

信用评级公告

联合〔2022〕3339号

联合资信评估股份有限公司通过对南昌轨道交通集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南昌轨道交通集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”“18 南昌轨交 MTN001”和“19 南昌轨交 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十三日

南昌轨道交通集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
南昌轨道交通集团有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 南昌轨交 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 南昌轨交 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	36.00 亿元	19.70 亿元	2025/08/03
18 南昌轨交 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/01/29
19 南昌轨交 MTN001	15.00 亿元	15.00 亿元	2024/01/23

注: 1. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券; 2. “15 洪轨 02/15 洪轨债 02” 附带回售条款, 所列到期日为下一个行权日

评级时间: 2022 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

南昌轨道交通集团有限公司 (以下简称“公司”) 是南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体。跟踪期内, 南昌市经济持续增长, 财政实力稳步增强, 公司在地铁投资建设、资源开发方面区域专营性优势明显, 且持续获得当地政府在资本金、资产注入及政府补助等方面的大力支持, 公司资本实力持续增强。同时, 联合资信评估股份有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到, 公司在建地铁项目待投资规模较大, 跟踪期运营持续亏损; 债务规模持续增长且短期偿债压力较大; 利润总额对非经常性损益依赖程度较高因素可能对其信用水平产生的不利影响。

随着南昌市经济实力持续增强, 公司轨道交通项目持续推进以及地铁线路陆续通车运营, 路网效应将逐渐显现, 伴随地铁沿线资源开发业务的持续发展, 公司整体经营前景良好。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 维持“15 洪轨 02/15 洪轨债 02” “18 南昌轨交 MTN001” 和“19 南昌轨交 MTN001” 的信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

优势

- 1. 经营环境良好。**跟踪期内, 南昌市经济持续增长, 财政实力稳步增强。2021 年, 南昌市实现地区生产总值 6650.53 亿元, 按照可比价格计算, 比上年增长 8.7%; 地方一般公共预算收入 484.8 亿元, 剔除江西省财政体制调整等因素影响, 同口径增长 10.0%。
- 2. 区域专营优势明显。**公司是南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体, 主要从事地铁投资建设工作, 同时利用地铁沿线地理优势进行资产经营、销售、广告、资源开发等综合经营开发业务, 区域专营优势明显。
- 3. 外部支持持续有力。**公司持续获得当地政府在资本金、资产注入及政府补助等方面的大力支持。2021 年, 公司获得南昌市财政局拨付的轨道建设资本金及国有资本收益返还合计 37.67 亿元; 各项政府补助合计 14.43 亿元。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

分析师: 谢 晨 迟腾飞

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

关注

1. 公司地铁运营持续亏损且地铁建设项目未来投资规模较大, 回报周期长。2021 年及 2022 年 1—3 月, 公司线路建设运营业务收入分别为 2.72 亿元和 0.64 亿元; 毛利率分别为 -154.66% 和 -210.83%。截至 2022 年 3 月底, 在建地铁项目未来尚需投资 240.00 亿元, 公司未来资金压力较大。

2. 有息债务规模持续增长, 短期偿付压力较大。截至 2022 年 3 月底, 公司全部债务 458.73 亿元, 较 2020 年底增长 19.77%, 短期债务规模增幅较大, 现金短期债务比为 0.29 倍。随着公司地铁建设项目的逐步推进, 公司债务规模或继续上升。

3. 利润总额对非经常性损益依赖程度仍较高。2021 年, 公司其他收益 14.43 亿元、营业外收入 3.94 亿元, 当期实现利润总额 17.14 亿元, 公司利润实现对非经常性损益依赖性较强。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	39.88	45.51	47.84	29.49
资产总额(亿元)	787.65	919.64	1060.69	1065.98
所有者权益(亿元)	421.96	472.22	520.94	515.74
短期债务(亿元)	19.29	50.62	103.44	100.65
长期债务(亿元)	302.85	332.39	343.80	358.07
全部债务(亿元)	322.14	383.01	447.24	458.73
营业总收入(亿元)	8.99	19.29	35.10	1.64
利润总额(亿元)	8.28	5.46	17.14	0.00
EBITDA(亿元)	8.93	6.65	18.17	--
经营性净现金流(亿元)	3.98	2.68	0.60	-0.16
营业利润率(%)	30.01	7.34	-2.89	-50.00
净资产收益率(%)	1.86	1.07	3.20	--
资产负债率(%)	46.43	48.65	50.89	51.62
全部债务资本化比率	43.29	44.78	46.19	47.07
流动比率(%)	161.23	88.84	64.69	59.89
经营现金流动负债比	6.49	2.38	0.31	--
现金短期债务比(倍)	2.07	0.90	0.46	0.29
EBITDA 利息倍数(倍)	0.64	0.77	2.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	36.06	57.57	24.61	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	776.81	907.70	1044.37	1049.14
所有者权益(亿元)	415.14	464.01	512.68	507.43
全部债务(亿元)	319.47	380.38	443.23	397.08
营业总收入(亿元)	0.63	8.65	5.12	0.96
利润总额(亿元)	6.72	4.33	15.71	-0.06
资产负债率(%)	46.56	48.88	50.91	51.63

全部债务资本化比率	43.49	45.05	46.37	43.90
流动比率(%)	157.45	77.90	52.30	46.91
经营现金流动负债比	10.32	6.66	8.06	--
现金短期债务比(倍)	2.17	0.79	0.40	0.39

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 公司 2022 年一季度利润总额为 0.28 万元；
3. 本报告已将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算，长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 南昌轨交 MTN001、18 南昌轨交 MTN001、15 洪轨 02/15 洪轨债 02	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/06/23	谢晨文	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
19 南昌轨交 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/12/21	张婷婷 宋金玲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 南昌轨交 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/01/18	常楚迪 宋金玲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2015/07/17	侯煜明 张峻铖	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

南昌轨道交通集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 26.15 亿元，南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）持股 100%，为公司实际控制人。

截至 2022 年 3 月底，公司本部内设 15 个职能部门，包括监察审计部、战略发展部、投融资部、财务部等（详见附件 1-2）；公司合并范围子公司共 17 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 1060.69 亿元，所有者权益 520.94 亿元（少数股东权益 0.67 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 35.10 亿元，利润总额 17.14 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 1065.98 亿元，所有者权益 515.74 亿元（少数股东权益 0.71 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1.64 亿元，利润总额 0.28 万元。

公司注册地址：江西省南昌市红谷滩新区丰和中大道 912 号地铁大厦第 5、25、26、27 层；2022 年公司法定代表人变更为万先逵。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”附带回售条款，下一行权日为 2025 年

8 月 3 日。

表 1 跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
15 洪轨 02/15 洪 轨债 02	36.00	19.70	2015/08/03	5+5+5 年
18 南昌轨交 MTN001	5.00	5.00	2018/01/29	5 年
19 南昌轨交 MTN001	15.00	15.00	2019/01/23	5 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

¹¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国

内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、

8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 城市轨道交通行业

(1) 行业概况

依据中国城市轨道交通协会于 2020 年发布生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将城市轨道交通（以下简称“城轨交通”）系统制式分为 10 类，分别为地铁、轻轨、市域快轨、磁浮交通、跨座式单轨、悬挂式单轨、自导向轨道、有轨电车、导轨式胶轮和电子导向胶轮系统。截至 2021 年底，中国大陆地区²城轨交通运营线路包含 9 种制式（无悬挂式单轨），以地铁制式为主，地铁运营线路长度占比达 78.3%。城轨交通具有快速、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，城轨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。

(2) 行业建设与运营

近年来，全国城轨交通运营线路规模稳步增长。2021 年，全国城轨交通完成客运量及日均客运总量均恢复性增长。同期，全国平均客运强度同比增长，但未恢复至疫情前水平；全国平均运营收支比有所上升，运营收支缺口主要依赖政府票款补贴。

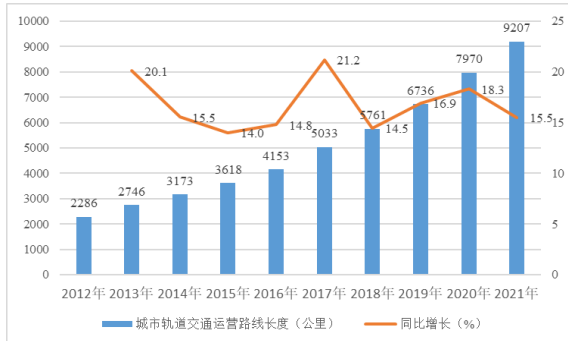
城轨交通项目投资体量大，建设资金来源包括：政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，由政府实际控制行使投资建设职能的企业通过贷款、发行债券和资产票据等方式筹集部分资金，或者通过运作政府给予的相关资源（如沿线土地资源运作等）筹措部分资金。未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。近年来，为减轻建设期内地方政府财政投资压力，城轨交通行业投资逐步由单一的政府投资转变为引入社会资本多元化投资。

