 亿元、40.67 亿元和 25.40 亿元。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 10 2016—2019 年 9 月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(含以前年度出让收益)
2016年	25.69	3.10	79.63	49.02	54.08
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1—9月	2.73	0.56	1.53	0.72	25.40
-----------	------	------	------	------	-------

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

资料来源：公司提供

上盖物业开发方面，在市政府主导下，公司联同南京市规划局等部门共同研究了轨道交通场站及周边区域功能、用地、景观、交通、收益一体化的综合开发利用机制，以提升场站周边开发收益，反哺轨道交通建设、运营。

目前，公司已联同市规划部门对 112 个符合条件的场站及周边区域进行了“一体化”开发研究，并完成了首批 72 个场站的城市设计工作（其中 52 个站点已通过规划评审），规划业态包括住宅、车站商业综合体等多种功能区域，为进一步实施后续综合开发提供了依据。

公司通过自主开发或委托开发、土地作价出资等同社会资本合作的模式进行物业综合开发运作，实现物业出让或经营收益、股权投资收益等综合收益。公司部分前期“一体化”开发项目已实现收益，其中，公司自主开发的 2 号线油坊桥站、3 号线夫子庙站上盖物业已实现经营权转让，由专业运营商负责运营，公司按照“保底+超额分成”方式收取物业租金，在经营权转让期内预计可实现保底租金收益 3.8 亿元以上。2 号线金马路站周边地块由公司摘牌取得后，通过项目公司部分股权转让的方式引入战略投资者进行后续合作开发，公司于 2018 年实现该项目公司部分股权转让，获得 2.01 亿元投资收益。未来，公司将更多通过“定向拿地+合作开发”的模式进行上盖物业运作，即公司通过协议拿地和招拍挂（附带开发条件）拿地两种方式取得地铁上盖土地开发权，土地经评估后，以评估作价出资，与业内领先企业组建项目公司共同进行合作开发。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

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 1 号线北延、

7 号线、5 号线等 12 个项目，计划投资总额约 1000 亿元、新建里程 200 公里，截至 2018 年底，公司已完成投资 565 亿元、新建里程 153 公里。2020 年，公司仍将以地铁建设、线路运营、资源开发三大核心板块的均衡发展作为业务主线，推进地铁工程建设全面提速，运营服务水平全面提质，资源经营开发全面创优。2020 年，公司地铁在建项目计划完成投资 168.00 亿元，同时将加大沿线上盖物业和轨道交通场站一体化综合开发力度，实现南京地铁事业的持续、健康、稳健推进。

八、财务分析

公司提供了 2016—2018 年合并财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016—2017 年报表进行审计，北京永拓会计师事务所对 2018 年报表进行审计，上述两家事务所均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年 1—9 月财务数据未经审计。

合并范围方面，2016 年，公司新增 1 家子公司，为南京地铁小镇开发建设集团有限公司（以下简称“地铁小镇公司”），公司持股 70.00%；2017 年，公司合并范围内子公司未发生变化；2018 年，公司合并范围新增 1 家子公

司，为江苏宁句轨道交通有限公司（以下简称“宁句轨道”），公司持股比例 58.70%；2019 年 1—9 月，公司合并范围未发生变化。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围内拥有 7 家子公司（详见附件 1—2）。近年来，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。整体看，公司合并范围内新增子公司主要为投资新设，财务数据可比性较强。

1. 资产质量

近年来，随着地铁线路投资增加，公司资产总额持续增长；公司资产以地铁资产和在建工程为主，资产结构符合行业特征，资产流动性较弱。

2016—2018 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 9.53%，截至 2018 年底为 1771.97 亿元，较上年底增长 11.83%，主要系固定资产、其他应收款等增长所致。截至 2018 年底，公司资产总额中非流动资产占 81.13%，以非流动资产为主，符合行业特征。

2016—2018 年，公司流动资产年均复合增长 22.50%，2018 年底为 334.39 亿元，同比增长 33.41%，主要系其他应收款大幅增长所致，构成上主要以货币资金和其他应收款为主。

表 11 公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	114.49	7.75	69.14	4.36	95.18	5.37	125.62	6.48
其他应收账款	73.96	5.01	140.33	8.86	187.19	10.56	242.66	12.51
流动资产	222.84	15.09	250.65	15.82	334.39	18.87	436.65	22.51
固定资产	796.84	53.95	777.93	49.10	881.64	49.76	871.95	44.95
在建工程	376.28	25.48	463.24	29.24	456.61	25.77	531.75	27.41
无形资产	74.74	5.06	73.25	4.62	81.74	4.61	81.73	4.21
非流动资产	1254.12	84.91	1333.81	84.18	1437.58	81.13	1503.34	77.49
资产总额	1476.96	100.00	1584.45	100.00	1771.97	100.00	1939.99	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表

