

南昌轨道交通集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4630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”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

评级总监：

二〇二四年六月二十四日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
南昌轨道交通集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/24
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

跟踪期内，南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）仍是南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，公司在地铁投资建设、资源开发方面保持明显的业务区域专营优势。南昌市是长江中游城市群中心城市之一，地理位置优越，城镇化水平较高。2023 年，南昌市经济总量和一般公共预算收入均实现同比增长，公司外部发展环境良好，且继续获得有力的外部支持。公司在治理结构、组织架构和高级管理人员方面均未发生重大变化。公司营业总收入主要来自轨道运营、资源开发和商品销售业务，其中轨道运营业务继续亏损且地铁建设项目未来投资规模较大，公司资金支出压力较大；受市场景气度及房地产政策影响较大，资源开发业务未来收益存在一定不确定性；有色金属贸易业务下游资金回笼情况需保持关注。公司资产中固定资产和投资性房地产规模较大，资产质量较好；公司全部债务规模较上年底保持增长，长期债务占比进一步扩大，整体债务负担仍较重，面临一定的集中偿付压力；利润实现对政府补助依赖性很强；筹资活动前现金流量净额继续为负，对外筹资需求仍然很高；整体偿债指标表现一般，间接融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在轨道建设资本金注入、国有资本收益返还和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

评级展望

未来，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，客流培育效果逐渐显现的同时，地铁沿线资源开发业务持续发展，公司经营状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司业务范围和区域范围扩大，职能定位提升，盈利能力大幅增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司地位下降，核心资产被划出，政府支持程度减弱，偿债指标表现明显恶化。

优势

- **外部发展环境良好。**南昌市是江西省省会城市，亦是长江中游城市群中心城市之一，地理位置优越，城镇化水平较高。2023 年，南昌市地区生产总值预计同比增长 4.0% 左右；一般公共预算收入同比增长 9.3%，公司外部发展环境良好。
- **仍保持明显的业务专营优势，且继续获得有力的外部支持。**公司是南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，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，业务区域专营优势明显。2023 年，公司收到政府拨付轨道建设资本金 50.60 亿元、国有资本收益返还 3.80 亿元和轨道交通发展专项资金 14.10 亿元。

关注

- **地铁运营继续亏损，且地铁建设项目未来投资规模较大。**南昌市在运营地铁条线相对有限，同时叠加轨道交通行业的公益属性，跟踪期内，公司线路运营业务继续亏损，主要依靠财政补助平衡。截至 2024 年 3 月底，在建地铁项目未来尚需投资 172.29 亿元，公司未来资金压力较大。
- **全部债务规模较上年底保持增长，并面临一定的集中偿付压力。**截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 604.36 亿元，较上年底保持增长；同期末，公司全部债务资本化比率 51.36%，现金短期债务比为 0.35 倍，面临一定的集中偿付压力。未来随着公司地铁线路建设和资源开发业务的持续推进，公司全部债务规模或将进一步上升。
- **筹资活动前现金流量净额继续为负，对外筹资需求仍然很高。**2023 年及 2024 年一季度，公司筹资活动前现金流量净额分别为-102.60 亿元和-20.34 亿元；投资活动仍存在较大资金缺口，未来随着地铁项目建设的持续推进及偿还债务本息，公司对外筹资需求仍然很高。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	4	
指示评级				a⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a⁺
外部支持调整因素：政府支持				+3
评级结果				AA⁺

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

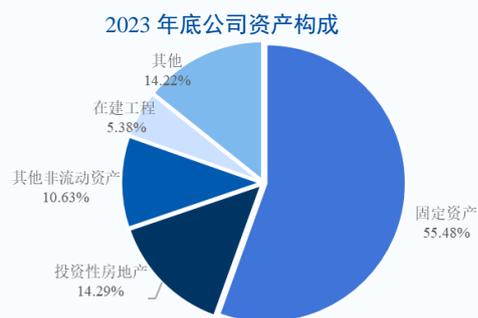
主要财务数据

合并口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
现金类资产（亿元）	47.84	20.23	36.98	20.89
资产总额（亿元）	1060.69	1118.30	1284.50	1289.39
所有者权益（亿元）	520.94	528.84	573.11	572.44
短期债务（亿元）	103.44	76.39	72.65	59.46
长期债务（亿元）	343.80	422.91	523.85	544.90
全部债务（亿元）	447.24	499.30	596.51	604.36
营业总收入（亿元）	35.10	29.94	29.34	7.69
利润总额（亿元）	17.14	1.10	1.56	-0.77
EBITDA（亿元）	18.17	2.39	3.21	--
经营性净现金流（亿元）	0.60	7.78	4.77	-2.11
营业利润率（%）	-2.89	-7.87	-17.56	-3.93
净资产收益率（%）	3.20	0.23	0.37	--
资产负债率（%）	50.89	52.71	55.38	55.60
全部债务资本化比率（%）	46.19	48.56	51.00	51.36
流动比率（%）	64.69	76.59	88.01	89.31
经营现金流动负债比（%）	0.31	4.74	2.57	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.26	0.51	0.35
EBITDA利息倍数（倍）	2.26	0.35	2.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	24.61	209.06	185.83	--