根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2021 年度统计和分析报告》（以下简称“《城轨分析报告》”），2021 年，全国城轨交通完成建设

² 下文中涉及全国数据均指中国大陆地区，不含港澳台。

投资5859.8亿元，在建项目的可研批复投资累计45553.5亿元，在建线路总长6096.4公里，在建线路规模与年度完成投资额同比均略有回落。2021年当年，共有3个城市新一轮城轨交通建设规划获国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）批复并公布，获批项目中涉及新增线路长度314.6公里，新增计划投资2233.54亿元。

图1 2012-2021年中国城市轨道交通运营里程

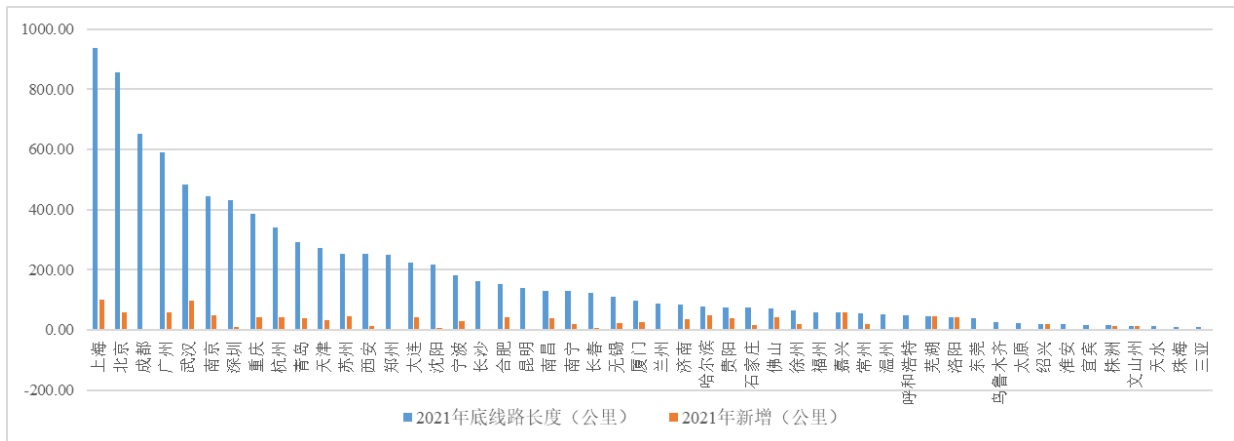


资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

截至2021年底，中国大陆地区共有50个城市开通城轨交通运营线路283条，运营线路总长度9206.8公里，较上年底增长15.5%；2021年新增运营线路长度1237.1公里。其中，地铁运营线路7209.7公里，占比78.3%；其他制式城轨交通运营线路1997.1公里，占比21.7%。

从2021年累计运营线网规模看，共计24个城市的线网规模达到100公里及以上。其中，上海936.2公里，北京856.2公里，运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。从城市群拥有城轨交通运营线网规模在全国的占比看，长三角城市群开通运营线路80条，运营线路长度2737.5公里，占比29.74%，长三角城市群开通运营城市和运营线网分布最为密集。

图2 截至2021年底中国各城市轨道交通运营线路长度



城市	游客量 (万人次)	游客强度 (万人次/平方公里)
上海	350,000	1.15
北京	280,000	1.10
广州	290,000	1.35
深圳	220,000	1.45
成都	180,000	0.75
重庆	110,000	0.70
西安	100,000	0.85
武汉	90,000	0.55
杭州	90,000	0.65
南京	80,000	0.60
长沙	60,000	0.75
天津	40,000	0.40
郑州	40,000	0.45
苏州	40,000	0.35
沈阳	40,000	0.40
南宁	20,000	0.45
合肥	20,000	0.40
南昌	20,000	0.35
宁波	20,000	0.30
青岛	20,000	0.25
昆明	10,000	0.35
长春	10,000	0.30
厦门	10,000	0.20
大连	10,000	0.15
无锡	10,000	0.30
无	10,000	0.25
福州	10,000	0.35
嘉兴	10,000	0.20
贵阳	10,000	0.25
哈尔滨	10,000	0.20
徐州	10,000	0.35
兰州	10,000	0.20
济南	10,000	0.25
南通	10,000	0.15
呼和浩特	10,000	0.10
常州	10,000	0.10
东莞	10,000	0.15
太原	10,000	0.10
乌鲁木齐	10,000	0.10
岳阳	10,000	0.10
温州	10,000	0.10
淮安	10,000	0.10
嘉兴	10,000	0.10
绍兴	10,000	0.10
芜湖	10,000	0.10
佛山	10,000	0.10
三亚	10,000	0.10
天水	10,000	0.10
珠海	10,000	0.10
文山	10,000	0.10
柳州	10,000	0.10
宜宾	10,000	0.10

根据《城轨分析报告》，据不完全统计（据可统计可对比的37市数据且同比数据做同口径调整），2021年全国城轨交通平均每车公里运营收入13.27元，同比增加0.73元。每车公里运营收入和每人次公里运营收入均超过全国平均水平的有北京、深圳、杭州、宁波、青岛、东莞、南宁、合肥、贵阳、温州、济南11市，均为资源经营收入较高的城市。

本23.6元，同比下降0.42元。同期全国平均运营收支比为68.7%，同比增长3.7个百分点。城市轨道交通行业公益性较强，票价非市场化定价，通车后易形成政策性亏损，主要依赖政府给予的包括票款补贴在内的可行性缺口补助维持收支平衡。

近年来，国家陆续出台相关政策，为规范和促进城轨交通行业的持续健康发展提供了支持和保障。

名称	发布单位	发布时间
《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52号）	国务院	2018.07
《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09
《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03
关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展意见的通知（国办函〔2020〕116号）	发改委、交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司	2020.12
《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	2021.02
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	国务院	2021.03
国家发展改革委关于印发《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》的通知（发改规划〔2021〕493号）	发改委	2021.04
国务院关于印发《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》的通知（国发〔2021〕27号）	国务院	2022.01

2021年3月，经两会授权发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》指出，“十四五”期间，我国城市轨道交通运营里程数将新增3000公里，预计“十四五”累计客运量将突破十亿人次。

《现代综合交通运输体系发展规划》的通知（国发〔2021〕27号），超大特大城市轨道交通加快成网，构建以轨道交通为骨干的快速公交网络，科学有序发展城市轨道交通，推动轨道交通、常规公交、慢行交通网络融合发展。

(4) 未来发展

“十四五”时期，以城轨交通为骨干的快速公共交通网络将得到持续深化，城轨交通行业仍有较大发展空间，并持续获得政府的政策和资金支持。

“十四五”时期，城轨交通将由重建设转变为建设、运营并重阶段，随着现代综合交通运输体系的发展，以城轨交通为骨干的快速公共交通网络将得到持续深化。“十四五”时期，城市群、都市圈轨道交通快速发展，城市群、都市圈规划中所批复的一批市域快轨将逐步建成开通，市域快轨潜在发展空间较大。

此外，城轨交通行业依托在国内大循环中形成的规模优势、技术优势、制度优势和后发优势，加快“走出去”步伐，承接的越南首条城市轻轨项目、欧洲首个地铁项目先后通车，承接的“一带一路”项目正稳步推进。

作为大型基础设施项目，城轨交通的建设牵扯面广、投资规模大、工期长、技术和质量要求高，对土地利用、居民出行、城市发展的影响重大，关乎国计民生，其社会效益大于经济效益，政府给予的政策及资金支持力度大，城轨交通行业整体风险较小。

2. 区域经济环境

2021年，南昌市经济持续增长，规模以上工业增加值保持增长态势，财政实力稳步增强；受土地和房地产市场下行影响，政府性基金预算收入较往年下降。

南昌市是长江中游城市群中心城市之一，鄱阳湖生态经济区核心城市。南昌市现辖三县（南昌、进贤、安义），六区（红谷滩、东湖、西湖、青云谱、青山湖、新建），三个国家级开发区（南昌国家经济技术开发区、南昌国家高新技术产业开发区、南昌小蓝经济技术开发区）以及湾里管理局，区域面积7402平方公里。截至2021年底，全市常住人口643.75万人，城镇化率为78.64%。

根据《南昌市2021年国民经济和社会发展统计公报》，2021年南昌市实现地区生产总值（GDP）6650.53亿元，按照可比价格计算，比上年

年增长8.7%，两年平均增长6.1%。其中，第一产业增加值238.31亿元，增长7.8%；第二产业增加值3218.10亿元，增长8.3%；第三产业增加值3194.11亿元，增长9.1%。全年规模以上工业增加值比上年增长11.4%。