截至 2018 年底，公司货币资金 95.18 亿元，同比增长 37.67%，货币资金主要以银行存款（占比 93.66%）与其他货币资金（占比 6.34%）

为主。其中受限资金 6.04 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。

2016—2018年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长59.09%，2018年底其他应收款为187.19亿元，同比增长33.40%，增长主要来自线路转固后的借款利息，未来将通过土地综合开发收益平衡。公司其他应收款中账龄在1年以内的占45.44%、1—2年的占46.04%，整体账龄较短。从欠款单位来看，前五名欠款单位合计占77.00%，主要为借款利息挂账、委托南京鼓楼房产经营有限公司处置地铁沿线部分房屋形成的往来款和应收运营亏损补贴款等。

表12 截至2018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	账龄	占比
借款利息	融资费用	130.65	3年以内	69.79
南京鼓楼房产经营有限公司	往来款	6.17	2年以内	3.30
南京金干线轨道交通投资公司	借款	3.35	3年以上	1.79
财政补贴	运营亏损补贴	2.10	1年以内	1.12
南京市土地矿产市场管理中心	土地出让保证金	1.88	1年以内	1.00
合计	--	144.15	--	77.00

资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司存货快速增长，年均复合增长9.91%，截至2018年底存货16.45亿元，同比增长7.66%，主要系周转材料和开发产品增加所致。构成上，开发产品、原材料和周转材料分别占48.51%、35.34%和16.11%。开发产品主要为部分地块使用权及地铁小镇等项目的前期开发投入。

2016—2018年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长40.08%。2018年底，公司其他流动资产28.07亿元，同比增长43.62%，主要系待抵扣进项税额增长所致。

2016—2018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7.06%，截至2018年底为1437.58亿元，同

比增长7.78%，主要系固定资产增长。截至2018年底，公司非流动资产主要以固定资产和在建工程为主。

2016—2018年，公司可供出售金融资产年均复合下降20.02%，2018年底为1.19亿元，同比下降67.69%，主要系子公司宁北轨道受让宁和轨道100%股权，将其纳入合并范围所致。

2016—2018年，公司固定资产波动增长，年均复合增长5.19%，2018年底为881.64亿元，同比增长13.33%，主要系地铁四号线试运营到期后由在建工程暂估结转入142.47亿元、三号线投资额审计核减25.87亿元的综合影响。公司固定资产以房屋及建筑物（占比71.69%）、机器设备（占比16.72%）和运输工具（占比11.45%）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2018年底，固定资产累计折旧60.02亿元。

2016—2018年，公司在建工程波动幅度较大，年均复合增长10.16%，2018年底为456.61亿元，较上年底减少1.43%，主要系四号线试运营结束后暂估转出（142.47亿元入固定资产、8.49亿元入无形资产），以及在建线路投入增长（主要包括五号线增加16.12亿元、七号线37.97亿元、宁高城际14.61亿元、宁溧城际14.63亿元和宁和城际11.41亿元）的综合作用。截至2018年底，公司在建工程中主要线路投资包括宁和城际119.92亿元、宁高城际81.20亿元、宁溧城际54.20亿元、五号线63.22亿元和七号线41.77亿元。

2016—2018年，公司无形资产波动增长，年均复合增长4.58%，2018年底为81.74亿元，同比增长11.60%，主要系四号线土地使用权（已付征地拆迁款）转入所致。

截至2019年9月底，公司资产总额1939.99亿元，较上年底增长9.48%。公司货币资金快速增长31.99%至125.62亿元，主要系发行债券及长期借款等筹资行为带来的资金增长；其他

应收款 242.66 亿元，较上年底增长 29.63%，主要系线路借款利息大幅增长所致；在建工程 531.75 亿元，较上年底增长 16.46%，系重点在建线路投入持续增长所致。

截至 2019 年 9 月底，公司受限资产包括保函保证金 6.04 亿元。此外，公司用于融资租赁的轨道、列车等资产账面原值 102.00 亿元。

近年来，受益于股东增资及政府持续划拨项目资本金，公司所有者权益规模持续增长，所有者权益结构稳定性较好。

2016—2018 年，公司所有者权益年均复合增长 15.24%，2018 年底为 644.07 亿元，同比增长 10.67%，主要系财政拨款导致资本公积快速增长。

2. 资本结构

表 13 公司所有者权益主要构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	203.71	42.00	276.72	47.50	276.72	42.96	276.72	40.14
资本公积	230.81	47.59	243.91	41.91	269.08	41.78	292.17	42.38
未分配利润	18.95	3.91	21.55	3.70	23.59	3.66	28.08	4.07
归属于母公司权益合计	456.30	94.08	545.26	93.70	572.66	88.91	600.23	87.07
少数股东权益	28.72	5.92	36.69	6.30	71.41	11.09	89.13	12.93
所有者权益合计	485.02	100.00	581.95	100.00	644.07	100.00	689.37	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表