公司本部口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
资产总额（亿元）	1044.37	1100.43	1264.91	1272.53
所有者权益（亿元）	512.68	521.15	569.16	568.11
全部债务（亿元）	443.23	495.03	589.67	597.10
营业总收入（亿元）	5.12	22.48	10.07	3.21
利润总额（亿元）	15.71	1.68	3.86	-1.06
资产负债率（%）	50.91	52.64	55.00	55.36
全部债务资本化比率（%）	46.37	48.71	50.88	51.24
流动比率（%）	52.30	62.53	75.67	74.68

注：1.2021—2023年财务数据取自当年审计报告期末数，2024年一季度财务数据未经审计；2.本报告合并口径及公司本部口径均将其他流动负债带息部分纳入短期债务核算，将长期应付款带息部分纳入长期债务核算；3.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，单位均指人民币；4.“--”代表数据不适用

资料来源：根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理



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	特殊条款
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	36.00 亿元	19.70 亿元	2025/08/03	债券持有人有权在本期债券存续期的第 5 年末、第 10 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给公司

注：1. “15 洪轨 02/15 洪轨债 02” 附带投资者回售选择权，上表所列到期兑付日为下一次行权日，下一到期日为 2025/08/03；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
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/06/23	谢 晨 迟腾飞	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	AA+/稳定	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：上述评级方法/模型、评级报告通过链接可查询；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：迟腾飞 chitf@lhratings.com

项目组成员：程畅威 chengcw@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人均未发生变化。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 26.15 亿元，南昌市交通投资集团有限公司（以下简称“南昌交投”）为公司唯一股东，南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）为公司实际控制人。

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。

截至 2024 年 3 月底，公司本部设企业管理部、投资发展部、财务部、建设管理部、运营管理部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围内一级子公司共 13 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 1284.50 亿元，所有者权益 573.11 亿元（含少数股东权益 0.99 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 29.34 亿元，利润总额 1.56 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 1289.39 亿元，所有者权益 572.44 亿元（含少数股东权益 1.15 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.69 亿元，利润总额-0.77 亿元。

公司注册地址：江西省南昌市红谷滩新区丰和大道 912 号地铁大厦第 5、25、26、27 层；法定代表人：万先逵。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见图表 1。截至 2024 年 5 月底“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”募集资金已全部用于南昌市轨道交通 2 号线一期工程建设，上述债券募集资金均按照指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

图表 1 • 截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	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

注：公司于 2020 年 8 月 3 日提前赎回“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”债券本金 16.30 亿元
资料来源：公司提供

“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”附带回售选择权，债券持有人有权在本期债券存续期的第 5 年末、第 10 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给公司。

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024年一季度报）》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

南昌市是江西省省会城市，亦是长江中游城市群中心城市之一，地理位置优越，城镇化水平较高。2023年，南昌市地区生产总值及一般公共预算收入均实现同比增长。整体看，公司外部发展环境良好。

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2023年底，南昌市常住人口656.82万人，城镇化率为79.58%。

图表 2 • 南昌市主要经济指标

项目	2022年	2023年
GDP（亿元）	7203.50	/
GDP 增速（%）	4.1	4.0
固定资产投资增速（%）	7.6	/
三产结构	3.4: 48.4: 48.2	/
人均 GDP（万元）	11.10	/

注：“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《2024年南昌市政府工作报告》，2023年，南昌市地区生产总值¹预计同比增长4.0%左右，规上工业增加值预计同比增长4.0%左右。

图表 3 • 南昌市主要财力指标

项目	2022年	2023年
一般公共预算收入（亿元）	457.70	500.18
一般公共预算收入增速（%）	5.1	9.3
税收收入（亿元）	275.80	330.11

¹ 公开数据尚未披露南昌市2023年地区生产总值数据

税收收入占一般公共预算收入比重（%）	60.26	66.00
一般公共预算支出（亿元）	938.80	925.61
财政自给率（%）	48.75	54.04
政府性基金收入（亿元）	290.10	270.81
地方政府债务余额（亿元）	1481.74	1678.60

