

信用等级公告

联合〔2020〕790号

南京地铁集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的2020年南京地铁集团有限公司绿色债券（第一期）进行主动评级，确定：

南京地铁集团有限公司主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为“稳定”

南京地铁集团有限公司拟发行的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_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

2020 年南京地铁集团有限公司 绿色债券（第一期）主动评级报告

本期绿色债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AAA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：30 亿元

债券期限：5 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2020 年 4 月 27 日

主要财务数据：

合并口径

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	1,476.96	1,584.45	1,771.97	1,939.99
所有者权益（亿元）	485.02	581.95	644.07	689.37
长期债务（亿元）	848.57	846.07	925.65	981.66
全部债务（亿元）	905.56	934.43	1,050.15	1,151.12
营业收入（亿元）	17.52	20.08	21.64	21.18
净利润（亿元）	2.20	1.94	2.21	2.08
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	-61.43	-80.69	-65.65
净资产收益率（%）	0.50	0.36	0.36	--
资产负债率（%）	67.16	63.27	63.65	64.47
全部债务资本化比率（%）	65.12	61.62	61.98	62.54
流动比率（倍）	1.86	1.78	1.70	1.74
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.02	0.02	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.29	0.34	0.34	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.46	0.48	0.56	--

公司本部（母公司）

资产总额（亿元）	1,232.23	1,306.55	1,368.96	1,510.14
所有者权益（亿元）	465.81	558.24	585.01	612.30
全部债务（亿元）	623.97	616.87	686.28	770.62
营业收入（亿元）	5.61	4.89	3.52	4.05
净利润（亿元）	11.49	3.49	0.06	4.44
资产负债率（%）	62.20	57.27	57.27	59.45
全部债务资本化比率（%）	57.26	52.49	53.98	55.72
流动比率（倍）	5.13	5.09	2.46	2.22

注：1. 本报告数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部合计数据与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将合并报表其他流动负债和长期应付款中有息债务纳入债务核算，将本部报表其他流动负债中有息债务纳入债务核算；4. 本报告 2016 年财务数据采用 2017 年年初数，2017 年财务数据采用 2018 年年初数

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对南京地铁集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了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，且能获得的外部支持力度很大，公司资产、所有者权益规模持续增长，营业收入持续增长。同时，联合评级也关注到公司债务规模较大、地铁项目建设周期长及面临较大的资金支出压力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，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。联合评级对公司评级展望为“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，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **公司外部发展环境良好。**2019 年，南京市地区生产总值 14,050 亿元，实现一般公共预算收入 1,580 亿元，经济和财政实力雄厚，为公司发展营造良好的外部环境。

2. **公司区域业务专营优势明显。**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，区域业务专营优势明显。

3. **公司获得的外部支持力度很大。**公司在资本金注入、项目资本金支持、资产划拨、债务置换和财政补贴方面获得的外部支持力度很大，为地铁项目建设及未来持续经营提供了有力保障。

4. **公司营业收入持续增长。**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，公司营业收入呈持续增长趋势。

关注

1. 公司面临较大资金支出压力。随着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建设投入，面临较大的资金支出压力。

2. 公司债务规模较大。截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 1,151.12 亿元，债务规模较大。

分析师

倪 昕 登记编号（R0040218020005）

张 蔚 登记编号（R0040219020002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

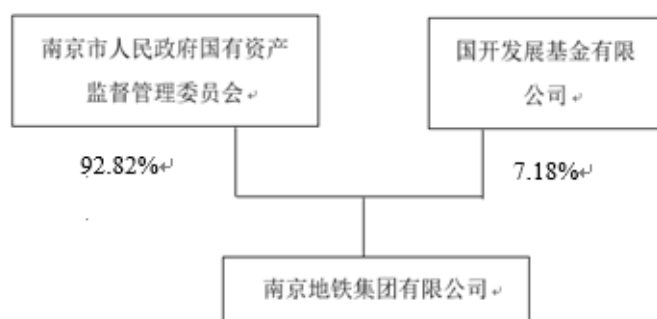


联合信用评级有限公司

一、主体概况

南京地铁集团有限公司（以下简称“公司”）前身为 2000 年 1 月由南京地下铁道工程建设指挥部出资设立的南京地下铁道有限责任公司（以下简称“南京地铁指挥部”），初始注册资本 30,000 万元。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》，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 月更名为现名。后经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，南京市国资委和国开发展基金有限公司¹（以下简称“国开基金”）分别持股 92.82%和 7.18%。南京市国资委为公司控股股东和实际控制人。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：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 2019 年底，公司本部设办公室、规划发展部、财务部及人力资源部等 12 个职能部门，公司合并范围内子公司共 7 家，在职员工 15,009 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,771.97 亿元，负债合计 1,127.90 亿元，所有者权益合计 644.07 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 572.66 亿元。2018 年，公司实现营业收入 21.64 亿元，净利润 2.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.29 亿元，现金及现金等价物净增加额 26.04 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 1,939.99 亿元，负债合计 1,250.62 亿元，所有者权益合计 689.37 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 600.23 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 21.18 亿元，净利润 2.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 30.44 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。

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 284,000 万元，其中 198,800 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。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

公司于 2019 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。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，逾期另计利息；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

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 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）项目建设，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，项目资本金 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，已于 2019 年底正式开工建设，计划于 2023 年完工。10 号线二期计划总投资为 105.08 亿元，已于 2019 年底正式开工建设，计划于 2023 年完工。6 号线工程（不含岗子村站及相邻区间）总投资 293.30 亿元，已于 2019 年下半年正式开工建设。