截至 2017 年底，公司实收资本为 276.72 亿元，较上年底增长 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。2018 年，公司实收资本未发生变化。

2016—2018 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 7.97%。

2016—2018 年，公司少数股东权益年均复合增长 57.67%，截至 2018 年底为 71.41 亿元，较上年底增长 94.65%，主要系合并宁句轨道新增的少数股东权益。

截至 2019 年 9 月底，公司实收资本仍为 276.72 亿元，南京市国资委和国开基金分别持有公司 92.82%和 7.18%的股份；公司资本公积 292.17 亿元，较上年底增长 8.58%，主要系拨付的轨道建设资金及政府置换债等增加所致；公司少数股东权益同比增长 24.82%至 89.13 亿元，系少数股东资本投入所致。

近年来，公司债务规模持续扩大，债务结构以长期债务为主，债务负担较重。考虑到公司多条线路仍处于建设阶段，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	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	32.80	3.31	25.80	2.57	35.85	3.18	67.85	5.43
其他应付款	21.70	2.19	16.29	1.63	32.11	2.85	53.58	4.28
一年内到期的非流动负债	24.19	2.44	62.56	6.24	59.66	5.29	51.61	4.13
其他流动负债	2.47	0.25	3.29	0.33	32.40	2.87	50.92	4.07
流动负债	119.59	12.06	140.50	14.01	196.77	17.45	251.31	20.09

长期借款	697.49	70.32	714.71	71.29	769.09	68.19	803.17	64.22
应付债券	65.10	6.56	65.33	6.52	111.17	9.86	145.70	11.65
长期应付款	85.98	8.67	66.04	6.59	45.38	4.02	32.79	2.62
非流动负债	872.36	87.94	862.01	85.99	931.13	82.55	999.31	79.91
负债合计	991.94	100.00	1002.50	100.00	1127.90	100.00	1250.62	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表

2016—2018 年，公司负债总额年均复合增长 6.63%，截至 2018 年底为 1127.90 亿元，较上年底增长 12.51%。公司负债中流动负债占 17.45%，非流动负债占 82.55%，债务结构以非流动负债为主，符合地铁项目建设周期特点，债务结构较为合理。

2016—2018 年，公司流动负债年均复合增长 28.27%，截至 2018 年底为 196.77 亿元，较上年底增长 40.05%；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、其他流动负债和应付账款构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 35.85 亿元，同比增长 38.95%，公司短期借款均为信用借款。

2016—2018 年，公司应付账款年均复合减少 10.89%，截至 2018 年底为 27.37 亿元，较上年底减少 2.18%。构成上，应付账款主要为工程款、物资款和设备款。

2016—2018 年，公司其他应付款年均复合增长 21.63%，截至 2018 年底为 32.11 亿元，较上年底增长 97.08%，主要系与施工单位、设备提供方等的往来款增长所致。构成上，其他应付款主要为往来款（占 83.05%）、暂收暂借款（11.90%）和押金保证金（5.05%）。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 59.66 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 32.40 亿元，较上年底快速增长 29.11 亿元，主要系公司发行合计金额 29 亿元的三期超短期融资券所致，票面利率 3.60%~3.75%。本报告将超短期融资券计入调整后短期债务进行核算。

2016—2018 年，公司非流动负债年均复合增长 3.31%，截至 2018 年底为 931.13 亿元，较

上年底增长 8.02%，主要系长期借款和应付债券增长所致。

2016—2018 年，公司长期借款年均复合增长 5.01%，截至 2018 年底为 769.09 亿元，较上年底增长 7.61%；长期借款中质押借款、保证借款和信用借款分别占 58.81%、38.32%和 2.87%，质押物为各线路收益权及部分资源开发收入。

2016—2018 年，公司应付债券年均复合增长 30.68%，截至 2018 年底为 111.17 亿元，较上年底增长 70.18%，系发行 20 亿元 5 年期“18 南京地铁 MTN001”（票面利率 5.39%）和 26 亿元 5 年期“18 南京地铁债”（票面利率 4.22%）所致。公司其他应付债券还包括“15 宁地地铁 MTN001”“15 南京地铁 PRN001”“15 南京地铁 PRN002”和“16 南京地铁债”。

公司长期应付款全部为地铁设备的融资租赁款，2016—2018 年年均复合下降 27.35%，截至 2018 年底为 45.38 亿元，较上年底减少 31.27%。本报告将融资租赁款计入调整后长期债务进行核算。