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《关于南昌市 2023 年全市和市级预算执行情况与 2024 年全市和市级预算草案的报告》，2023 年，南昌市一般公共预算收入同比增长 9.3%，一般公共预算收入质量尚可；南昌市财政自给能力一般。2023 年，受国有土地使用权出让收入下降影响，南昌市政府性基金收入同比下降 6.6%。

截至 2023 年底，南昌市地方政府债务余额为 1678.60 亿元，其中，一般债务 569.80 亿元，专项债务 1108.80 亿元；2023 年底政府债务率²为 152.51%，地方政府债务负担重。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 26.15 亿元，南昌交投为公司唯一股东，南昌市国资委为公司实际控制人。

2 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍是南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，业务区域专营优势明显。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。公司仍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，业务区域专营优势明显。

3 信用记录

跟踪期内，公司本部及重要子公司本部债务履约情况良好；联合资信未发现公司本部及重要子公司本部新增其他重大不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91360125680900685J），截至 2024 年 5 月 8 日，公司本部无未结清及已结清的不良、关注类信用记录，过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91360102586594423J），截至 2024 年 5 月 8 日，公司子公司南昌轨道交通资产经营有限公司（以下简称“轨交资产”）本部无未结清及已结清的不良、关注类信用记录，过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：9136010069605855XD），截至 2024 年 5 月 22 日，公司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”）本部无未结清及已结清的不良、关注类信用记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在债券市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及上述重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

² 政府债务率=地方政府债务余额/综合财力=地方政府债务余额/（一般公共预算收入+返还性收入+一般性转移支付收入+专项转移支付收入+政府性基金收入+政府性基金上级补助收入）

（二）管理水平

跟踪期内，公司在治理结构、组织架构和高级管理人员方面均未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，地铁4号线一期进入正式运营期，随着客流逐渐培育，2023年，轨道运营收入同比增幅明显；受益于新增有色金属贸易，公司商品销售业务规模同比大幅增长；此外，公司在地铁沿线资源开发方面仍具有很强的业务专营性，资源开发业务保持良好发展。由于线路运营业务公益性很强，公司综合毛利率继续为负，且亏损幅度进一步扩大。

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发展格局。2023年，公司地铁4号线一期进入正式运营期，随着客流逐渐培育，当期轨道运营业务收入同比增长33.69%，但由于轨道运营业务公益性很强，该业务仍维持较大幅度亏损；商品销售业务收入同比大幅增长，主要系新增有色金属贸易所致，同时有色金属利润空间相对有限，公司商品销售业务毛利率同比下降明显；受当年项目结算规模较少影响，基础设施代建收入同比下降97.23%，毛利率同比有所上升；资源开发业务稳步推进，其中上盖物业出让、资产委托经营、文创等板块收入均实现增长，毛利率同比有所下降，但整体仍保持较高水平。同期，公司营业总收入同比保持相对稳定，综合毛利率继续为负，亏损幅度进一步扩大。

2024年一季度，公司营业总收入相当于2023年全年的26.22%，综合毛利率继续为负。

图表4·公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024年1—3月		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
轨道运营	50965.99	17.02	-83.19	68136.32	23.22	-107.32	28947.94	37.63	-33.51
商品销售	47018.03	15.71	10.39	153698.05	52.39	4.31	37879.03	49.24	4.19
资源开发	37359.24	12.48	65.07	46092.55	15.71	58.72	7950.68	10.34	77.15
基础设施代建	149548.91	49.95	0.86	4136.34	1.41	3.96	0.00	0.00	--
其他业务	14484.97	4.84	28.55	21334.94	7.27	27.18	2150.79	2.80	37.14
合计	299377.15	100.00	-2.60	293398.21	100.00	-11.41	76928.44	100.00	-1.54

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

（1）轨道交通建设及运营

2023年，南昌市各运营条线的客运量均有所增长，由于在运营地铁条线相对有限，同时叠加轨道交通运输行业的公益属性，公司线路运营业务继续亏损，主要依靠财政补助。公司在建地铁项目未来仍存在较大的资金需求。

跟踪期内，南昌市轨道交通建设任务仍由公司本部承担，其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2024年3月底，南昌市在运营地铁线路为1号线一期、2号线一期（含南延线）、3号线和4号线一期。其中除3号线部分采用PPP模式建设以外，其余条线均由公司自建自营。3号线工程分为公司自建A部分和PPP项目B部分，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，特许经营期28年（建设期3年、运营期25年），特许经营期内，PPP项目公司负责对B部分进行投融资建设；租赁A部分设施，负责3号线工程全线（A、B两部分）的运营、维护、更新（仅限于B部分）及维持运营投资（不含远期增购车辆）等工作，以及授权范围内的非客运服务业务经营。PPP项目公司通过特许经营获得运营收入和政府可行性缺口补贴等方式实现资金平衡。公司作为政府方出资，与社会资本方分别持有PPP项目公司南昌中铁穗城轨道交通建设运营有限公司（以下简称“中铁穗城”）10.00%和90.00%的股权，中铁穗城不纳入公司合并范围。