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集群融合发展。根据国家发展和改革委员会于 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南京市主导产业中制造业的重点方向。截至目前，南京地铁累计投资超过 1,600 亿元，拉动地区国内生产总值超过 4,000 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集群融合发展。

三、行业及区域经济分析

1. 城市轨道交通行业

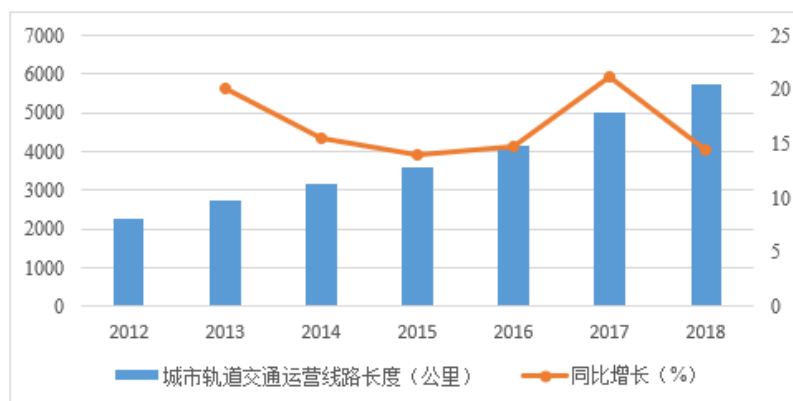
城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，按照国家标准有 7 种制式，分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统（APM）。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，具有良好的社会效益。同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业发展概况

全国城市轨道交通运营线路保持快速增长，目前在建轨道交通线路规模较大，未来城市轨道交通建设将持续发展。

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 8.48 亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为 60.60%，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 2 2012—2018 年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合评级整理

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 5,761.4 公里，共有 7 种制式同时在运营。其中，地铁 4,354.3 公里，占 75.6%；轻轨 255.4 公里，占 4.4%；单轨 98.5 公里，占 1.7%；市域快轨 656.5 公里，占 11.4%；现代有轨电车 328.7 公里，占 5.7%；磁浮交通 57.9 公里，占 1.0%；APM 10.2 公里，占 0.2%。

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 2,143.4 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 5,470.2 亿元，同比增长 14.9%。在建线路总规模 6,374 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 7,611 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 6,864.4 公里，占比 90.2%，总投资达 38,911.1 亿元。上海、北京、广州、杭州、深圳、武汉 6 市投资计划均超过 2,000 亿元，6 市规划线路投资总额达 15,438.8 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 4,000 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 7,700 公里。

（2）行业竞争概况

同其他交通工具相比，轨道交通在解决密集客流出行方面具有优势。目前单一区域内轨道交通基本垄断运营，竞争程度较弱。

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密度客流的出行问题方面均有明显优势。

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

目前轨道交通建设项目主要采取由政府提供一定比例资本金，政府和企业共建的模式，未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化。

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，实现中国城轨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。

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。

价格水平较低，难以维持正常运营

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

原材料价格波动对成本影响大

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

资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇传统筹资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

城市轨道交通建设门槛较高，国家和地方政府已出台一系列政策保障城市轨道交通行业发展。

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 1 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目资本金制度的通知（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：联合评级整理

（6）行业发展

随着宏观经济的稳定运行及城镇化进程的加快，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。

目前在国外大都市中，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 3,500 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 7,000 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。

2. 区域环境分析

作为长三角经济核心区域中心城市，南京市经济持续发展，经济实力较为雄厚，财政实力持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

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 11,715.10 亿元、12,820.40 亿元和 14,050.00 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 8.00%，增速居江苏省全省首位；固定资产投资增长 8.00%，社会消费品零售总额增长 5.50%，外贸进出口总额增长 10.00%。南京市经济持续发展，经济实力较为雄厚。

2017—2019 年，南京市分别实现一般公共预算收入 1,271.91 亿元、1,470.02 亿元和 1,580.00 亿元，持续保持较快增长态势。2019 年，南京市一般公共预算收入较上年增长 7.50%，增速居江苏省全省首位。其中税收收入 1,373.80 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 1,658.60 亿元，较上年增长 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 1,704.70 亿元，较上年增长 7.81%。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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，区域业务专营优势明显。

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，是南京市地铁项目投资建设、运营管理和资源开发最重要的主体，区域业务专营优势明显。截至 2019 年 9 月底，公司运营地铁线路 10 条，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，线路总长 377.60 公里；在建地铁线路 6 条，总长度共 130.69 公里。构成覆盖南京全市 11 个市辖区的地铁网络。

公司的主要任务和经营范围包括（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。

2. 人员素质

公司高管具备丰富的管理经验，员工结构能满足公司经营需要。

公司本部设总经理 1 人、副总经理 5 人和总会计师 1 人。

余才高先生，1965 年生，硕士研究生学历；历任南京市市政设计研究院有限责任公司助理工程师，南京市地铁筹建处工程师、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，公司总工办副主任、主任，公司副总经理、总经理等职；2012 年 6 月至今任公司董事长。

于百勇先生，1966 年生，博士研究生学历；历任南京交通规费征收处副科长，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；2019 年 7 月至今任公司总经理。

截至 2019 年 9 月底，公司合并范围在职员工为 15,009 人。从学历结构看，本科及以上学历 9,369 人，占 62.42%；大专及以下学历 5,640 人，占 37.58%（主要为运营公司生产操作岗位）。从年龄结构看，30 岁及以下 13,443 人，占 89.57%；36 至 50 岁 1,447 人，占 9.64%；51 岁及以上 118 人，占 0.79%。