固定资产投资方面，2021年南昌市全市500万元及以上固定资产投资比上年增长11.1%。其中，工业投资增长18.7%，房地产开发投资增长0.4%。全年全市施工项目4992个，其中新开工项目3343个。全市500万元及以上固定资产投资中，第一产业投资比上年增长41.3%，第二产业投资增长19.2%，第三产业投资增长7.0%。三次产业在固定资产投资中所占比重为1.0:33.6:65.4。

城市轨道交通建设方面，地铁1号线北延和东延、2号线东延工程有序推进，4号线开通运营，轨道交通运营里程达128.6公里，实现地铁四线换乘。

根据《关于南昌市2021年全市和市级预算执行情况与2022年全市和市级预算草案的报告》，2021年南昌市一般公共预算收入完成484.8亿元，剔除江西省财政体制调整等因素影响，同口径增长10.0%。其中，税收收入344.5亿元，受疫情及减税降费叠加影响，下降7.0%；税收收入占地方一般公共预算收入的比重为71.06%。2021年南昌市一般公共预算支出完成870.0亿元，剔除财政支出核算方式政策性调整等因素影响，同口径增长15.5%，财政自给率为55.72%，财政自给能力较弱。

同期，南昌市政府性基金预算收入完成411.0亿元，下降34.3%，其中国有土地使用权出让收入377.8亿元，受土地和房地产市场下行影响，下降33.9%；政府性基金预算支出完成530.1亿元，下降14.3%，其中国有土地使用权出让收入安排的支出252.5亿元，下降7.0%。

截至2021年底，南昌市地方政府债务限额1567.8亿元，地方政府债务余额1375.5亿元，其中一般债务余额462.9亿元，专项债务余额912.6亿元。

根据《2022年1—3月南昌市主要经济指标情况表》，2022年一季度，南昌市实现地区生产总值1638.56亿元，按不变价格计算，同比增长

6.3%；规模以上工业增加值同比增长 8.9%；固定资产投资同比增长 15.1%。2022 年一季度，南昌市一般公共预算收入 144.04 亿元，同比增长 6.1%，其中税收收入 97.62 亿元，占一般公共预算收入的比重为 67.8%。全市地方一般公共预算支出 220.94 亿元，增长 10.8%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 26.15 亿元，唯一股东和实际控制人为南昌市国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司是南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，区域专营优势明显。

公司是南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，主要根据政府授权，履行地铁工程甲方业主职能，实施对南昌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；管理地铁设施和运营；按市场经济运作方式进行筹资融资；利用地铁沿线地理优势进行资产经营、销售、广告、资源开发等综合经营开发业务，区域专营优势明显。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好；联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（授信机构版，统一社会信用代码：91360125680900685J），截至 2022 年 6 月 20 日，公司本部无未结清及已结清的不良或关注类信用记录，过往债务履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构以及管理制度未发生重大变化；公司法定代表人、董事长、总经理发生变动。

2022 年 6 月 17 日，公司发布公告，根据《南昌市人民政府关于刘昌华等同志职务任免的通知》（洪府字〔2022〕47 号），南昌市人民政府研究决定，任命万先逵同志为公司董事长，免去其公司总经理职务；任命姜涛同志为公司总经理、董事。

万先逵，男，1969 年出生，大专学历。曾任南昌市政工程造价管理站副站长、副书记，南昌市建设工程造价管理站副站长、副书记（正科级），南昌市小城镇建设工作领导小组办公室（现南昌市人民政府重点工程管理中心）副主任、党组成员，南昌城市建设投资发展有限公司（现南昌建设投资集团有限公司）总经理、董事、党委委员，公司党委副书记、董事、总经理；现任公司党委书记、董事长、法定代表人。

姜涛，男，1978 年出生，硕士研究生学历。曾任南昌市政开发有限公司（现南昌市政工程有限公司）项目经理，南昌水利投资发展有限公司（现南昌市交通投资集团有限公司）总工程师、党委委员、总经理；现任公司党委副书记、董事、总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司地铁 2 号线一期及 2 号线南延线相继“转固”，4 号线一期通车试运营，线路运营收入增长；商品销售业务规模迅速扩大，带动公司营业总收入大幅增长；受低毛利率的商品销售业务收入占比上升影响，公司综合毛利率由正转负。

跟踪期内，公司继续保持以轨道交通建设运营为基础，结合商品销售和资源开发的多样化业务格局。

2021 年，公司线路运营业务收入同比增长

64.93%，主要是 2020 年地铁运营受疫情影响较大，2021 年实现恢复增长；同时伴随地铁 3 号线和 4 号线一期投入试运营，路网规模效应逐渐显现。受上盖物业出让地块减少影响，2021 年资源开发业务收入同比下降 47.82%。同期，受益于材料贸易规模大幅增长，公司商品销售业务收入同比增长 221.55%。2021 年，受益于线路运营及商品销售板块收入增长，公司营业总收入同比增长 81.92%。

毛利率方面，受收入结构变动影响，2021 年

公司综合毛利率同比下降 11.14 个百分点。其中，线路运营业务由于公益性属性较强，持续亏损；商品销售业务毛利率同比下降 8.42 个百分点，主要系贸易中燃料油利润非常有限所致；资源开发业务毛利率保持较高水平。

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入同比下降 68.33%，主要系公司调整商品销售业务结构，当期商品销售收入下降所致；一季度收入相当于 2021 年全年的 4.66%，一季度综合毛利率持续为负。

表 4 2020—2021 年及 2022 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
线路运营业务	16499.25	8.55	-194.63	27213.01	7.75	-154.66	6355.41	38.84	-210.83
商品销售业务	86172.84	44.66	10.09	277090.77	78.94	1.67	1428.13	8.73	7.47
资源开发业务	84595.59	43.84	50.30	44146.14	12.58	74.79	7835.07	47.88	81.36
其他业务	5681.50	2.94	8.57	2572.29	0.73	40.66	743.83	4.55	35.64
合计	192949.19	100.00	10.17	351022.21	100.00	-0.97	16362.44	100.00	-40.66

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. 其他业务收入包括咨询业务和利息收入等
资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

2. 业务运营分析

(1) 轨交建设运营业务

2021 年，2 号线一期和 2 号线南延线完成竣工结算，4 号线一期进入试运营阶段，线路运营业务收入主要来源于 1、2、3 号线，以上线路客流量均实现恢复性增长，带动当年地铁运营收入大

幅增长；在建地铁项目未来存在较大的资金需求。

跟踪期内，公司轨道交通建设投资的业务模式未发生改变，项目建设资金仍由政府资本金和公司自筹构成。截至 2022 年 3 月底，公司在运营地铁线路为 1 号线一期、2 号线一期、2 号线南延线、3 号线和 4 号线一期。

表 5 截至 2022 年 3 月底南昌市在运营地铁线路情况（单位：亿元）

线名	线路概述	里程 (km)	车站数 (座)	总投资	资本金 比例	已到位 资本金	已投资	线路状态
1 号线一期	1 号线一期工程全部为地下站，换乘车站共 5 座，与线网规划中 4 条轨交线路实现换乘，线路起自双港大道站，止于瑶湖西站。	28.80	24	200.32	40%	80.13	216.28	转固
2 号线一期	2 号线一期工程线路始于辛家庵站，终点站为站前南大道站，平均站间距为 1.14 公里，其中换乘站 6 座，分别与 1 号线及其它 3 条轨道交通线路进行换乘。	23.78	21	159.74	41%	65.49	159.29	转固
2 号线南延	2 号线南延线起始于南路村站，终点为站前南大道站，全部采用地下形式敷设，线路平均站间距约 1.36km。设生米南综合基地 1 处，不新建主变电站和控制中心。	8.50	7	42.64	41%	17.48	28.84	转固
3 号线	3 号线起始于南昌县莲塘站，终点为京东大道站，均为地下线，线路平均站间距 1.35km。线路与 1 号线合设控制中心，设主变电站 2 座，其中共享 2 号线塘子河主变电所，新建阳光路主变电站，设莲塘车辆段和高新停车场。	28.50	22	215.85	20%	31.41	86.25	试运营
4 号线一期	4 号线一期工程起始于望城站，终点为昌东大道站，地上线 7.10km，地下线 32.97km，线路平均站间距 1.40km。设望城车辆段 1 处、高新停车场 1 处；希望大道主变 1 座，云天路主变 1 座（与 5 号线共享），	40.02	29	308.30	25%	56.44	152.09	试运营

彭家桥主变 1 座（与 1 号线共享）；与其他 4 条线路 共建地铁大厦站控制中心 1 处。								
合计	129.60	103	926.85	--	250.95	642.75	--	

注：1. 已投资额统计口径为财务报表口径；2. 3 号线项目分为公司自建 A 部分和 PPP 项目 B 部分，列示已投资额为公司自建的土建工程投入，中铁穗城轨道交通建设运营有限公司所负责的 PPP 项目 B 部分不计入其中；3. 4 号线一期项目总投资和已投资差距较大，系项目概算时考虑到项目施工困难程度等多方面原因致使拟定总投资额较高所致，该线路实际投资已完成近 70%。