图表5·截至2024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	通车时间	里程（千米）	车站数（座）	总投资	资本金比例	已到位资本金	已投资
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	2015.12	28.80	24	200.32	40%	80.13	210.35

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	2019.06	23.78	21	159.74	41%	65.49	157.24
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	2017.08	8.50	7	45.03	41%	18.46	28.85
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	2020.12	28.50	22	215.85	20%	31.41	108.94
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），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	2021.12	40.02	29	308.30	25%	77.08	190.96
合计		--	129.60	103	929.24	--	272.57	696.34

注：1. 已投资额统计口径为工程口径；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 A 部分的土建工程投入，中铁德城所负责的 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；4. 1 号线一期、2 号线一期重新核算建设成本，故已投资规模略小于以往年度披露数据；2 号线南延因工程建设需要，总投资额略有调增
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。2023 年，公司在运营地铁线路客运量、开行列次、票务收入同比均有所上升。3 号线仍由 PPP 项目公司中铁德城运营，相关票务收入不纳入公司轨道运营收入核算。由于轨道交通运输业务公益性很强，公司营运收入难以覆盖其运营成本，南昌市人民政府每年给予公司一定的运营补贴以保障其基本运营，2023 年，公司收到南昌市人民政府地铁运营补贴 2.49 亿元。

图表 6·公司在运营地铁线路运营情况

项目名称	地铁 1 号线一期			地铁 2 号线一期（含南延线）			4 号线一期		
	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
年度客运量（万乘次）	8866.76	14243.98	3682.20	5991.81	9566.61	2464.16	4272.66	7067.15	1944.08
日均客运量（万乘次）	24.29	39.02	40.46	16.42	26.21	27.08	11.71	19.36	21.36
列车开行列次（列）	128473	140139	35669	116330	124931	32199	124590	130330	32650
运营里程（万列公里）	350.93	380.75	96.69	368.13	395.62	101.98	432.56	450.62	112.99
票务收入（亿元）	1.54	2.34	0.58	0.87	1.49	0.38	0.65	1.08	0.29

注：1. 票务收入为含税金额；2. 2022 年以前，公司试运营期间的地铁线路不确认运营期的收入成本，收入成本差额（运营亏损部分）计入在建工程；2022 年公司会计政策调整，试运营期间的地铁线路正常确认运营期收入成本，并在利润表体现

资料来源：公司提供，联合资信整理

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），跟踪期内，1 号线北延、东延和 2 号线东延工程项目按照规划方案有序开展。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。

图表 7·截至 2024 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	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%	22.41	28.66
1 号线东延	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%	5.04	7.79
2 号线东延	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%	21.63	32.27
合计	--	--	--	241.01	--	49.08	68.72

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）资源开发业务

公司依托地铁沿线资源优势继续开展物业租赁及管理、上盖物业开发等经营性业务，资源开发业务对整体营收形成有益补充。

但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。

跟踪期内，公司资源开发业务仍主要由子公司轨交地产、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。2023年，公司资源开发收入主要来自上盖物业出让收入（1.42亿元）、资产委托经营收入（1.41亿元）、物业管理及租赁业务收入（1.37亿元），同时公司资源开发业务涉及广告经营、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南昌轨道交通集团有限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工作。2023年，公司实现上盖物业出让收入1.42亿元，毛利率为4.09%。截至2024年3月底，公司已建成（达到可出让条件）及在建的上盖物业地块主要为蛟桥停车场综合开发地块、望城车辆段综合开发地块、枫下停车场综合开发地块、京家山站地块、瑶湖东站地块，上述地块土地成本7.85亿，已完成投资6.60亿。

物业管理及租赁方面，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2024年3月底，公司主要自主开发的“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，2023年地铁大厦租金收入0.55亿元。公司主要合作开发的“地铁+社区”项目为地铁时代广场和青山湖区商业综合体（万象汇），开发主体分别为南昌地铁时代置业有限公司（以下简称“时代置业公司”）公司持股40.00%和江西瑞禾润置房地产开发有限公司（以下简称“润置房地产公司”）公司持股49.00%，上述项目公司负责项目的运营和管理，公司每年参与利润分红。截至2024年3月底，上述项目已累计完成投资51.51亿元³，累计实现销售收入51.95亿元，累计实现投资收益1.52亿元⁴。

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2024年3月底，金轨资产共持有房产面积76.45万平方米（出租率为88.60%），土地使用权面积177.98万平方米（出租率为97.81%），主要体现在投资性房地产科目。根据上述《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。2023年，公司资产委托经营业务收入相对平稳，当期实现收入1.41亿元。