3. 外部支持

公司在资本金注入、项目资本金支持、资产划拨、债务置换和财政补贴方面获得的外部支持力度很大。

（1）资本金注入

2015 年 12 月 31 日，根据公司股东会决议，同意新增股东国开基金以货币方式出资 18.40 亿元（12.88 亿元计入实收资本，5.52 亿元计入资本公积）；同意南京市财政资金投入形成的资本公积 73.69 亿元转增实收资本。

2017 年 9 月，公司股东会决议同意股东国开基金以 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），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 67,065 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：（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。截至 2019 年底，公司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 30.40 亿元、46.03 亿元、77.42 亿元和 51.87 亿元。

表 2 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司获得资金拨款情况（单位：亿元）

年份	市级财政拨款	税费返还	区级拨款	合计
2016 年	28.79	0.75	0.86	30.40
2017 年	31.27	0.00	14.76	46.03
2018 年	41.67	0.00	35.75	77.42
2019 年 1—9 月	31.15	0.00	20.72	51.87

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）债务置换

截至 2014 年底，公司经审计认定的存量政府债务（一类债）总额为 149.78 亿元。2016—2018 年及 2019 年 1—9 月分别置换债务 28.99 亿元、49.95 亿元、15.46 亿元和 0.56 亿元，在资产负债表资本公积和现金流量表吸收投资收到的现金中体现。截至 2019 年 9 月底，公司政府债务余额 7.17 亿元。

（5）财政补贴

根据《宁交公用〔2010〕1 号》和《宁政规字〔2012〕20 号》文件，公司面向学生、老年人、革命干部、伤残等人员实行打折和免费票价政策，政府给予相应票价补贴。2016—2018 年和 2019 年 1—9 月，公司分别获得政府补贴 14.54 亿元、15.87 亿元、20.17 亿元和 15.84 亿元。

五、公司管理

1. 治理结构

南京市国资委委派监事尚未派驻到位，不影响公司正常经营。公司目前治理结构能够满足正常运行。

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立股东会、董事会、监事会及经营管理层。

股东会是公司最高权力机构，涉及修改与国开基金相关的公司章程、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基金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南京市国资委行使。

公司设董事会，对股东会负责，成员为 5 人，设董事长 1 人，职工董事 1 人。职工董事由公司职工代表大会选举产生，非职工董事由南京市国资委委派或聘任。董事任期 3 年，可连任。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）新增外部董事所致。

公司设监事会，监事会成员为 5 人，由南京市国资委委派 3 人，职工监事 2 人。监事会主席 1 人，由南京市国资委按有关规定推荐，经监事会选举后产生。职工代表监事由职工代表大会选举产生。截至 2019 年 9 月底，公司监事会成员 2 人，均为职工监事，南京市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，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，并依据《公司法》和公司章程行使职权。截至 2019 年 9 月底，公司设总经理 1 名，副总经理 5 名，总会计师 1 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不产生重大不利影响。

2. 管理体制

公司内部管理体制较为健全。

公司本部设办公室、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体系。

在财务管理方面，公司实行财务负责人委派制，对下属子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；公司在公司本部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。

在人力资源管理方面，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）。

在运营管理方面，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，对车站耗能下达指标。

六、经营分析

1. 经营概况

随着线网效应逐步显现，公司运营收入持续增长。受轨道交通行业特性影响，公司持续亏损。

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，较上年增长 8.29%。从构成来看，公司主营业务收入以运营收入为主，租赁、广告、服务等资源开发收入规模不大，但对公司收入形成有益补充。2016—2018 年，公司运营收入持续增长。

表 3 2016—2018 年及 2019 年 1—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
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：公司提供

毛利率方面，2016—2018 年，公司主营业务毛利率波动下降。随着地铁新线路陆续投入运营，折旧及管理成本扩大，运营业务毛利率持续下降，亏损规模有所扩大。公司广告、租赁和服务等资源开发板块毛利率水平较高，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，占 2018 年全年主营业务收入的 96.20%。同期，公司主营业务毛利率为-71.98%。

2. 业务经营分析

（1）地铁投资建设情况

公司地铁项目建设周期长，未来投资规模较大，外部融资需求较大。

公司地铁建设基于“市区共建”的原则，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 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。

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 37.40 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。5 号线 2016 年开工，计划建成时间为 2021 年。项目总投资约 339.70 亿元，资本金 135.90 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，由公司与社会资本合作共建，包括自建部分和 PPP 方实施部分。其中，自建部分投资约 120.20 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 219.50 亿元，包括自建外

其余工程建设项目，由社会资本金和公司（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 号线已开工车站 24 座，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，其中换乘站 1 座。1 号线北延线 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 38.42%。

截至 2019 年 9 月底，1 号线北延线已开工车站 5 座，1 座完成围护结构，其余 4 座车站已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 号线总投资额 319.77 亿元，项目资本金 95.93 亿元，占总投资 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 号线已开工车站 25 座，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，项目资本金 19.18 亿元，由南京市河西新城区开发建设管委会承担。

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 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项目资本金及运营补贴资金。项目资本金外剩余 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，项目资本金占 40%，项目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 1,006.15 亿元，项目资本金合计 369.33 亿元，已到位项目资本金 133.97 亿元，累计完成投资 396.35 亿元。公司拟建地铁线路包括 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。公司未来投资规模较大，外部融资需求较大。

表 4 截至 2019 年 9 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	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	二号线西延	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		1,006.15	369.33	133.97	--	396.35	41.00	168.00	238.63

注：1. 5 号线的投资额含公司自建部分和 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 5 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