公司专项应付款为收到市财政拨付的专项土地收益，根据南京市政府批准的地铁各线路建设资金平衡方案，公司确定土地收益分配原则为土地收益优先补足线路资本金，剩余金额用于综合补贴和冲减部分已通车线路借款利息。截至 2018 年底，公司累计收到土地收益共 132.94 亿元，其中补足资本金 61.55 亿元，列入综合补贴 22.53 亿元（2017 年 10.00 亿元、2018 年 12.53 亿元），冲减部分已通车线路借款利息 48.86 亿元。2016—2018 年，公司专项应付款随结转分配年均复合减少 85.65%，2018 年底为 0.49 亿元。

截至2019年9月底,公司负债总额1250.62亿元,较2018年底增长10.88%,其中流动负债和非流动负债分别占20.09%和79.91%。公司短期借款为67.85亿元,较上年底大幅增长89.27%。其他应付款为53.58亿元,较上年底增长66.87%,主要系往来款及暂借暂收款增长所致。其他流动负债为50.92亿元,较上年底增长57.16%,主要系公司发行多期超短期融资券所致。公司长期借款增长4.43%至803.17亿元、应付债券增长31.07%至145.70亿元,系公司为配合地铁项目建设进度加大对外融资所致。

随着项目不断推进,2016—2018年,公司全部债务快速增长,年均复合增长9.11%,2018年底为975.77亿元,同比增长12.36%。将其他流动负债中超短期融资券及长期应付款中的融资租赁款计入有息债务核算,公司调整后全部债务年均复合增长7.69%,截至2018年底为1050.15亿元,其中调整后长期债务占88.14%。受权益规模快速增长影响,2016—2018年,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比率波动下降,2018年底分别为63.65%、61.98%和58.97%。截至2019年9月底,公司调整后全部债务1151.12亿元,较上年底增长9.61%,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;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64.47%、62.54%和58.75%,整体债务负担较重。截至2019年9月底,公司调整后全部债务于2019年10—12月及2020—2023年到期规模分别为73.50亿元、124.48亿元、64.83亿元、68.59亿元和79.80亿元。

3. 盈利能力

公司地铁运营业务具有准公共品特性,目前持续亏损;公司持续获得政府有力的补贴支持,但整体盈利能力仍较弱且对财政补贴依赖较大。

受新增运营线路的影响,2016—2018年,

公司营业收入持续增长,年均复合增长11.13%,2018年公司实现营业收入21.64亿元,较2017年增长7.73%,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17.60%,增速高于营业收入,公司营业利润率持续下滑,2018年为-80.69%。

2016—2018年,公司期间费用占营业收入的比重较为稳定。2018年,公司期间费用为2.00亿元,占营业收入的9.26%,同比增长1.49个百分点。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,期间费用以管理费用为主。

2018年,公司获得投资收益2.02亿元,主要系转让金马路上盖物业项目公司股权所致,上盖物业开发未来将成为公司重要的收益来源之一。

为弥补地铁运营亏损,政府持续给予公司补贴支持。2016—2018年,公司获得政府合计补贴资金(包括票务补贴)分别为14.54亿元、15.87亿元和20.17亿元。

2016—2018年,公司利润总额分别为2.32亿元、2.07亿元和2.80亿元。基于行业特征,公司主营业务处于亏损状态,利润总额主要依靠政府补贴。

2019年1—9月,公司实现营业收入21.18亿元,相当于2018年全年的97.87%,同期营业利润率为-65.65%;公司当期发生期间费用1.58亿元,占营业收入的7.45%;公司获得其他收益15.84亿元,主要包括运营亏损补贴和综合补贴;同期公司利润总额为2.21亿元,对政府补贴依赖大。

表15 公司收入利润情况(单位:亿元)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
营业收入	17.52	20.08	21.64	21.18
营业成本	28.06	32.17	38.81	34.91
营业利润	-12.30	1.36	2.68	1.69
利润总额	2.32	2.07	2.80	2.21

资料来源:公司审计报告及财务报表

受公司净资产规模同步持续增长的影响，2016—2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率基本稳定，2018 年，上述两项指标分别为 0.13% 和 0.34%。

4. 现金流分析

近年来，公司现金收入质量较好，经营活动现金净流量均呈流入状态；公司投资规模大，持续保持较大的筹资力度。

经营活动现金流方面，近三年，随着运营收入增长，公司销售商品提供劳务收到的现金持续增长，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 126.33%、124.51% 和 120.42%，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 18.91 亿元、14.73 亿元和 2.29 亿元。