（3）商品销售

商品销售业务是公司营业总收入的重要来源，2023年，公司新增有色金属贸易业务且规模较大，下游客户主要为地方民营企业，需关注下游资金回笼情况。跟踪期内，公司此前开展的燃料油业务仍存在未决涉诉情况，需关注案件进展及相关款项回收情况。

跟踪期内，公司新增有色金属贸易业务，由子公司南昌轨道交通集团供应链金融有限公司（以下简称“供应链公司”）负责运营，主要贸易产品为阴极铜。公司有色金属贸易业务上游供应商主要为江西铜业集团有限公司入库经销商，下游客户主要为当地从事铜制品加工生产的民营企业，公司在实际业务过程中，上下游对手方货款结算周期存在一定差异；公司与上游供应商一般为货款现结，下游客户收货后一般拥有一个月内账期。此外，公司商品销售业务还主要涉及混凝土（商混）、管片、钢材等多个品种。跟踪期内，上述各贸易板块经营主体未发生变化，钢贸业务由子公司轨交资产负责运营，混凝土（商混）及管片业务由子公司南昌轨道房桥建材有限公司负责运营。2023年，公司商品销售业务实现收入15.37亿元，主要来源于有色金属7.50亿元、钢材5.73亿元、管片1.32亿元和混凝土（商混）0.81亿元。同年，公司商品销售业务下游客户集中度一般，从前五大销售对象来看，公司有色金属业务的下游客户主要为民营企业，经查询，相关企业不存在被执行等负面舆情，但下游资金回笼情况仍需保持关注。

2022年以来，受燃料油业务毛利率较低且市场风险较大的影响，公司暂停运营该业务，截至本报告出具日，仍存在两起因开展燃料油业务形成的未决涉诉。经“中国执行信息公开网”等公开渠道查询，根据案号：（2023）赣01执恢149号，供应链公司起诉中油广西田东石油化工有限公司、中油广西田东石油化工有限公司销售合同纠纷一案，南昌市中级人民法院判令被告向供应链公司返还款项2.90亿元，截至本报告出具日，供应链公司收回前述部分款项，仍有1.82亿元款项及逾期利息、诉讼费未收回。此外，根据案号：（2021）赣01民初1279号，子公司轨交资产起诉南京钦城能源有限公司、王林、徐驰、丁蓓、赵忠新、王磊、常州金坛玉见餐饮文化有限公司、

³ 2024年3月底已投数据小于2023年跟踪评级报告披露数据，系地铁时代广场实际建设成本核算调整所致。

⁴ 投资收益按项目公司的累计利润*股比计算，受项目公司经营亏损影响，公司累计投资收益较以往年度有所下降。

镇江市佳钦商贸有限公司、常州佳钦商贸有限公司、廊坊中油华通油品销售有限责任公司、江苏盈丰收农副产品有限公司合同纠纷一案，由南昌市中级人民法院于 2021 年 12 月 22 日立案和进行财产保全，该案件目前仍在审理过程中；案涉标的 2.63 亿元。

图表 8 • 2023 年公司商品销售上下游前五大情况

	公司名称	主要贸易品种	采购/销售量 (万元)	占比 (%)
上游供应商	江西国信优助科技有限公司	阴极铜	50243.06	34.16
	中铁物贸集团深圳有限公司	钢材	22756.14	15.47
	江西久隆贸易有限公司	钢材	11990.95	8.15
	南昌市交投建材有限公司	钢材	11716.66	7.97
	江西航明供应链管理有限公司	钢材	4514.33	3.07
	合计	--	101221.14	68.83
下游客户	江西恒翔电气有限公司	阴极铜	50477.53	32.84
	中铁一局集团建筑安装工程有限公司	钢材	7542.51	4.91
	中铁电气化局集团有限公司	钢材	7458.70	4.85
	中铁一局集团城市轨道交通工程有限公司	管片	6854.79	4.46
	江西隆丰达商贸有限公司	钢贸	6459.31	4.20
	合计	--	78792.84	51.26