随着多条线路完工投运，地铁线网不断完善，公司运营收入持续增长。受行业特性影响，公司运营板块持续亏损。

截至 2019 年 9 月底，公司运营地铁线路 10 条，主要包括 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 6 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	1,508.28	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，构成覆盖南京市 11 个市辖区的地铁网络。公司运营车型 A 型地铁列车 174 列，运营 B 型地铁列车 117 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。2016—2018 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、人力成本和能耗成本构成。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%）和能耗成本和其他（占 27.14%）构成。公司运营成本中折旧成本大幅增长主要系 2016 年以来，宁天城际、3 号线、4 号线陆续进入正式运营期，开始计提折旧所致。公司能耗成本增长，主要系 S3、S9 和 S7 路投入试运营所致。公司在维持老线正常运营的同时需承接竣工新线的运营，人力成本相应增长。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 年全年运营收入毛利率有所改善，主要系 2019 年 3 月 31 日起南京市地铁执行新票价方案所致。

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，并于 2019 年 3 月 31 日起执行。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 7 南京地铁票价表

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 8 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：联合评级整理

（3）资源开发板块

广告、租赁收入对公司收入形成补充，同时专项土地和地铁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、上盖物业开发、工程服务、物业管理和咨询监测等，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负责。

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、广告板块收入分别为 2.06 亿元、1.08 亿元和 0.95 亿元。2018 年，公司广告收入有所下滑，主要系部分广告业务调整至租赁板块所致；服务收入增长系接口资源收入、项目代建收入等增加所致。2019 年 1—9 月，公司租赁、广告和服务收入分别为 2.41 亿元、0.19 亿元和 0.24 亿元。

为增强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 67,065 亩，上述土地未来出让收益可用于配套线路的部分项目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。

若土地出让均价按 700 万元/亩保守估计，上述土地价值合计 4,000 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 2,000 亿元，土地收益规模较大。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 9 2016—2018 年及 2019 年 1—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，在南京市政府主导下，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。

目前，公司已联同南京市规划部门对 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“一体化”开发项目已实现收益，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，公司将更多采用“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

根据南京市十三五规划，在轨道交通工程方面，南京市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 1,000 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 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，实现南京地铁的持续、健康、稳健推进。

七、财务分析

1. 财务概况

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，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，为宁句公司，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。公司合并范围变化对存货、可供出售金融资产、少数股东权益有一定影响。公司合并范围内新增子公司为投资新设，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

随着地铁项目投资增加，公司资产规模持续增长。公司资产以固定资产和在建工程为主，流动性较弱，符合行业特征。

2016—2018 年，公司资产总额持续增长。截至 2018 年底，公司资产总额较年初增长 11.83%，主要系固定资产、其他应收款等增长所致。在资产结构方面，公司非流动资产占 81.13%，以非流动资产为主，符合行业特征。

2016—2018 年，公司流动资产持续增长。截至 2018 年底，公司流动资产较年初增长 33.41%，主要系货币资金和其他应收款大幅增长所致。公司流动资产主要由货币资金和其他应收款构成。

表 10 公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年底		2017 年底		2018 年底		年均复合增长率	2019 年 9 月底	
	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	-8.82	125.62	6.48
其他应收款	73.96	5.01	140.33	8.86	187.19	10.56	59.09	242.66	12.51
流动资产	222.84	15.09	250.65	15.82	334.39	18.87	22.50	436.65	22.51
固定资产	796.84	53.95	777.93	49.10	881.64	49.76	5.19	871.95	44.95
在建工程	376.28	25.48	463.24	29.24	456.61	25.77	10.15	531.75	27.41
无形资产	74.74	5.06	73.25	4.62	81.74	4.61	4.58	81.73	4.21
非流动资产	1,254.12	84.91	1,333.81	84.18	1,437.58	81.13	7.06	1,503.34	77.49
资产总额	1,476.96	100.00	1,584.45	100.00	1,771.97	100.00	9.53	1,939.99	100.00

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合评级整理

2016—2018 年，公司货币资金波动下降。截至 2018 年底，公司货币资金较年初增长 37.67%，货币资金主要由银行存款（占 93.66%）与其他货币资金（占 6.34%）构成。货币资金中受限资金 6.04 亿元，全部为保函保证金。公司货币资金规模大，主要系公司在建地铁线路较多，工程款均采用现款按月支付方式，储备一定规模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。截至 2018 年底，公司其他应收款较年初增长 33.40%，主要为线路转固后的借款利息，此部分未来将通过土地综合开发收益平衡。从其他应收款账龄来看，主要以 1 年以内（占 45.44%）和 1~2 年（占 46.04%）为主，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等。

表 11 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，随着地铁项目投资建设的推进，公司非流动资产快速增长。截至 2018 年底，公司非流动资产较年初增长 7.78%，主要系固定资产增长所致。公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。

2016—2018 年，公司固定资产波动增长。截至 2018 年底，公司固定资产较年初增长 13.33%，主要系地铁四号线试运营到期，由在建工程转入所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 71.69%）、机器设备（占 16.72%）和运输工具（占 11.45%）构成，采用直线法计提折旧，各类固定资产使用寿命为 10~90 年。截至 2018 年底，固定资产累计计提折旧 60.02 亿元，成新率为 93.42%，成新率较高。

2016—2018 年，公司在建工程波动增长。截至 2018 年底，公司在建工程较年初下降 1.43%，主要系四号线试运营到期转入固定资产，在建线路投入增长综合影响所致。截至 2018 年底，公司在建