投资活动现金流方面，公司目前仍处于大规模投入阶段，在建地铁项目较多且投资规模大，近三年支付的购建固定资产、无形资产的现金分别为 168.13 亿元、102.49 亿元和 110.94 亿元，规模小于固定资产、在建工程和无形资产等新增规模，主要系资本化利息在筹资活动现金流出中体现。公司投资支付的现金主要为对地铁项目公司、地铁小镇公司等投资支出。公司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，2018 年收回投资收到现金 12.33 亿元，为信托受益权转让收入；2016—2018 年，公司投资活动现金流净额分别为 -162.66 亿元和 -117.71 亿元和 -135.30 亿元。

为满足公司大规模的投资活动净流出，近三年公司持续保持较大筹资力度。筹资活动现金流入集中在吸收投资收到的现金（财政投入的地铁项目资本金），以及借款和发债获现。2016—2018 年，公司吸收投资收到的现金分别为 80.22 亿元、89.78 亿元 126.87 亿元，主要为轨道基金拨款、专项土地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

金主要为部分专项土地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债务本息偿还，2016—2018 年支付其他与筹资活动有关的现金主要为支付厦门信托和紫金信托股权退出款和融资费用，2016—2018 年，公司筹资活动净流量分别为 117.43 亿元、57.82 亿元和 158.96 亿元，有效的弥补了投资活动现金流出。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金主要以票款收入、补贴收入、营运支出及往来款为主，经营活动现金流量净额为 -3.51 亿元。公司投资活动现金流量净额 -104.31 亿元，主要系在建线路上投资流出。公司吸收投资收到现金 73.80 亿元，主要为股东投入资本增加；取得借款及发行债券获现 229.11 亿元，偿还债务支付的现金为 126.88 亿元，筹资活动净流入 138.26 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产对短期债务覆盖较好，且间接融资渠道畅通，公司短期债务支付能力较强；公司长期偿债能力较弱，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的外部支持，公司整体偿债风险极小。

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，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 169.94% 和 161.58%。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比持续下降，分别为 15.81%、10.48% 和 1.16%。同期，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别为 2.01 倍、0.78 倍和 1.00 倍。截至 2019 年 9 月底，受对外融资带动现金类资产增长影响，公司流动比率、速度比率分别上升至 173.75%、163.83%，现金类资产 125.62 亿元，为短期债务的 1.05 倍。公司短期支付能力较强。

从长期偿债指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 13.81 亿元、14.37 亿元和 16.92 亿元，公司调整后全部债务/EBITDA 分

别为 65.60 倍、65.01 倍和 62.08 倍。公司长期偿债能力较弱。

截至 2019 年 9 月底，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 67065.00 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。土地出让均价按 700 万元/亩计算，公司可用于平衡各线路投资的土地价值合计 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。

截至 2019 年 9 月底，公司获得各金融机构的授信额度合计为 1423.31 亿元。其中已使用额度为 954.78 亿元、未用额度为 468.53 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额为 13.62 亿元，担保比率为 2.05%，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。

考虑到公司间接融资渠道畅通，作为未来资金平衡重要来源的公司可开发土地价值较高，公司整体偿债能力极强。

6. 母公司财务情况

母公司资产以非流动资产为主，负债结构与资产结构匹配性较好；公司营业收入主要来源于子公司。

截至 2018 年底，母公司资产规模 1368.96 亿元，同比增长 4.78%。其中，流动资产占 29.43%，主要由其他应收款和货币资金构成；非流动资产占 70.57%，主要由固定资产、在建工程和长期股权投资构成。

截至 2018 年底，母公司负债规模 783.95 亿元，同比增长 4.76%。其中，流动负债占 20.91%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他应付款构成；非流动负债占 79.09%，主要由长期借款和应付债券构成。

2018 年，母公司实现营业收入 3.52 亿元，较上年减少 27.93%，获得其他收益 6.68 亿元。

母公司营业利润 10.94 亿元，利润总额 0.85 亿元。

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

本期债券计划发行总额 30.00 亿元，相当于 2018 年底公司调整后长期债务的 3.24%、调整后全部债务的 2.86%，对公司现有债务规模影响较小。

截至 2018 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 63.65%、61.98%和 58.97%，不考虑其他因素影响，本期债券发行后，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将分别上升至 64.26%、62.65%和 59.74%，债务负担有所上升。

2. 本期债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对本期债券发行金额的覆盖能力尚可，考虑到公司在增资、项目资本金、沿线资源及运营补贴等方面获得外部支持力度大，本期债券偿还能力较好。