资料来源：公司提供，联合资信整理

(4) 基础设施代建

跟踪期内，公司已完工基础设施代建业务回款效率偏低，项目储备有限。

跟踪期内，公司继续以委托代建模式承接南昌市部分市政基础设施建设项目，公司主要已完工基础设施建设项目为艾溪湖隧道工程。根据《南昌市推进轨道交通建设指挥部办公例会纪要（2019）3号》，艾溪湖隧道工程项目资金由公司、南昌高新技术产业开发区（以下简称“南昌高新区”）及南昌市财政局共同出资，公司作为代建方，先行筹资并组织艾溪湖隧道项目的招标建设工作。根据《基本建设项目建设成本管理规定》财建〔2016〕504号文件，项目按照建设管理费总额控制数费率表计算代建管理费，由南昌高新区及南昌市两级政府按承担建设成本决算情况分摊向公司支付出资资金及代建管理费。截至 2024 年 3 月底，艾溪湖隧道工程项目已累计完成投资 18.13 亿元（南昌市财政局拨付资本金 4.00 亿元），已确认收入 14.95 亿元，除项目资本金拨付外，公司暂未收到其他部分回款。此外，公司还承接了象山路、叠山路道路综合改造提升工程，截至 2024 年 3 月底累计已投资 5.41 亿元，公司已于 2023 年将该项目移交至政府部门，由于该项目建设资金由财政资金覆盖，公司不确认收入，项目建设成本冲抵前期收到财政资金（体现在“其他应付款”）。同期末，公司暂无重大的在建及拟建基础设施项目。

2 未来发展

公司未来仍将以轨道交通建设为发展核心，继续推进公司多业务板块协同发展。

公司作为南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，将在南昌市人民政府的规划下统筹安排，建立以公共交通为主体的综合客运交通体系，适应南昌市各发展阶段的交通需求。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，实现建设、轨道运营、投资开发、经贸服务“四大板块”协同发展。

(四) 财务方面

公司提供了 2023 年合并财务报告，中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务数据未经审计。

2023 年，公司合并范围注销 1 家一级子公司、2 家二级子公司，并新增 1 家一级子公司（非同一控制下合并）、1 家二级子公司（投资新设）。2024 年一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2024 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 13 家。总体看，跟踪期内，公司合并范围内增减的子公司数量少且规模较小，无重大会计政策变更，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

截至 2023 年底，公司资产总额较上年底稳步增长，资产结构非流动资产占比仍高。公司资产中固定资产及投资性房地产规模较大，主要为地铁线路、上盖物业及土地使用权，公司资产质量较好，资产流动性较差，符合轨道交通行业特点。

随着融资规模扩大、地铁线路的继续投入及部分线路完工转入固定资产，截至 2023 年底，公司资产总额较上年底增长 14.86%，资产结构无明显变化，流动资产占比仍高。

图表 9 • 公司资产主要构成情况

科目	2022 年		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	125.67	11.24	163.34	12.72	151.89	11.78
货币资金	19.97	1.79	36.54	2.84	20.49	1.59
其他应收款	53.04	4.74	71.71	5.58	75.16	5.83
非流动资产	992.63	88.76	1121.16	87.28	1137.49	88.22
投资性房地产	181.18	16.20	183.50	14.29	183.64	14.24
固定资产	503.71	45.04	712.67	55.48	712.21	55.24
在建工程	211.70	18.93	69.09	5.38	79.66	6.18
其他非流动资产	74.80	6.69	136.52	10.63	142.80	11.08
资产总额	1118.30	100.00	1284.50	100.00	1289.39	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季报整理

① 流动资产

截至 2023 年底，公司流动资产较上年底增长 29.98%，主要由货币资金和其他应收款和存货构成。公司货币资金较上年底增长 82.97%，主要系储备债券偿还资金所致；公司货币资金中受限资金规模很小（0.06 亿元，主要为履约保证金）。公司应收账款 19.98 亿元，账面价值较上年底增长 8.65%，主要为应收南昌高新技术产业开发区管委会（6.85 亿元）及南昌市财政局（5.05 亿元）工程款，集中度较高（应收账款前五大欠款方合计占比为 72.41%）；应收账款账龄以 1 年以内和 1~2 年为主（合计占 89.83%），整体账龄较合理；公司应收账款累计计提坏账准备 0.96 亿元。公司其他应收款较上年底增长 35.20%，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，集中度很高；应收账款账龄 1 年以内、1~2 年、2~3 年和 3 年以上的比例分别为 31.18%、19.83%、27.72%和 21.27%，部分应收账款账龄较长；累计计提坏账准备 1.23 亿元。公司存货 22.92 亿元，主要为未出租的上盖物业项目和部分销售用原材料（占 93.04%）；公司存货未计提跌价准备；公司以开发成本账面价值 3.65 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 15.94%。

图表 10 • 公司 2023 年底主要其他应收款明细

名称	款项性质	期末余额 (亿元)	账龄	占其他应收款期末余额的比例 (%)	坏账准备期末余额 (亿元)
应收轨道交通发展专项资金	已转固地铁线路融资利息	52.02	1 年以内、1~4 年	71.33	--
中油广西田东石油化工总厂有限公司	预付购货款	10.54	1~3 年	14.45	1.10
南昌市国金产业投资有限公司	往来款	7.00	4~5 年	9.6	--
乳源山城水都木制品有限公司	转贷资金	1.01	1 年以内	1.38	--
南昌地铁时代置业有限公司	往来款及借款	0.65	2~3 年、5 年以上	0.90	--
合计	--	71.23	--	97.66	1.10