工程中主要线路²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。截至 2018 年底，公司无形资产较年初增长 11.60%，主要系四号线土地使用权（已付征地拆迁款）转入所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 99.89%）构成。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额较年初增长 9.48%。公司货币资金较年初增长 31.99%，主要系发行债券和银行借款等外部融资增加所致；其他应收款较年初增长 29.63%，主要系线路借款利息大幅增长所致；随着在建线路投入的持续增长，公司在建工程较年初增长 16.46%。

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。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

公司负债规模持续扩大，负债结构以长期负债为主。公司多条线路处于在建阶段，面临较大投资需求，未来债务规模仍较大。

2016—2018 年，公司负债总额年均复合增长 6.63%。截至 2018 年底，公司负债总额 1,127.90 亿元，较年初增长 12.51%。从负债结构来看，非流动负债占比 82.55%，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。

表 12 公司主要负债构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年底		2017 年底		2018 年底		年均复合增长率	2019 年 9 月底	
	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	4.54	67.85	5.43
应付账款	34.47	3.47	27.98	2.79	27.37	2.43	-10.89	22.34	8.89
其他应付款	21.70	2.19	16.29	1.63	32.11	2.85	21.63	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	57.04	51.61	4.13
其他流动负债	2.47	0.25	3.29	0.33	32.40	2.87	261.89	50.92	4.07
流动负债	119.59	12.06	140.50	14.01	196.77	17.45	28.27	251.31	20.09
长期借款	697.49	70.32	714.71	71.29	769.09	68.19	5.01	803.17	64.22
应付债券	65.10	6.56	65.33	6.52	111.17	9.86	30.68	145.70	11.65
长期应付款	85.98	8.67	66.04	6.59	45.38	4.02	-27.35	32.79	2.62
非流动负债	872.36	87.94	862.01	85.99	931.13	82.55	3.31	999.31	79.91
负债合计	991.94	100.00	1,002.50	100.00	1,127.90	100.00	6.63	1,250.62	100.00

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合评级整理

2016—2018 年，公司流动负债持续增长。截至 2018 年底，公司流动负债较年初增长 40.05%，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构成。

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长率 4.54%。截至 2018 年底，公司短期借款较年初增长 38.95%，公司短期借款均为信用借款。

2016—2018 年，公司应付账款持续下降。截至 2018 年底，公司应付账款较年初下降 2.18%。公司应付账款主要为应付工程款（占 72.89%）、物资款（占 13.15%）和设备款（占 12.75%）。

² 截至 2019 年 9 月底，宁和城际、宁高城际和宁溧城际为已运营地铁项目。

2016—2018 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长率 21.63%。截至 2018 年底，公司其他应付款较年初增长 97.08%，主要系与施工单位、设备提供方往来款增长所致，其他应付款主要由往来款（占 83.05%）、暂收暂借款（占 11.90%）和押金保证金（占 5.05%）构成。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长。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。

2016—2018 年，公司其他流动负债快速增长。截至 2018 年底，公司其他流动负债较年初增加 29.11 亿元，主要系公司发行合计 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纳入有息债务核算。

2016—2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长率 3.31%。截至 2018 年底，公司非流动负债较年初增长 8.02%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

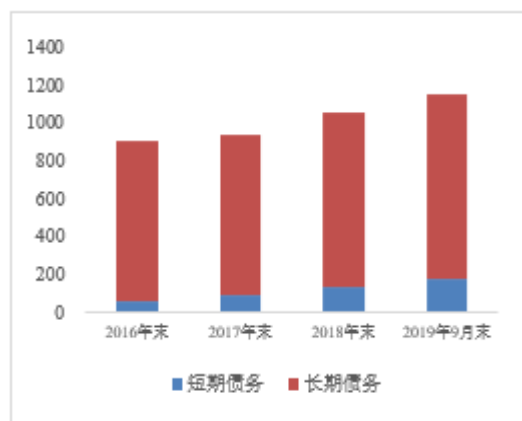
2016—2018 年，公司长期借款持续增长，年均复合增长率 5.01%。截至 2018 年底，公司长期借款较年初增长 7.61%，主要由质押借款（占 58.81%）、保证借款（占 38.32%）和信用借款（占 2.87%）构成。

2016—2018 年，公司应付债券持续增长。截至 2018 年底，公司应付债券较年初增长 70.18%，系发行 5 年期“18 南京地铁 MTN001”（20 亿元）和 5 年期“18 南京地铁债”（26 亿元）所致。公司其他应付债券还包括“15 宁地铁 MTN001”“15 南京地铁 PRN001”“15 南京地铁 PRN002”和“16 南京地铁债”。

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，公司长期应付款较年初下降 31.27%。本报告将融资租赁款纳入有息负债核算。

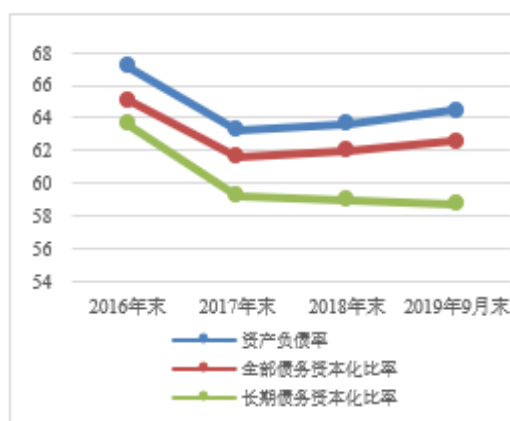
随着项目不断推进，2016—2018 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 7.69%。截至 2018 年底，全部债务 1,050.15 亿元，较年初增长 12.38%，债务规模较大。其中，长期债务占 88.14%，以长期债务为主。受权益规模快速增长影响，2016—2018 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动下降，长期债务资本化比率持续下降。截至 2018 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.65%、61.98%和 58.97%，分别较年初提高 0.38 个百分点、提高 0.36 个百分点和下降 0.28 个百分点，债务负担较重。