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为本期债券待偿付本金总额的 0.46 倍、0.48 倍和 0.56 倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为 76.41 亿元、67.62 亿元和 37.36 亿元，分别为本期债券发行总额的 2.55 倍、2.25 倍和 1.25 倍；经营活动现金流净额分别为 18.91 亿元、14.73 亿元和 2.29 亿元，分别为本期债券发行总额的 0.63 倍、0.49 倍和 0.08 倍。公司经营活动现金流入量对本期债券发行总额的覆盖能力尚可，公司 EBITDA 和经营活动现金流净额对本期债券发行总额的覆盖能力较弱。

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，在项目资金注入、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，经营性收入及政府支持对本期债券的保障程度较好。

3. 偿债资金监管

募集资金监督

为保证募集资金的安全使用，公司聘请中信银行股份有限公司南京分行（以下简称“中信银行”）和中国民生银行股份有限公司南京分行（以下简称“民生银行”）作为本期债券的资金监管银行，并分别签署了《2020年南京地铁集团有限公司绿色债券（第一期）资金账户开立和监管协议》。其中，中信银行监管15亿元，8亿元用于南京至句容城际轨道交通工程项目建设，7亿元用于补充营运资金；民生银行监管15亿元，3亿元用于南京地铁9号线一期工程项目建设，3亿元用于南京地铁10号线二期工程项目建设，6亿元用于南京地铁6号线工程（不含岗子村站及相邻区间）项目建设，3亿元用于补充营运资金。公司在资金监管银行开立了募集资金专项账户（以下简称“募集专户”）和偿债资金专项账户（以下简称“偿债专户”），用于管理本期债券募集资金及偿债资金。募集专户仅用于本期债券募集资金的存储和使用，偿债专户内资金仅用于本期债券的本息偿付及银行结算费用，募集资金需按国家发改委批准的本期债券募集资金用途安排使用，否则监管银行应拒绝付款。偿债账户实行专户管理，专项用于本期债券的本金兑付和及利息偿还，不得用作其它用途。在本期债券还本付息日前5个工作日，监管银行应确认偿债专户内的资金能否足额支付当期债券本息，并于当日向公司报告。

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（以下简称“国开证券”）签订了《2019年南京地铁集团有限公司绿色债券债权代理协议》（以下简称“《债权代理协议》”），委托国开证券担任本期债券的债权代理人，并

为本期债券制定了《2019年南京地铁集团有限公司绿色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。

总体看，本期债券募集资金在发行前将设置专项账户设置，并对其使用进行监督，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、法律要素分析

根据北京金诚同达（南京）律师事务所针对本期债券出具的法律意见书中的相关意见，本期债券的发起设立、偿债主体及约定的投资项目的行为，符合法律法规和规范性文件的规定。

十一、结论

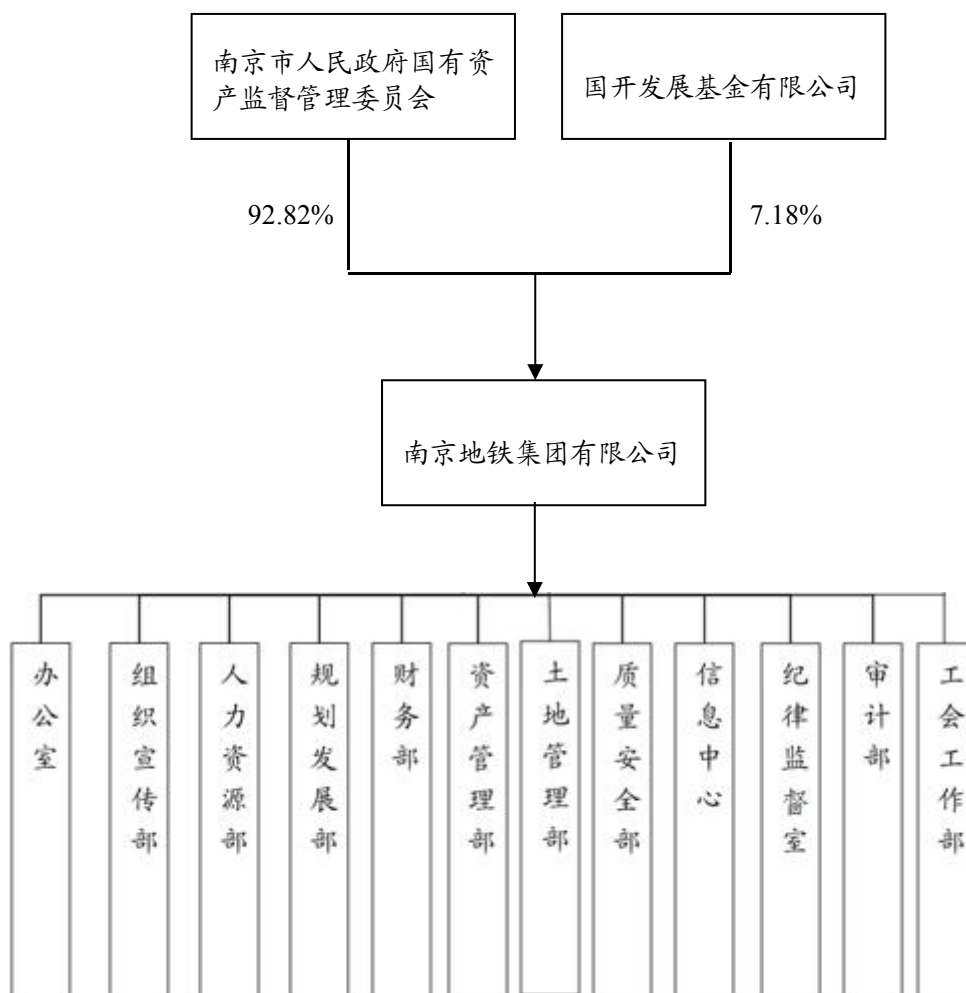
近年来，随着“长三角一体化”国家重要战略布局的推进，南京市区域经济持续发展，财政实力稳步增长，轨道交通产业带动效应持续增强。南京地铁作为本期债券的融资主体，是南京市地铁投资建设、运营管理和资源开发最重要的主体，区位优势显著，在项目资本金注入、融资支持、沿线资源配备及财政补贴等方面得到外部支持力度大。近年来，公司资产及权益规模快速增长，资产以固定资产和在建工程为主，资产流动性较弱；公司债务规模大，负债率保持在较高水平；公司整体盈利水平不高，未来融资需求大。