资料来源：公司提供

跟踪期内，地铁票价未调整，起步价为 2 元（6 公里），仍依照“分级递进、递远递减”的计价原则，采用计程票制按里程分段计价。

1 号线一期

1 号线一期于 2011 年 5 月开工建设，于 2015 年 12 月 26 日通车运营，并于 2020 年完成竣工结算实现“转固”。2021 年，1 号线一期地铁客运量较 2020 年明显回升，当期票务收入（不含税）同比增长 30.30%。

表 6 地铁 1 号线一期项目运营情况

项目名称	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
年度客运量（万乘次）	8376.39	12664.69	2600.75
日均客运量（万乘次）	22.89	34.70	28.90
列车开行列次（列）	114038	/	/
运营里程（万公里）	309.31	/	/
票务收入（亿元）	1.65	2.15	0.41

注：票务收入为不含税金额；部分数据未获取，用“/”表示

资料来源：公司提供

2 号线一期和 2 号线南延线

2 号线一期于 2013 年 11 月开工建设，于 2019 年 6 月通车运营；2 号线南延线于 2014 年 8 月开工建设，于 2017 年 8 月开通试运营。跟踪期内，2 号线一期和 2 号线南延线完成竣工结算实现“转固”。2021 年上述线路年度客运量较 2020 年增加 3056.31 万乘次，票务收入（不含税）同比增长 40.96%。

表 7 地铁 2 号线一期和 2 号线南延线项目运营情况

项目名称	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
年度客运量（万乘次）	5133.25	8189.56	1739.62
日均客运量（万乘次）	14.03	22.44	19.33
列车开行列次（列）	106092	/	/
运营里程（万公里）	333.43	/	/
票务收入（亿元）	0.83	1.17	0.22

注：票务收入为不含税金额；部分数据未获取，用“/”表示

资料来源：公司提供

3 号线

3 号线于 2015 年 12 月开工建设，2020 年 12 月开通试运营。3 号线工程分为公司自建 A 部分和 PPP 项目 B 部分，公司和社会资本方分别持有 PPP 项目公司 10.00% 和 90.00% 的股权，B 部分采用“建设+运营+移交”的运作方式，即由社会资本方参与基础设施建设、运营。跟踪期内，PPP 项目部分仍由南昌中铁穗城轨道交通建设运营有限公司负责运营。

表 8 地铁 3 号线项目运营情况

项目名称	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
年度客运量（万乘次）	83.48	5010.02	1395.40
日均客运量（万乘次）	13.91	13.73	15.50

资料来源：公司提供。

4 号线一期

4 号线一期于 2017 年 12 月开工建设，跟踪期内，4 号线一期先后完成“洞通”、列车空载运行、安全预评估、竣工验收等事项，并于 2021 年 12 月开通试运营。2022 年一季度，4 号线一期客运量为 1187.97 万乘次，当期票务收入（不含税）为 0.17 亿元。

在建地铁项目方面，依据《国家发展改革委关于调整南昌市城市轨道交通第二期建设规划方案的批复》（发改基础〔2020〕1776 号），1 号线北延工程、1 号线东延工程和 2 号线东延工程项目按照规划方案有序开展。跟踪期内，上述线路均于 2021 年 9 月开工建设，预计 2025 年通车运营。公司暂无拟建地铁项目。

除地铁项目建设外，跟踪期内，受南昌市人民政府委托，公司以委托代建模式承接南昌市部分市政基础设施建设项目，公司暂未与政府签订相关协议。公司负责的市政基础设施建设项目主要为艾溪湖隧道工程和象山路、叠山路道路综合改造提升工程，截至 2022 年 3 月底，上述项目

概算总投资为 33.70 亿元，已投资 21.16 亿元，到政府回款 7.90 亿元。
尚需投资 12.54 亿元；同期，上述项目已累计收

表 9 截至 2022 年 3 月底南昌市在建地铁线路情况（单位：亿元）

线名	线路概述	开工日期	竣工日期	总投资	资本金比例	已到位资本金	已投资
1 号线北延	地铁 1 号线北延工程起点为昌北机场站，终点为双港站，线路全长 16.97 公里，设站 8 座。	2021.09	2025.06	109.60	40%	0.00	0.47
1 号线东延	地铁 1 号线东延工程起点为瑶湖西站，终点为麻丘站，线路全长 4.36 公里，设站 2 座。	2021.09	2025.06	24.65	40%	0.00	0.01
2 号线东延	地铁 2 号线东延工程起点为辛家庵站，终点为南昌东站，线路全长 10.42 公里，设站 9 座。	2021.09	2025.06	106.76	40%	0.00	0.53
合计				241.01	--	0.00	1.01

注：2022 年 1 月份，1 号线北延项目因支付施工单位预付款，进项税冲减工程成本 1399 万，故已投资额较 2021 年底账面投入减少

资料来源：公司提供

（2）资源开发业务

公司依托地铁沿线资源优势，资源开发业务对整体营收形成有益补充。跟踪期内，受上盖物业出让规模下降影响，公司资源开发业务收入有所下降；该板块业务受市场景气度及房地产政策影响较大，未来收益存在一定不确定性。

公司资源开发业务仍主要由子公司南昌轨道交通地产开发有限公司（以下简称“轨交地产”）、南昌轨道交通资产经营有限公司（以下简称“轨交资产”）和南昌市金轨国有资产运营有限责任公司（以下简称“金轨资产”）负责经营。2021 年，公司资源开发收入主要来自上盖物业出让收入（1.22 亿元）、资产委托经营收入（1.45 亿元）和租赁业务收入（0.87 亿元），同时涉及广告经营、地块管理、文化产品和站点资源再开发等多个子板块，为公司资源开发业务收入提供有益支持。

上盖物业出让业务主要由公司地铁项目管理分公司牵头，由其负责上盖物业项目工程实施范围内的用地报批、房屋征迁和征地办证等工作，轨交地产负责具体项目建设，建设完成后由轨交资产负责后续交付。2021 年，公司上盖物业出让收入 1.22 亿元，系江西省卫生计生委干部培训中心回购八一广场地块（中山路 2 号）1—2 层。

截至 2022 年 3 月底，公司主要在建地铁上盖

物业为 1 号线中山路良友地块（建筑面积 0.52 万平方米）和 2 号线辛家庵市九建地块（建筑面积 0.86 万平方米），合计总投资为 0.32 亿元，已投资 0.16 亿元。同期末，公司自建的地铁上盖物业项目账面价值 35.06 亿元，其中未出租地铁上盖物业计入公司“存货-开发成本”，已出租的地铁上盖物业计入公司“投资性房地产”。

跟踪期内，公司仍保持“地铁+社区”的模式对地铁沿线土地进行开发，采用合作开发和自主开发两种方式。合作开发模式下，公司在规划和建造地铁项目时，向政府取得地铁上盖或者毗邻土地的开发权利，此后与专业地产商合作，以土地资产评估价值入股成立项目公司，项目公司负责将地铁沿线开发为商业区以及住宅区。物业建成出售后，根据合同约定，公司与合作地产商分摊所得利润，利润实现方式包括住宅、公寓出售和商铺出租。自主开发模式下，公司自筹自建物业项目，建成后通过收取物业管理及租金费用实现资金平衡。

截至 2022 年 3 月底，公司合作开发的“地铁+社区”项目主要为地铁时代广场和青山湖区商业综合体（万象汇），合计总投资 53.60 亿元，已投资 51.55 亿元（相关投资在“长期股权投资”科目中反映），累计实现销售收入和投资收益分别为 42.57 亿元和 2.30 亿元。

表 10 截至 2022 年 3 月底公司在建的合作开发“地铁+社区”项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目公司名称	项目概述	总投资	已投资	累计销售收入	累计投资收益
地铁时代广场	南昌地铁时代置业有限公司	位于南昌市红谷滩新区凤凰洲片区，公司与万科集团合作开发，其中公司持股 40%、万科持股 60%，项目具体开发由万科负责	29.60	28.20	27.38	1.70
青山湖区商业综合体（万象汇）	江西瑞禾润置房地产开发有限公司	位于地铁 1 号线与 5 号线换乘枢纽，由公司与华润集团合作开发，其中公司持股 49%、华润持股 51%，项目具体开发由华润负责	24.00	23.35	15.19	0.60
合计	--	--	53.60	51.55	42.57	2.30

资料来源：公司提供

截至2022年3月底，公司自主开发的“地铁+社区”项目为地铁大厦，该项目位于南昌红谷滩新区CBD中央商务核心区，总投资14.00亿元。项目整体定位为超甲A级写字楼。公司持有10万平方米商业办公面积，其中4万平方米作为轨道交通控制中心和自用办公使用，2021年地铁大厦租金收入0.63亿元。