图 3 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

图 4 公司负债及债务指标（单位：%）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

截至 2019 年 9 月底，公司负债总额 1,250.62 亿元，较年初增长 10.88%，非流动负债占比 79.91%，仍以非流动负债为主。公司短期借款较年初增长 89.27%；其他应付款较年初增长 66.87%，主要系往

来款和暂借暂收款增长所致；其他流动负债较年初增长 57.16%，主要系公司发行多期超短期融资券所致；长期借款较年初增长 4.43%，应付债券较年初增长 31.07%，主要系地铁项目建设投入增加，外部融资增长所致。

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 1,151.12 亿元，较年初增长 9.61%，考虑到公司多条线路仍处于在建阶段，面临较大投资需求，未来债务规模仍较大；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 64.47%、62.54%和 58.75%。截至 2019 年 9 月底，公司于 2019 年 10—12 月、2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年到期的债务分别为 73.50 亿元、124.48 亿元、64.83 亿元、68.59 亿元和 79.80 亿元。

（2）所有者权益

受益于股东增资、政府拨款及政府债务置换等，公司所有者权益规模持续增长，所有者权益结构稳定性较强。

2016—2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 15.24%。截至 2018 年底，公司所有者权益 644.07 亿元，较年初增长 10.67%，主要系财政拨款增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 88.91%，所有者权益主要由实收资本（占 48.32%）、资本公积（占 46.99%）和未分配利润（占 4.12%）构成，所有者权益稳定性较强。

截至 2017 年底，公司实收资本 276.72 亿元，较年初增长 73.01 亿元，主要系南京市国资委和国开基金增资所致。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率 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，公司少数股东权益 71.41 亿元，较年初增长 94.65%，主要系合并宁句公司新增少数股东权益所致。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益较年初增长 7.03%，主要系资本公积增长所致。公司资本公积较年初增长 8.58%，主要系政府拨款及政府置换债增加所致。截至 2019 年 9 月底，归属于母公司所有者权益占比为 87.07%，所有者权益主要由实收资本（占 46.10%）、资本公积（占 48.68%）和未分配利润（占 4.68%）构成。

4. 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。公司持续获得政府补贴，利润总额对政府补贴的依赖程度高，公司整体盈利能力较弱。

受新增运营线路的影响，2016—2018 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长率 11.13%，2018 年公司实现营业收入 21.64 亿元，较 2017 年增长 7.73%，主要系运营收入增长所致。同期，公司营业成本年均复合增长率 17.60%，主要系固定资产计提折旧持续增长所致。公司营业利润率为-80.69%，较上年下降 19.26 个百分点。

表 13 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	年均复合增长率	2019 年 1—9 月
营业收入	17.52	20.08	21.64	11.13	21.18
营业成本	28.06	32.17	38.81	17.60	34.91
费用总额	1.47	1.56	2.00	16.84	1.58
管理费用	1.28	1.41	1.90	21.89	1.45
其他收益	--	15.18	20.12	--	15.84

营业外收入	14.62	0.73	0.13	-90.63	0.53
利润总额	2.32	2.07	2.80	10.00	2.21
营业利润率	-61.84	-61.43	-80.69	--	-65.65
总资本收益率	0.18	0.13	0.14	--	0.16
净资产收益率	0.50	0.36	0.36	--	0.42

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

2016—2018 年，公司期间费用持续增长，主要为管理费用。2018 年，公司期间费用为 2.00 亿元，占营业收入的 9.26%，较上年增加 1.49 个百分点。受借款利息大部分已进行资本化影响，公司财务费用为负值。

为弥补地铁运营亏损，公司持续获得政府补贴。2016—2018 年，公司获得的政府补贴资金分别为 14.54 亿元、15.87 亿元和 20.17 亿元，占利润总额比重分别为 626.72%、766.67%和 720.36%，利润总额对政府补贴的依赖程度高。

2016—2018 年，公司利润总额波动增长。截至 2018 年底，公司利润总额 2.80 亿元。公司运营收入处于亏损状态，利润总额对政府补贴的依赖程度较高。

从盈利指标来看，2016—2018 年，公司总资本收益率分别为 0.18%、0.13%和 0.14%，呈波动下降趋势。公司净资产收益率分别为 0.50%、0.36%和 0.36%。公司盈利能力较弱。

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%，营业利润率为 -65.65%。同期，公司期间费用为 1.58 亿元，占营业收入的 7.45%；其他收益为 15.84 亿元，主要为政府补贴。2019 年 1—9 月，公司利润总额为 2.21 亿元。

5. 现金流

公司经营性现金由净流入转为净流出，经营获现能力较强。随着公司在建项目的持续投入，投资性现金持续净流出，筹资性现金持续净流入，未来随着在建项目的持续投入，公司存在较大的外部融资需求。

表 14 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	年均复合增长率	2019 年 1—9 月
销售商品、提供劳务收到的现金	22.13	25.01	26.05	8.50	25.02
收到其他与经营活动有关的现金	54.27	42.61	11.28	-54.41	10.88
购买商品、接受劳务支付的现金	14.02	14.77	18.23	14.02	16.38
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	168.13	102.49	110.94	-18.77	82.01
投资支付的现金	10.73	12.91	28.02	61.59	10.40
吸收投资收到的现金	80.22	89.78	126.87	25.76	73.80
取得借款收到的现金	125.43	163.15	222.92	33.31	229.11
偿还债务支付的现金	103.94	143.94	138.94	15.62	126.88
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	48.35	42.29	49.70	1.39	40.31
支付其他与筹资活动有关的现金	14.74	57.48	2.22	-61.22	2.59
经营活动产生的现金流量净额	18.91	14.73	2.29	-65.23	-3.51
投资活动产生的现金流量净额	-162.66	-117.71	-135.30	-8.80	-104.31
筹资活动产生的现金流量净额	117.43	57.82	158.96	16.34	138.26