未来，公司在建地铁线路将逐步投入运行，线网规模效应增强，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，公司线路沿线站点综合资源丰富；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。

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 2019 年 9 月底公司股权结构图及组织架构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 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

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	2016 年	2017 年	2018 年
1	1 号线	2005.9	38.9	运营收入 (万元)	46196.38	46693.75	46111.70
				客运总量 (万人次)	28345.21	31241.59	32910.80
				平均日客运量 (万人次)	77.45	85.59	90.17
				列车正点率 (%)	99.94	99.97	99.97
				运营里程 (万车公里)	3909.17	3964.82	3980.21
2	2 号线	2010.5	37.6	运营收入 (万元)	37370.16	36766.83	37459.05
				客运总量 (万人次)	24901.03	26288.11	28346.09
				平均日客运量 (万人次)	68.04	72.02	77.66
				列车正点率 (%)	99.95	99.95	99.96
				运营里程 (万车公里)	3061.89	3059.04	3236.84
3	10 号线	2014.7	21.6	运营收入 (万元)	5952.58	6407.85	6953.80
				客运总量 (万人次)	4261.47	4602.58	5487.98
				平均日客运量 (万人次)	11.64	12.61	15.04
				列车正点率 (%)	99.97	99.96	99.98
				运营里程 (万车公里)	1363.11	1360.65	1457.14
4	机场线 (S1)	2014.7	35.8	运营收入 (万元)	5728.8	6468.93	9269.79
				客运总量 (万人次)	2046.53	2267.29	3085.11
				平均日客运量 (万人次)	5.59	6.21	8.45
				列车正点率 (%)	99.98	99.98	99.98
				运营里程 (万车公里)	1467.48	1557.10	1813.63
5	宁天城际 (S8)	2014.8	45.2	运营收入 (万元)	5984.2	6821.39	7529.80
				客运总量 (万人次)	3060.46	3574.44	3894.14
				平均日客运量 (万人次)	8.36	9.79	10.67
				列车正点率 (%)	99.97	99.98	99.98
				运营里程 (万车公里)	1371.32	1433.64	1,559.70
6	3 号线	2015.4	44.9	运营收入 (万元)	33770.11	40266.55	43215.22
				客运总量 (万人次)	20453.21	24752.45	27591.42
				平均日客运量 (万人次)	55.88	67.81	75.59
				列车正点率 (%)	99.97	99.97	99.97
				运营里程 (万车公里)	3203.38	3419.90	3660.28
7	4 号线	2017.01	33.8	运营收入 (万元)	--	6394.06	8398.86
				客运总量 (万人次)	--	4890.78	6930.77
				平均日客运量 (万人次)	--	14.05	18.99
				列车正点率 (%)	--	99.96	99.98
				运营里程 (万车公里)	--	2171.45	2364.27
8	宁和城际 (S3/12 号线)	2017.11	37.2	运营收入 (万元)	--	217.30	3400.93
				客运总量 (万人次)	--	117.33	2383.55
				平均日客运量 (万人次)	--	4.51	6.53
				列车正点率 (%)	--	99.93	99.99
				运营里程 (万车公里)	--	99.12	1471.21