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，待轨道融用地收益实现后再予以冲销；2. 南昌市国金产业投资有限公司唯一股东为南昌市产业投资集团有限公司，实际控制人为南昌市人民政府；3. 公司与中油广西田东石油化工总厂有限公司因原油贸易业务存在合同纠纷，故单项计提坏账准备 1.10 亿元；4. 乳源山城水都木制品有限公司系民营企业
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

② 非流动资产

截至 2023 年底，公司非流动资产较上年底增长 12.95%，主要由投资性房地产、固定资产和其他非流动资产构成。公司投资性房地产主要为金轨资产、轨交地产和公司本部持有的房屋、建筑物及土地使用权，均采用公允价值计量模式计量；随着地铁 4 号线一期进入正式运营期并转入固定资产，当期末固定资产较上年底增长 41.49%⁵，公司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。截至 2023 年底，公司以价值 88.56 亿元的地铁 1 号线、2 号线、4 号线一期部分站点和设备作为融资标的物向融资租赁公司借款。同期末，公司在建工程主要由地铁 1 号线和 2 号线沿线项目及部分自营项目投入构成；随着对南昌市地铁沿线周边土地收储（主要源自红谷滩区和经开区的 4850 亩土地）以及昌景黄铁路南昌东站⁶建设工作的继续推进，公司其他非流动资产较上年底大幅增长 82.51%，此外，其他非流动资产还包括对江西省铁路航空投资集团有限公司投资款 27.97 亿元及预付工程款 16.86 亿元。2024 年 3 月底，公司资产总额和结构较 2023 年底变化不大，随着地铁线路的不断投入，非流动资产占比进一步上升。

受限资产方面，截至 2023 年底，公司受限资产 96.45 亿元，主要为用于抵押借款的固定资产，占资产总额 7.51%，受限比例低。

（2）资本结构

① 所有者权益

受轨道建设专项资金的注入、国有资本收益返还、不动产划转等因素影响，截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底有所增长，所有者权益稳定性较强。

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 8.37%，主要系资本公积增长所致。同期末，公司实收资本未发生变化。公司资本公积同比保持增长，主要系收到轨道建设专项资金的注入、国有资本收益返还和不动产划转等所致。截至 2023 年底，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较强。2024 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构无明显变化。

图表 11 • 公司所有者权益主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	26.15	4.95	26.15	4.56	26.15	4.57
资本公积	426.38	80.63	475.05	82.89	475.05	82.99
未分配利润	66.41	12.56	60.61	10.58	59.77	10.44
归属于母公司所有者权益合计	528.07	99.85	572.11	99.83	571.29	99.80
所有者权益合计	528.84	100.00	573.11	100.00	572.44	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度整理

② 负债

截至 2023 年底，公司全部债务规模较上年底保持增长，短期债务占比继续下降，但整体债务负担仍较重，面临一定的集中偿付压力。未来随着公司地铁线路建设和基础设施建设的持续推进，公司债务规模或将进一步上升。

截至 2023 年底，公司负债总额较上年底增长 20.69%，非流动负债占比仍较高。

截至 2023 年底，除银行、直融和非标借款以外，公司经营性负债主要体现为应付账款，应付对象主要为轨道交通工程施工方。随着地铁线路建设的持续推进，2023 年末应付账款较上年底增长 50.57%，账龄 1~2 年（含）、2~3 年（含）和 3 年以上分别占 43.90%、27.84%和 28.26%。

图表 12 • 公司负债主要构成情况

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	164.09	27.84	185.60	26.09	170.08	23.72

⁵ 截至 2023 年底，公司固定资产较上年底净增加 208.96 亿元，其中地铁线路增加 208.14 亿元，除 4 号线一期（190.96 亿元）由在建工程科目转入以外，还来源于 3 号线以往年度尚未转固的部分，以及其他房屋、建筑物、机器设备、电子设备等资产的增加。

⁶ 根据南昌市人民政府与江西省铁路发展有限公司（以下简称“江西省铁”）签订的《昌景黄铁路南昌东车站房合作建设协议》，昌景黄铁路南昌东车站房由江西省铁负责建设，应南昌市人民政府要求，南昌东车站房建设规模暂按 10.00 万平方米控制设计；南昌市人民政府承担建设规模中 2.00 万平方米以外的 8.00 万平方米的工程投资（估算投资为 14.4 亿元），并指定该部分投资由公司承担，其投资不作为对江西省铁的股权投资，不纳入股比，站房资产所有权和使用权归属江西省铁所有。