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

公司经营活动现金流入主要为地铁运营和往来款形成的现金流入，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。公司经营性现金流持续净流入。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 126.33%、124.51%和 120.42%，公司经营获现能力较强。公司目前在建地铁项目较多且投资规模大，投资活动现金流出规模较大，公司投资性现金流持续净流出，且流出规模较大。随着公司在建项目投入增加，外部融资和吸收投资收到的现金持续增加，公司筹资性现金流持续净流入。

2019 年 1—9 月，受支付给职工现金增加影响，公司经营性现金由净流入转为净流出。公司投资性现金流持续净流出，融资性现金流持续净流入。未来随着在建项目的持续投入，公司仍存在较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标较弱。考虑到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，获得的外部支持力度很大，公司整体偿债能力极强。

表 15 公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
短期偿债能力指标				
流动比率	1.86	1.78	1.70	1.74
速动比率	1.75	1.68	1.62	1.64
现金短期债务比	2.01	0.78	0.76	0.74
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	0.29	0.34	0.34	--
EBITDA 全部债务比	0.02	0.02	0.02	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

从短期偿债指标来看，2016—2018 年，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比持续下降。截至 2019 年 9 月底，公司流动比率和速度比率分别 1.74 倍和 1.64 倍，较年初有所提高，现金短期债务比 0.74 倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

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，EBITDA 利息倍数分别为 0.29 倍、0.34 倍和 0.34 倍，EBITDA 全部债务比均为 0.02 倍。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2019 年 9 月底，公司获得各金融机构的授信额度合计为 1,423.31 亿元，尚未使用额度 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 1.98%，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。公司对外担保规模较小。

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码证：G10320102005685609），截至 2019 年 12 月 31 日，公司已结清和未结清信贷中无关注类和不良类信贷。

截至 2020 年 4 月 21 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

7. 母公司财务分析

母公司资产总额持续增长，债务负担一般，所有者权益稳定性较强。母公司营业收入持续下降，利润总额持续下降。母公司对子公司的管控能力较强。

母公司的资产主要来自于母公司，营业收入主要来自于子公司。公司通过行使股东权利决定各控股子公司董事会及主要管理人员的任命，对子公司的管控能力较强。

2016—2018 年，母公司资产总额持续增长，年均复合增长率 5.40%。截至 2018 年底，母公司资产总额 1,368.96 亿元，较年初增长 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；非流动资产占比 70.57%，主要由固定资产、在建工程和长期股权投资构成。

2016—2018 年，母公司负债总额波动增长，年均复合增长率 1.14%。截至 2018 年底，母公司负债总额 783.95 亿元，较年初增长 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。截至 2018 年底，母公司全部债务 686.28 亿元，较年初增长 11.25%。截至 2018 年末，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.27%、53.98%和 49.31%，较年初分别下降 0.01 个百分点、提高 1.49 个百分点和下降 2.04 个百分点，母公司债务负担一般。

2016—2018 年，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长率 12.07%。截至 2018 年末，母公司所有者权益 585.01 亿元，较年初增长 4.79%，主要由实收资本（占 47.30%）、资本公积（占 47.18%）和未分配利润（占 4.99%）构成，母公司所有者权益稳定性较强。

2016—2018 年，母公司营业收入持续下降，年均复合下降 20.78%。2018 年，母公司实现营业收入 3.52 亿元，较上年减少 27.93%，母公司营业利润 10.94 亿元，利润总额 0.85 亿元。

截至 2019 年 9 月底，母公司资产总额 1,510.14 亿元，较年初增长 10.31%，所有者权益 612.30 亿元。2019 年 1—9 月，母公司营业收入 4.05 亿元，利润总额 4.44 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务为 1,151.12 亿元，本期债券计划发行总额 30.00 亿元，对公司债务规模影响较小。

截至 2019 年 9 月底，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分别为 64.47%、62.54%和 58.75%。以公司 2019 年 9 月底报表财务数据为基础，预计本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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将分别上升至 65.01%、63.15%和 59.47%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2018 年，公司 EBITDA 为 16.92 亿元，为本期债券发行额度（30.00 亿元）的 0.56 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力较高；经营活动产生的现金流入额为 37.36 亿元，为本期债券发行额度（30.00 亿元）的 1.25 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高；经营活动现金流量净额为负，对本期债券无保障能力。

综合以上分析，考虑到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，且能获得的外部支持力度很大，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

3. 偿债资金监管

（1）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，其中 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，其中 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。

（2）债券代理人协议

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》，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》。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。