资产委托经营业务方面，金轨资产与南昌市财政局市直行政事业单位国有资产管理中心（以下简称“南昌财政资管中心”）签订《资产委托经营协议》，将其所拥有的房产、土地委托南昌财政资管中心经营管理，按照协议的价格约定享有收益权。截至2022年3月底，金轨资产共持有房产面积80.38万平方米，土地使用权面积179.77万平方米，主要体现在投资性房地产科目。根据金轨资产与南昌市财政预算编制和资产管理中心签订的《资产委托经营协议》，金轨资产所持房产及土地由市政府统一协调安排，按照房产月租金16.31元/平方米、土地月租金2元/平方米的价格获得收益。2021年，公司资产委托经营业务收入较平稳，当期实现收入1.45亿元，较2020年无变化。

（3）商品销售业务

商品销售业务是公司营业总收入重要来源，跟踪期内，受益于材料贸易业务规模扩大，公司商品销售收入大幅增长，但毛利率低，下游客户主要为国有建筑施工企业。

跟踪期内，公司商品销售业务收入主要来自燃油购销业务，公司作为燃料油业务的中间商，采用上采下销的模式获取差价利润，公司根据下游客户采购量集中向上游采购，不承担具体的仓储运输，上下游主要选自国企央企。2021年，公

司材料贸易业务收入27.50亿元，同比增加22.05亿元（主要为燃料油），材料贸易收入占当期商品销售业务收入的99.23%，上下游集中度高。受燃料油毛利润低影响，公司现已暂停该业务运营，预计未来材料贸易收入将同比回落。

表 11 2021 年公司材料贸易业务上下游前五大情况

	公司名称	占比（%）
上游供应商	江西省出版传媒集团有限公司供应链管理有限公司	71.21
	江西久隆贸易有限公司	20.26
	江西跃启实业有限公司	3.53
	中铁物贸集团有限公司轨道交通分公司	1.71
	中铁物资集团中南有限公司	1.50
	合计	98.22
下游客户	中铁二局集团有限公司昌景黄铁路项目部分分部	21.91
	中铁十四局集团有限公司南昌轨道交通艾溪湖隧道工程项目经理部	25.75
	中铁电气化局集团有限公司	14.88
	中铁建工集团有限公司	13.70
	中铁十一局集团第三工程有限公司南昌轨道交通 4 号线一期工程机电 02 标项目经理部	11.78
	合计	88.02

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

（4）其他业务

公司其他业务收入主要为轨枕业务、工程技术咨询服务、利息收入等。2021年和2022年1—3月，公司其他业务收入分别为0.26亿元和0.07亿元，收入规模有限。

3.未来发展

公司未来仍将以轨道交通建设为发展核心，结合上盖等开发项目的建设，持续推进公司多业务板块协同发展。

公司作为南昌市城市轨道交通的唯一投资

及运营主体,将在南昌市政府的规划下统筹安排,建立起以公共交通为主体的综合客运交通体系,满足南昌市各发展阶段的交通需求,促进城市发展轴形成,加速都市圈、城市组团和新区开发建设。公司未来将筹建由南昌市辐射到江西省内各区市的12条市域铁路,提高南昌市的省会城市聚集效应。着力打造工程建设、轨道运营、投资开发、经贸服务“四大板块”,实现板块间协同发展、互相支撑,助推公司可持续发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报表,中证天通会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报表进行审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

截至2022年3月底,公司合并范围内子公司17家,2021年,公司合并范围新增子公司3家,均系投资新设;同期,减少子公司3家,其中江西兰叶新型材料科技有限公司股东解除一致行动人决定,公司失去对其控制权故不再纳入合并范围,

另外2家系注销,已在工商局备案。2022年1—3月,公司合并范围未发生变化。总体来看,合并范围减少的子公司规模较小,对公司财务可比性影响不大。

截至2021年底,公司资产总额1060.69亿元,所有者权益520.94亿元(少数股东权益0.67亿元);2021年,公司实现营业总收入35.10亿元,利润总额17.14亿元。

截至2022年3月底,公司资产总额1065.98亿元,所有者权益515.74亿元(少数股东权益0.71亿元);2022年1—3月,公司实现营业总收入1.64亿元,利润总额0.28万元。

2. 资产质量

跟踪期内,公司资产规模有所增长,仍以非流动资产为主,在建工程和固定资产规模较大,符合轨道交通行业特点,资产质量一般;其他应收款中部分款项存在回收风险。

2021年底,公司资产总额较2020年底增长15.34%,主要系其他应收款和固定资产增长所致。公司资产以非流动资产为主,资产结构较2020年底变化不大。

表 12 2020—2021 年及 2022 年 3 月底公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
货币资金	43.43	4.72	47.02	4.43	29.02	2.72
其他应收款	19.72	2.14	40.35	3.80	43.80	4.11
存货	14.22	1.55	15.31	1.44	16.74	1.57
其他流动资产	14.43	1.57	16.46	1.55	18.50	1.74
流动资产合计	100.08	10.88	125.13	11.80	113.21	10.62
投资性房地产	175.23	19.05	181.54	17.12	181.54	17.03
固定资产	219.57	23.88	407.52	38.42	407.25	38.20
在建工程	339.95	36.97	262.87	24.78	273.66	25.67
其他非流动资产	68.71	7.47	62.87	5.93	69.58	6.53
非流动资产合计	819.56	89.12	935.56	88.20	952.77	89.38
资产总额	919.64	100.00	1060.69	100.00	1065.98	100.00

数据来源:公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2021年底,公司流动资产较2020年底增长25.02%,主要系其他应收款增长所致。公司流动资产主要由货币资金(占37.57%)、其他应收款

(占32.24%)、存货(占12.23%)和其他流动资产(占13.15%)构成。

2021年底,公司货币资金较2020年底增长8.26%,主要为银行存款。公司货币资金中有0.14

亿元受限资金（履约保证金0.04亿元、存出投资款0.10亿元），受限比例为0.30%。

2021年底，公司其他应收款较2020年底增长104.56%，主要为应收轨道交通发展专项资金、预付购货款以及与地方国有企业往来款。从集中度看，公司其他应收款前五名账面余额占当期总额的98.42%，集中度高；从账龄分布来看，1年以内占54.65%、1~2年占18.84%、2~3年占18.38%、3~5年占6.76%、5年以上占1.37%；计提坏账准备0.69亿元，其他应收款中部分款项存在回收风险。

表13 2021年底公司其他应收账款前五名情况
(单位: 亿元)

债务人名称	款项性质	期末余额	占比
应收轨道交通发展专项资金	地铁1、2号线融资利息	17.50	42.65%
中油广西田东石油化工有限公司	预付购货款	12.23	29.81%
南昌市国金工业投资有限公司	往来款	7.50	18.28%
南昌工业控股集团有限公司	往来款	2.50	6.09%
南昌地铁时代置业有限公司	往来款及借款	0.65	1.59%
合计		40.38	98.42%

注：1. 轨道交通发展专项资金为已转固的地铁线路融资利息，根据南昌市人民政府出具的洪府厅抄字〔2019〕441号文件，对公司已转固运营的地铁线路融资利息先计入其他应收款，待轨道融资用地收益实现后再予以冲销；2. 南昌市国金工业投资有限公司唯一股东为南昌工业控股集团有限公司，实际控制人为南昌市人民政府；3. 公司对中油广西田东石油化工有限公司计提预期信用损失0.59亿元
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021年底，公司存货较2020年底增长7.63%。存货主要由开发成本（占94.29%）构成，开发成本主要为未出租的上盖物业项目和部分销售用原材料，未计提跌价准备。公司以开发成本账面价值2.43亿元的土地使用权、建筑物和其他上盖物业项目进行抵押贷款，存货受限比例15.88%。

2021年底，公司其他流动资产较2020年底增长14.05%，主要为待抵扣的进项税。

(2) 非流动资产

2021年底，公司非流动资产较2020年底增长14.15%，非流动资产主要由投资性房地产（占19.40%）、固定资产（占43.56%）、在建工程（占28.10%）和其他非流动资产（占6.72%）构成。

2021年底，公司投资性房地产较2020年底增

长3.60%，主要系土地使用权的公允价值增长所致。投资性房地产由143.55亿元房屋、建筑物和37.98亿元土地使用权构成。

2021年底，公司固定资产较2020年底增长85.59%，主要系公司将地铁2号线一期、2号线南延线及相关沿线项目由“在建工程”转入“固定资产”科目核算所致。固定资产主要由地铁线路构成，根据南昌市人民政府出具的洪府厅抄字〔2019〕441号文件，在公司地铁运营实现盈亏平衡之前，对已运营线路固定资产和土地暂不计提折旧和摊销。

2021年底，公司在建工程较2020年底下降22.67%，主要系公司将地铁项目由“在建工程”转入“固定资产”科目核算所致。在建工程主要由地铁3号、4号线及相关延线项目和艾溪湖隧道工程建设投入构成。