9	宁高二期 (S9)	2017.12	52.4	运营收入（万元）	--	24.33	2416.80
				客运总量（万人次）	--	6.80	616.43
				平均日客运量（万人次）	--	3.40	1.69
				列车正点率（%）	--	99.51	99.94
				运营里程（万车公里）	--	3.24	748.46
10	宁溧线 (S7)	2018.5	30.2	运营收入（万元）	--	--	538.12
				客运总量（万人次）	--	--	243.47
				平均日客运量（万人次）	--	--	0.67
				列车正点率（%）	--	--	99.99
				运营里程（万车公里）	--	--	346.60
合计			377.6	运营收入（万元）	135002.23	150060.99	165294.07
				客运总量（万人次）	83067.91	97741.37	111489.77
				平均日客运量（万人次）	226.96	276.01	305.45
				列车正点率（%）	99.96	99.97	99.98

注：此表中运营收入包含 S3、S9 和 S7 线路的试运营期收入（试运营期一般历时一年），较主营业务收入中的运营收入有差异
 资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	114.49	69.14	95.18	125.62
资产总额(亿元)	1476.96	1584.45	1771.97	1939.99
所有者权益(亿元)	485.02	581.95	644.07	689.37
短期债务(亿元)	56.99	88.36	95.51	119.46
调整后短期债务(亿元)	56.99	88.36	124.51	169.46
长期债务(亿元)	762.60	780.04	880.26	948.87
调整后长期债务(亿元)	848.57	846.07	925.65	981.66
全部债务(亿元)	819.59	868.40	975.77	1068.33
调整后全部债务(亿元)	905.56	934.43	1050.15	1151.12
营业收入(亿元)	17.52	20.08	21.64	21.18
利润总额(亿元)	2.32	2.07	2.80	2.21
EBITDA(亿元)	13.81	14.37	16.92	--
经营性净现金流(亿元)	18.91	14.73	2.29	-3.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.41	10.77	14.46	--
存货周转次数(次)	3.11	2.23	2.44	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	126.33	124.51	120.42	118.13
营业利润率(%)	-61.84	-61.13	-80.69	-65.65
总资本收益率(%)	0.16	0.13	0.13	--
净资产收益率(%)	0.45	0.33	0.34	--
长期债务资本化比率(%)	61.12	57.27	57.75	57.92
调整后长期债务资本化比率(%)	63.63	59.25	58.97	58.75
全部债务资本化比率(%)	62.82	59.88	60.24	60.78
调整后全部债务资本化比率(%)	65.12	61.62	61.98	62.54
资产负债率(%)	67.16	63.27	63.65	64.47
流动比率(%)	186.34	178.40	169.94	173.75
速动比率(%)	174.96	167.52	161.58	163.83
经营现金流动负债比(%)	15.81	10.48	1.16	--
现金短期债务比(倍)	2.01	0.78	1.00	1.05
全部债务/EBITDA(倍)	59.37	60.41	57.69	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	65.60	65.01	62.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.29	0.34	0.30	--

注：2016-2017 年财务数据根据审计报告中前期差错更正进行追溯调整；公司 2019 年 1-9 月财务报表未经审计；调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中短期融资券，调整后长期债务=长期债务+长期应付款中融资租赁款，调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	75.92	44.12	63.61	94.54
资产总额(亿元)	1232.81	1312.18	1368.96	1510.14
所有者权益(亿元)	466.89	561.34	585.01	612.30
短期债务(亿元)	54.50	24.20	84.69	93.99
长期债务(亿元)	566.99	589.37	569.19	625.16
全部债务(亿元)	621.49	613.57	653.87	719.15
营业收入(亿元)	5.61	5.07	3.52	4.05
利润总额(亿元)	11.91	3.74	0.09	4.44
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	8.23	7.06	16.34	10.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.00	2.13	0.98	--
存货周转次数(次)	6.16	6.25	10.18	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	53.22	87.22	103.46	49.06
营业利润率(%)	-38.69	-55.65	-179.82	-73.25
总资本收益率(%)	1.09	0.32	0.01	--
净资产收益率(%)	2.55	0.67	0.01	--
长期债务资本化比率(%)	54.84	51.22	49.31	50.52
全部债务资本化比率(%)	57.10	52.22	52.78	54.01
资产负债率(%)	62.13	57.22	57.27	59.45
流动比率(%)	386.00	469.92	245.80	221.68
速动比率(%)	384.41	468.59	245.29	221.30
经营现金流动负债比(%)	9.23	8.88	9.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2019 年 1 - 9 月财务数据未经审计；总资本收益率中费用化利息支出取 0 值

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	
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-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

联合资信评估有限公司关于 2020 年南京地铁集团有限公司绿色债券（第一期） 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，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，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。