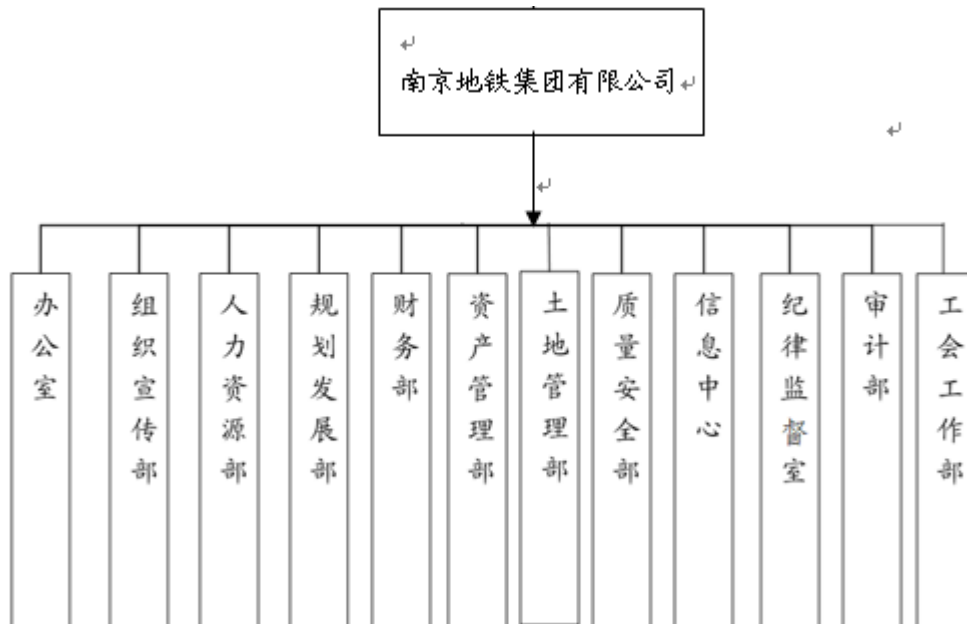
九、综合评价

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，获得的外部支持力度很大，公司资产、所有者权益规模持续增长，营业收入持续增长。同时，联合评级也关注到公司债务规模较大、地铁项目建设周期长及面临较大的资金支出压力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，持续获得项目资本金及财政补贴支持，对经营形成良好保障。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

综上，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，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 南京地铁集团有限公司 组织结构图（截至 2019 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 2 南京地铁集团有限公司 合并范围内子公司情况（截至 2019 年 9 月底）

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	600.00	100.00
南京地铁运营有限责任公司	服务业	200,000.00	100.00
南京地铁资源开发有限责任公司	建筑业、服务业	30,600.00	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	100,000.00	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	100,000.00	69.85
南京地铁小镇开发建设集团有限公司	土地整理开发	100,000.00	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	503,850.00	58.70

资料来源：公司提供

附件 3-1 南京地铁集团有限公司 主要财务指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	1,476.96	1,584.45	1,771.97	1,939.99
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	124.51	169.46
长期债务（亿元）	848.57	846.07	925.65	981.66
全部债务（亿元）	905.56	934.43	1,050.15	1,151.12
营业收入（亿元）	17.52	20.08	21.64	21.18
净利润（亿元）	2.20	1.94	2.21	2.08
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
应收账款周转次数（次）	8.40	10.74	14.73	--
存货周转次数（次）	3.11	2.23	2.45	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比率（%）	126.33	124.51	120.42	118.13
总资本收益率（%）	0.18	0.13	0.14	--
总资产报酬率（%）	0.17	0.14	0.17	--
净资产收益率（%）	0.50	0.36	0.36	--
营业利润率（%）	-61.84	-61.43	-80.69	-65.65
费用收入比（%）	8.38	7.77	9.26	7.47
资产负债率（%）	67.16	63.27	63.65	64.47
全部债务资本化比率（%）	65.12	61.62	61.98	62.54
长期债务资本化比率（%）	63.63	59.25	58.97	58.75
EBITDA 利息倍数（倍）	0.29	0.34	0.34	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.02	0.02	--
流动比率（倍）	1.86	1.78	1.70	1.74
速动比率（倍）	1.75	1.68	1.62	1.64
现金短期债务比（倍）	2.01	0.78	0.76	0.74
经营现金流动负债比率（%）	15.81	10.48	1.16	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.46	0.48	0.56	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将合并报表其他流动负债和长期应付款有息债务纳入债务核算；4. 本报告 2016 年财务数据采用 2017 年期初数，2017 年财务数据采用 2018 年期初数

附件 3-2 南京地铁集团有限公司 主要财务指标（母公司/本部）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	1,232.23	1,306.55	1,368.96	1,510.14
所有者权益（亿元）	465.81	558.24	585.01	612.30
短期债务（亿元）	34.47	27.49	117.09	145.46
长期债务（亿元）	589.49	589.37	569.19	625.16
全部债务（亿元）	623.97	616.87	686.28	770.62
营业收入（亿元）	5.61	4.89	3.52	4.05
净利润（亿元）	11.49	3.49	0.06	4.44
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	8.23	-2.68	16.34	10.72
应收账款周转次数（次）	/	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比率（%）	53.22	90.54	103.46	49.06
总资本收益率（%）	1.11	0.31	0.01	--
总资产报酬率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	2.70	0.68	0.01	--
营业利润率（%）	-38.69	-70.45	-179.82	-73.25
费用收入比（%）	4.47	5.56	11.05	6.17
资产负债率（%）	62.20	57.27	57.27	59.45
全部债务资本化比率（%）	57.26	52.49	53.98	55.72
长期债务资本化比率（%）	55.86	51.36	49.31	50.52
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	/	--
流动比率（倍）	5.13	5.09	2.46	2.22
速动比率（倍）	5.11	5.08	2.45	2.21
现金短期债务比（倍）	2.20	1.60	0.54	--
经营现金流动负债比率（%）	12.26	-3.48	9.97	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将本部报表其他流动负债中有息债务纳入债务核算；3. 本报告 2016 年财务数据采用 2017 年期初数，2017 年财务数据采用 2018 年期初数

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券
 +一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。