2021年底，公司其他非流动资产较2020年底下降8.50%，主要系预付工程款下降所致。其他非流动资产主要由27.97亿元江西省铁路航空投资集团有限公司投资款、19.18亿元土地及拆迁补偿款和9.47亿元预付工程款构成。

2022年3月底，公司资产总额较2021年底变化不大，资产结构无明显变化，仍以非流动资产为主。

2022年3月底，公司资产受限情况如下表所示。整体看，公司资产受限比例低。

表14 截至2022年3月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例(%)	受限原因
货币资金	0.14	0.01	投出存款及履约保证金
固定资产	44.86	4.21	融资租赁标的物
合计	45.00	4.22	--

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，受益于轨道建设资本金注入和国有资本收益返还，公司所有者权益有所增长。

2021年底，公司所有者权益较2020年底增长10.32%至520.94亿元，主要系资本公积增长所致。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占

5.02%、77.89%和14.23%，所有者权益结构稳定性尚可。

2021年底，公司实收资本26.15亿元，较2020年底无变化；受益于轨道建设资本金注入和国有资本收益返还，公司资本公积较2020年底增长10.24%至405.78亿元。

2022年3月底，公司所有者权益515.74亿元，较2021年底略有下降；权益结构变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模持续增长，仍以长期债务为主，但短期债务规模增速明显；未来随着公司地铁建设项目的逐步推进，公司债务规模或继续上升，整体债务负担一般。

2021年底，公司负债总额较2020年底增长20.63%，主要系应收账款、其他流动负债和应付债券增长所致。公司负债结构仍以非流动负债为主，流动负债占比上升较快。

表 15 2020 - 2021 年及 2022 年 3 月底公司负债主要构成

科 目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
短期借款	22.94	5.13	22.52	4.17	23.80	4.33
应付账款	45.28	10.12	67.93	12.59	66.63	12.11
其他应付款	13.96	3.12	17.35	3.21	16.62	3.02
一年内到期的非流动负债	26.69	5.97	40.93	7.58	36.87	6.70
其他流动负债	0.00	0.00	40.28	7.46	40.27	7.32
流动负债合计	112.66	25.18	193.43	35.84	189.02	34.35
长期借款	228.99	51.18	235.03	43.54	246.13	44.73
应付债券	79.23	17.71	89.28	16.54	94.29	17.14
长期应付款	24.42	5.46	19.55	3.62	17.71	3.22
非流动负债合计	334.76	74.82	346.32	64.16	361.21	65.65
负债总额	447.42	100.00	539.75	100.00	550.24	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021年底，公司流动负债较2020年底增长71.70%，主要系应付账款和其他流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占11.64%）、应付账款（占35.12%）、其他应付款（占8.97%）、一年内到期的非流动负债（占21.16%）和其他流动负债（占20.82%）构成。

2021年底，公司短期借款较2020年底下降1.80%，短期借款全部为信用借款。

2021年底，公司应付账款较2020年底增长50.01%，主要系应付工程款增长所致，应付账款账龄主要集中于1年以内（占47.76%）和1~2年（占29.90%）。

2021年底，公司其他应付款较2020年底增长24.22%，其他应付款主要为与南昌市财政局及地方国有企业往来款。

2021年底，公司一年内到期的非流动负债较

2020年底增长53.34%，主要系将于一年内到期的长期借款规模增长所致。结构上看，一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款和长期应付款构成。

2021年底，公司新增40.28亿元其他流动负债，主要系当期发行超短期融资债券（共计6期）所致。本报告已将其其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算。

2021年底，公司非流动负债较2020年底增长3.45%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占67.86%）、应付债券（占25.78%）和长期应付款（占5.64%）构成。

2021年底，公司长期借款较2020年底增长2.64%；长期借款主要由质押借款（占77.98%）构成，质押物主要为公司合法享有的地铁建成后所有的票款收费权以及其他收入等权益形成的应

收账款。截至2022年3月底，公司银行贷款（包括长、短期借款）平均融资成本为4.40%。

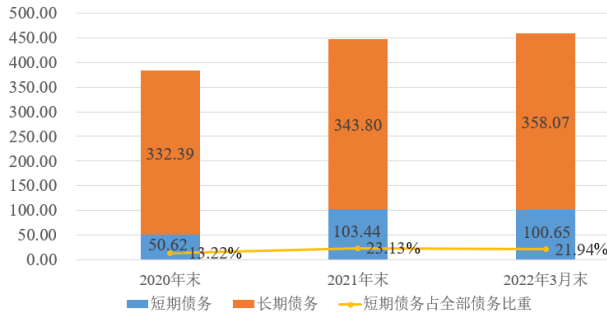
2021年底，公司应付债券较2020年底增长12.68%，主要系当期发行“21南昌轨交MTN001”所致。

2021年底，公司长期应付款较2020年底下降

19.96%，主要系融资租赁规模下降所致。本报告已将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算。截至2022年3月底，公司非标融资平均融资成本为4.80%。

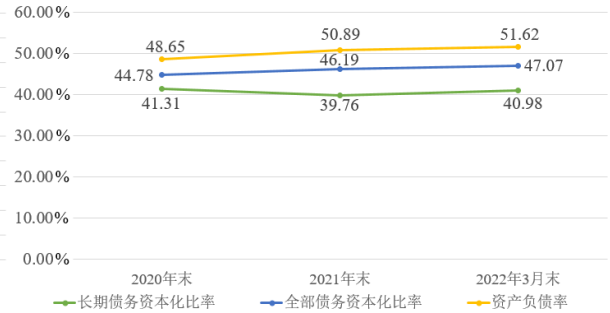
2022年3月底，公司负债总额较2021年底增长1.94%，负债结构较2021年底变化不大。

图4 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报表、提供资料整理

图5 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报表、提供资料整理

有息债务方面，2021年底，公司全部债务较2020年底增长16.77%，主要系其他流动负债（超短期融资债券）增长所致。债务结构方面，短期债务占23.13%，长期债务占76.87%，短期债务占比上升较快。从债务指标看，2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2020年底分别上升2.24个、上升1.41个和下降1.55个百分点。

2022年3月底，公司全部债务较2021年底增长2.57%，仍以长期债务为主；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较2021年底均有所上升。

截至本报告出具日，公司存续债券144.70亿元，其中，于2022年、2023年、2024年到期的债券分别为25.00亿元、35.00亿元和15.00亿元。

表16 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
21 南昌轨交 GN005	2022/08/08	5.00
21 南昌轨交 GN006	2022/09/06	5.00
22 南昌轨交 GN001	2022/10/16	10.00
22 南昌轨交 GN002	2022/12/23	5.00
22 南昌轨交 GN003	2023/01/24	10.00
18 南昌轨交 MTN001	2023/01/29	5.00

*G20 洪轨 1	2023/09/21	20.00
19 南昌轨交 MTN001	2024/01/23	15.00
*15 洪轨债 02/15 洪轨 02	2025/08/03	19.70
*20 南昌轨交绿色债/G20 洪轨 2	2025/11/18	20.00
21 南昌轨交 MTN001	2026/09/22	10.00
22 南昌轨交 MTN001	2027/02/23	5.00
22 洪轨 01	2027/04/01	15.00
合计	--	144.70

注：用*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日

资料来源：Wind

4. 盈利能力

跟踪期内，受益于商品销售业务收入快速增长，公司营业总收入大幅增长，但营业利润率持续下降；利润总额显著增长，但对非经常性损益依赖性仍较强。

2021年，受商品销售业务规模增长影响，公司营业总收入同比增长81.92%；营业成本同比增长104.47%；营业利润率同比下降10.23个百分点。

2021年，公司期间费用总额同比下降28.07%。从构成看，公司期间费用主要为管理费用（占85.86%）。同期，公司期间费用率为3.93%，同比下降6.02个百分点，公司费用控制能力持续增强。

非经常性损益方面, 2021 年, 公司公允价值变动收益为 1.35 亿元, 同比下降 5.02%, 当期公允价值变动主要来自于土地使用权评估增值。2021 年, 受益于长期股权投资收益增长(当期 0.76 亿元), 公司实现投资收益 0.78 亿元。同期, 公司其他收益同比增长 186.23%, 主要系公司获得政府拨付的企业发展基金 10.34 亿元(主要为融资用地出让收益)和运营补贴 3.99 亿元所致。2021 年, 公司营业外收入 3.94 亿元, 同比增加 3.88 亿元, 主要系当期无偿获得青山湖万象汇商业中心 12#购物中心所致。同期, 公司实现利润总额 17.14 亿元, 利润总额对非经常性损益依赖性仍较强。

表 17 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业总收入(亿元)	19.29	35.10
营业成本(亿元)	17.33	35.44
期间费用(亿元)	1.92	1.38
其他收益(亿元)	5.04	14.43
利润总额(亿元)	5.46	17.14
营业利润率(%)	7.34	-2.89
总资产收益率(%)	0.62	1.74
净资产收益率(%)	1.07	3.20

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从盈利指标来看, 2021 年, 受益于其他收益和营业外收入增长, 净利润规模大幅增长, 公司总资产收益率和净资产收益率同比分别增长 1.12 和 2.13 个百分点。

2022 年 1—3 月, 公司营业总收入 1.64 亿元, 相当于 2021 年全年的 4.66%; 利润总额 0.28 万元。

5. 现金流

跟踪期内, 公司经营活动现金小幅净流入, 收入实现质量明显提升; 投资活动存在较大资金缺口; 筹资活动现金持续净流入, 公司对外部筹资依赖较大。

经营活动方面, 公司经营活动现金流主要以经营业务和往来款收支为主。2021 年, 公司经营活动现金流入量同比增长 185.14%。其中, 公司

销售商品、提供劳务收到的现金 42.30 亿元, 同比增长 228.00%; 收到其他与经营活动有关的现金 20.68 亿元, 同比增长 154.19%, 主要为政府补助资金。2021 年, 公司经营活动现金流出量同比增长 218.72%。其中, 购买商品、接受劳务支付的现金为 49.46 亿元, 同比增长 353.50%; 支付的其他与经营活动有关的现金为 8.23 亿元, 同比增长 69.28%, 主要为融资用地成本等。2021 年, 公司经营活动现金流持续净流入, 净流入规模有所缩小; 当期现金收入比同比上升 53.67 个百分点, 公司整体收入实现质量较好。

表 18 公司现金流情况(单位: 亿元)

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	23.61	67.33
经营活动现金流出小计	20.94	66.73
经营活动现金流量净额	2.68	0.60
投资活动现金流入小计	20.36	5.73
投资活动现金流出小计	107.61	86.08
投资活动现金流量净额	-87.25	-80.35
筹资活动现金流入小计	173.56	164.07
筹资活动现金流出小计	85.46	80.24
筹资活动现金流量净额	88.10	83.82
现金收入比(%)	66.84	120.51

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

投资活动方面, 公司投资活动现金流主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。2021 年, 公司投资活动现金流入量同比下降 71.86%。其中, 公司收到其他与投资活动有关的现金为 5.33 亿元, 同比下降 73.14%, 主要为政府拨付的代建项目资金及地铁线路“转固”前所形成的收入。2021 年, 公司投资活动现金流出量同比下降 20.01%。其中, 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 76.95 亿元, 同比下降 19.32%, 主要为地铁线路建设投入; 支付其他与投资活动有关的现金同比增加 6.42 亿元, 主要为支付给项目公司的地铁配套设施建设资金。2021 年, 公司投资活动现金持续净流出且资金缺口较大。

筹资活动方面, 公司筹资活动现金流入流出主要是取得银行借款、吸收投资和偿还债务本息

收到/支付的现金。2021 年，公司筹资活动现金流入量同比下降 5.47%。其中，公司取得借款收到的现金为 122.39 亿元；吸收投资收到的现金为 37.67 亿元，主要为轨道建设资本金和国有资本收益返还。2021 年，公司筹资活动现金流出量同比下降 6.10%。其中，公司偿还债务支付的现金为 52.93 亿元；分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 21.76 亿元。2021 年，公司筹资活动现金持续大额净流入。

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 0.16 亿元，现金收入比为 189.09%；投资活动现金净流出 20.92 亿元；筹资活动现金净流入 3.08 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标较弱，长期偿债能力指标表现一般，间接融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，2021 年底，公司流动比率和速动比率较 2020 年底分别下降 24.15 个和 19.44 个百分点，2022 年 3 月底上述指标分别下降至 59.89%和 51.03%。同期，公司经营现金对流动负债、短期债务的保障程度下降；公司现金类资产对短期债务保障能力有所下滑。

从长期偿债指标看，2021 年，受益于政府补助拨款，公司 EBITDA 和 EBITDA 利息倍数均显著增长，公司全部债务/EBITDA 明显回落，EBITDA 对全部债务的保障能力上升。

表 19 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	88.84	64.69
	速动比率（%）	76.21	56.77
	经营现金流动负债比（%）	2.38	0.31
	经营现金/短期债务（倍）	0.05	0.01
	现金类短期债务比（倍）	0.90	0.46
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	6.65	18.17
	全部债务/EBITDA（倍）	57.57	24.61
	经营现金/全部债务（倍）	0.01	0.00
	EBITDA/利息支出（倍）	0.77	2.26
	经营现金/利息（倍）	0.31	0.07

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年3月底，公司无对外担保事项。

截至2022年3月底，公司共计获得银行授信总额1306.20亿元，尚未使用额度为957.64亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 公司本部（母公司）财务分析

跟踪期内，公司本部资产、权益和有息债务占合并口径的比重仍高，公司营业总收入主要来源于下属子公司，整体财务状况与公司合并报表基本一致。

2021 年底，公司本部资产总额 1044.37 亿元（占合并口径的 98.46%），较 2020 年底增长 15.06%。其中，流动资产占 9.58%，非流动资产占 90.42%。

2021 年底，公司本部所有者权益为 512.68 亿元（占合并口径的 98.41%），主要由 407.48 亿元资本公积和 64.87 亿元未分配利润构成，公司本部权益构成稳定。

2021 年底，公司本部负债总额 531.69 亿元（占合并口径的 98.51%），较 2020 年底增长 19.83%。其中，流动负债占 36.29%，非流动负债占 63.71%。2021 年底，公司本部资产负债率为 50.91%，较 2020 年底上升 2.03 个百分点。同期，公司本部全部债务 443.23 亿元（占合并口径的 99.10%），现金短期债务比为 0.40 倍。

2021 年，公司本部营业总收入为 5.12 亿元（占合并口径的 14.60%）；利润总额为 15.71 亿元（占合并口径的 91.69%）。

现金流方面，2021 年，公司本部经营活动现金净流入 15.42 亿元，投资活动现金净流出 88.64 亿元，筹资活动现金净流入 76.58 亿元。

十、外部支持

公司是南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，跟踪期内，持续获得当地政府在资本金、资产注入及政府补助等方面的大力支持。

资本金及资产注入

2021 年，根据南昌市财政局洪财债指〔2021〕9 号文件，公司收到南昌市财政局拨付 37.00 亿

元债券资金作为轨道建设资本金；根据南昌市人民政府办公厅抄告单洪府厅字（2018）713号文件，政府对公司每年上缴的国有资本收益采取“即征即返”方式，返还资金作为国有资本全额注入公司，公司共收到南昌市财政局拨付0.67亿元作为轨道建设资本金，上述财政拨款共增加公司资本公积37.67亿元。

2021年，根据南昌市国土资源局与南昌地产开发有限公司及华海投资（香港）有限公司签订的《国有建设用地使用权出让合同》，公司无偿获得青山湖万象汇商业中心12#购物中心，当期增加营业外收入3.94亿元。

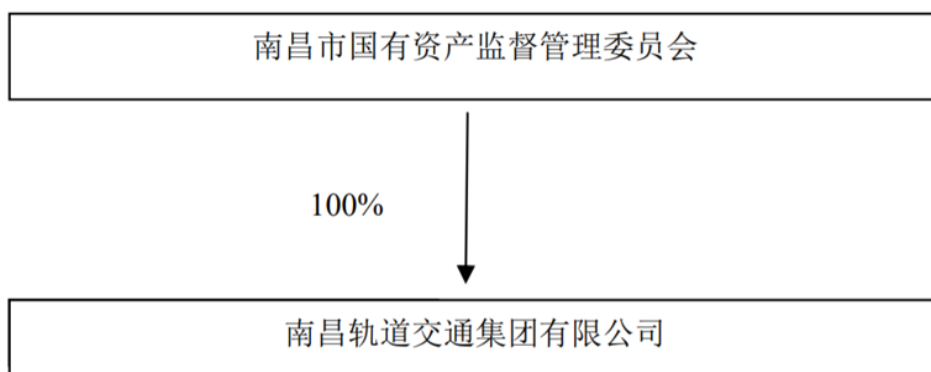
政府补助

2021年，公司获得包括企业发展基金（主要为融资用地出让收益）和运营补贴在内的政府补助资金14.43亿元，计入“其他收益”科目。

十一、结论

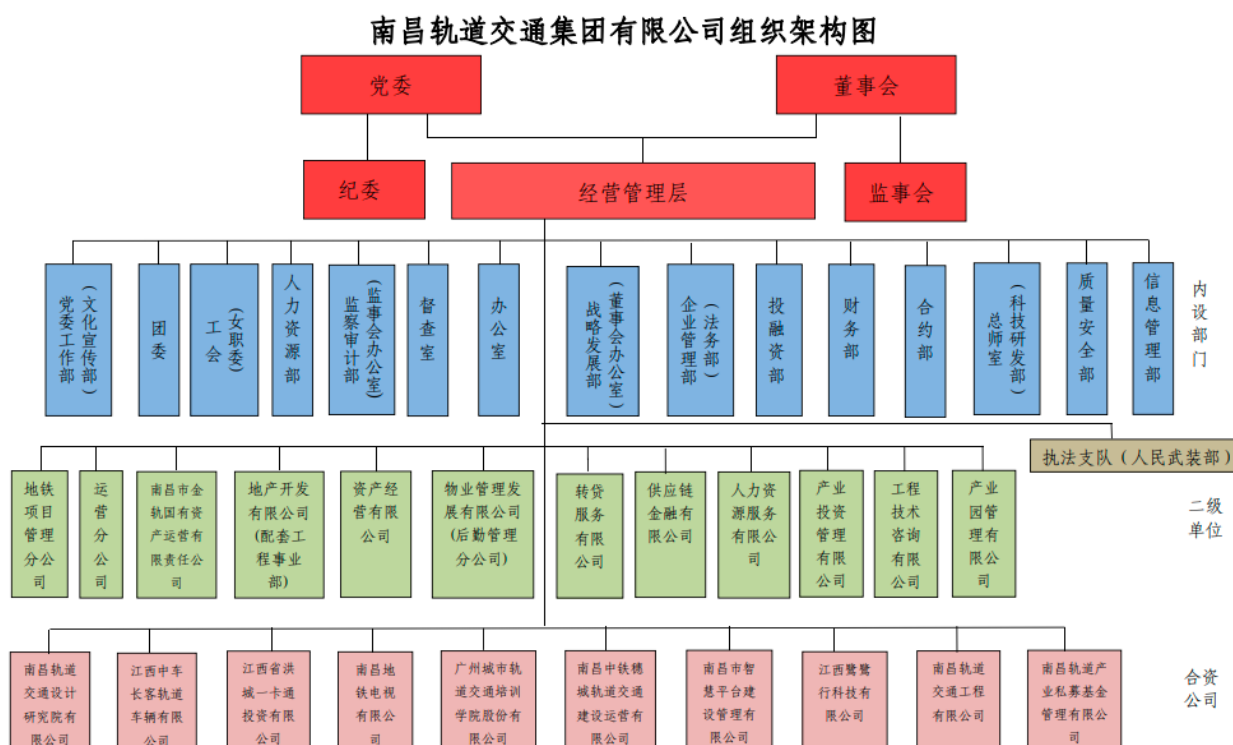
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“15洪轨02/15洪轨债02”“18南昌轨交MTN001”和“19南昌轨交MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例（%）		表决比例	取得方式
			直接	间接		
南昌轨道交通资产经营有限公司	江西省 南昌市	轨道交通资源的经营管理；物业管理；建筑材料的销售等	100.00	--	100.00	投资设立
南昌轨道交通地产开发有限公司	江西省 南昌市	土地开发、房地产开发、轨道交通项目的投资等	100.00	--	100.00	投资设立
南昌市金轨国有资产运营有限责任公司	江西省 南昌市	资产管理；自有房屋租赁等	100.00	--	100.00	其他
南昌地铁电视有限公司	江西省 南昌市	广告行业，产品或服务为广播电视节目制作、发行	51.00	--	51.00	投资设立
南昌轨道交通集团物业管理发展有限公司	江西省 南昌市	物业管理；办公室保洁服务；家庭保洁服务等	100.00	--	100.00	投资设立
南昌轨道交通设计研究院有限公司	江西省 南昌市	轨道交通、建筑、市政行业的勘察、设计、咨询和研究业务等	40.00	--	40.00	其他
南昌轨道交通集团转贷服务有限公司	江西省 南昌市	中小企业转贷服务	100.00	--	100.00	投资设立
南昌轨道交通集团供应链金融有限公司	江西省 南昌市	供应链管理；普通货物道路运输；实业投资；自营和代理各类商品及技术的进出口业务	100.00	--	100.00	投资设立
南昌轨道交通集团产业投资管理有限公司	江西省 南昌市	投资管理；投资咨询；项目投资；房地产投资等	100.00	--	100.00	投资设立
南昌轨道交通集团产业园管理有限公司	江西省 南昌市	房地产开发经营，各类工程建设活动，城市配送运输服务等		100.00	100.00	投资设立
南昌轨道房桥建材有限公司	江西省 南昌市	建材、钢材、生铁、有色金属及型材、建筑五金销售；水泥制品销售	--	50.00	50.00	非同一控制
南昌轨道环保材料有限公司	江西省 南昌市	建设工程设计，各类工程建设活动等	--	100.00	100.00	投资设立
南昌轨道能源贸易有限责任公司	江西省 南昌市	天然气、二氧化碳、石油气、汽油、煤油、柴油等批发；供应链管理服务，化工产品销售（不含许可类化工产品）	--	50.00	50.00	投资设立
南昌轨道交通集团人力资源服务有限公司	江西省 南昌市	人力资源服务（劳务派遣除外）	100.00	--	100.00	投资设立
南昌轨道交通集团工程技术咨询有限公司	江西省 南昌市	工程管理服务；工程 和技术研究和试验发展；技术服务、技术开发、技术咨询等	100.00	--	100.00	投资设立
南昌轨道信德供应链管理有限公司	江西省 南昌市	进出口代理，技术进出口，货物进出口；供应链管理服务，国际货物运输代理，技术服务等	--	75.50	100.00	投资设立
南昌轨道交通工程有限公司	江西省 南昌市	各类工程建设活动，房地产开发经营，建筑劳务分包；园林绿化工程施工等	67.00	--	67.00	投资设立

注：公司对南昌轨道交通设计研究院有限公司、南昌轨道房桥建材有限公司和南昌轨道能源贸易有限责任公司表决权未达 50%以上，但对其具有实际控制权，故纳入公司合并范围。

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	39.88	45.51	47.84	29.49
资产总额（亿元）	787.65	919.64	1060.69	1065.98
所有者权益（亿元）	421.96	472.22	520.94	515.74
短期债务（亿元）	19.29	50.62	103.44	100.65
长期债务（亿元）	302.85	332.39	343.80	358.07
全部债务（亿元）	322.14	383.01	447.24	458.73
营业总收入（亿元）	8.99	19.29	35.10	1.64
利润总额（亿元）	8.28	5.46	17.14	0.00
EBITDA（亿元）	8.93	6.65	18.17	--
经营性净现金流（亿元）	3.98	2.68	0.60	-0.16
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.83	3.17	6.28	--
存货周转次数（次）	0.21	0.84	2.40	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.02	0.04	--
现金收入比（%）	78.48	66.84	120.51	189.09
营业利润率（%）	30.01	7.34	-2.89	-50.00
总资本收益率（%）	1.07	0.62	1.74	--
净资产收益率（%）	1.86	1.07	3.20	--
长期债务资本化比率（%）	41.78	41.31	39.76	40.98
全部债务资本化比率（%）	43.29	44.78	46.19	47.07
资产负债率（%）	46.43	48.65	50.89	51.62
流动比率（%）	161.23	88.84	64.69	59.89
速动比率（%）	116.84	76.21	56.77	51.03
经营现金流动负债比（%）	6.49	2.38	0.31	--
现金短期债务比（倍）	2.07	0.90	0.46	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	0.64	0.77	2.26	--
全部债务/EBITDA（倍）	36.06	57.57	24.61	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 公司 2022 年一季度利润总额为 0.28 万元；3. 本报告已将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算、长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	36.02	37.94	41.26	23.53
资产总额（亿元）	776.81	907.70	1044.37	1049.14
所有者权益（亿元）	415.14	464.01	512.68	507.43
短期债务（亿元）	16.62	47.99	103.43	60.67
长期债务（亿元）	302.85	332.39	339.80	336.42
全部债务（亿元）	319.47	380.38	443.23	397.08
营业总收入（亿元）	0.63	8.65	5.12	0.96
利润总额（亿元）	6.72	4.33	15.71	-0.06
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	6.05	7.37	15.42	-1.40
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.22	8.01	2.62	--
存货周转次数（次）	0.02	0.48	0.63	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	52.63	31.53	92.32	223.28
营业利润率（%）	1.70	-9.97	-58.66	-111.13
总资产收益率（%）	0.91	0.50	1.64	--
净资产收益率（%）	1.61	0.92	3.06	--
长期债务资本化比率（%）	42.18	41.74	39.86	39.87
全部债务资本化比率（%）	43.49	45.05	46.37	43.90
资产负债率（%）	46.56	48.88	50.91	51.63
流动比率（%）	157.45	77.90	52.30	46.91
速动比率（%）	111.97	65.94	45.83	39.88
经营现金流动负债比（%）	10.32	6.66	8.06	--
现金短期债务比（倍）	2.17	0.79	0.40	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告已将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算，长期应付款中有息债务纳入长期债务核算；3. 未获取公司本部折旧、摊销等数据，EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”表示

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持