短期借款	18.75	3.18	16.53	2.32	16.40	2.29
应付账款	67.31	11.42	101.01	14.20	99.20	13.84
一年内到期的非流动负债	27.66	4.69	43.90	6.17	25.56	3.56
非流动负债	425.37	72.16	525.79	73.91	546.87	76.28
长期借款	275.47	46.73	322.94	45.40	336.15	46.89
应付债券	124.27	21.08	155.89	21.91	165.89	23.14
长期应付款	23.18	3.93	45.02	6.33	42.86	5.98
负债总额	589.46	100.00	711.39	100.00	716.95	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

有息债务方面，本报告将其他流动负债、长期应付款中的有息债务分别纳入短期债务和长期债务核算。随着公司轨道交通项目建设工程的推进，配套项目贷款规模相应增长。跟踪期内，公司长期借款和直接融资规模较大，截至2023年底，全部债务较上年底增长19.47%，由于地铁项目建设涉及投资大、回报期长的特性，公司长期债务占比仍高。截至2023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上年底均有所上升。整体来看，公司整体债务负担较重。

截至2024年3月底，公司全部债务规模保持增长，短期债务占比进一步下降；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上年底均小幅上升。同期末，公司未来一年内需偿还的债务本息为59.46亿元，面临一定的集中偿付压力。

图表 13 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

图表 14 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

图表 15 • 截至2024年3月底公司有息债务及融资成本情况

项目	融资余额 (亿元)	利率区间	平均利率水平
银行借款	337.03	2.45% ~ 4.45%	3.83%
债券融资	181.30	2.44% ~ 4.35%	3.48%
非标融资	84.15	2.68% ~ 5.39%	3.62%

注：1. 上述债务不含应付票据；2. 公司信用类债券金额系债券存续本金总额，与报表科目余额有所差异

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(3) 盈利能力

受益于轨道交通发展专项资金等政府补助资金规模较大，2023年，公司利润总额同比有所增长，但下属项目公司经营亏损影响，导致投资收益继续为负，且公司公允价值变动收益受投资性房地产评估结果影响较大，公司利润实现对政府补助依赖性很强。

2023年，公司营业总收入和营业成本分别同比下降2.00%和增长6.41%；营业利润率同比下降9.69个百分点。

非经营性损益方面，公司公允价值变动收益主要来源于其持有的投资性房地产。2023年，公司公允价值变动收益为负，主要系子公司金轨资产部分资产登记成本费用支出，调减投资性房地产成本4.23亿元，调减公允价值变动2.82亿元所致。同年，受江西省洪城一卡通投资有限公司、时代置业公司、润置房地产公司投资亏损影响（合计亏损5340.74万元），公司当期权益法核算的长期股权投资收益为负。2023年，政府补助（其他收益）主要来源于轨道交通发展专项资金14.10亿元，对公司利润总额贡献度很高。

2024年1—3月，公司实现营业总收入7.69亿元，相当于2023年全年的26.22%。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年一季度
营业总收入	29.94	29.34	7.69
营业成本	30.72	32.69	7.81
期间费用	1.42	1.62	0.47
其他收益	7.28	14.20	0.02
公允价值变动收益	-1.09	-2.94	0.00
投资收益	-0.26	-0.31	0.02
利润总额	1.10	1.56	-0.77
营业利润率（%）	-7.87	-17.56	-3.93
总资本收益率（%）	0.12	0.19	--
净资产收益率（%）	0.23	0.37	--

注：2024年一季度其他收益为28.49万元
资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

（4）现金流

2023年，受经营业务回款规模增加影响，加之转贷资金往来规模较大，公司经营活动现金流入规模明显上升，经营活动现金总体保持净流入，收入实现质量明显转好；投资活动主要体现为地铁线路建设投入，前期资金投入量大，建设及资金回笼周期较长，公司仍面临资金缺口；筹资活动现金继续大额净流入，未来随着地铁项目建设的继续推进及偿还债务本息，公司对外筹资需求仍然很高。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1—3月
经营活动现金流入小计	32.53	71.06	25.12
经营活动现金流出小计	24.75	66.29	27.23
经营活动现金流量净额	7.78	4.77	-2.11
投资活动现金流入小计	0.43	3.76	0.17
投资活动现金流出小计	85.09	111.13	18.40
投资活动现金流量净额	-84.66	-107.37	-18.23
筹资活动前现金流量净额	-76.88	-102.60	-20.34
筹资活动现金流入小计	181.73	245.03	32.85
筹资活动现金流出小计	131.90	125.78	28.56
筹资活动现金流量净额	49.83	119.25	4.29
现金收入比（%）	41.84	90.95	100.49

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

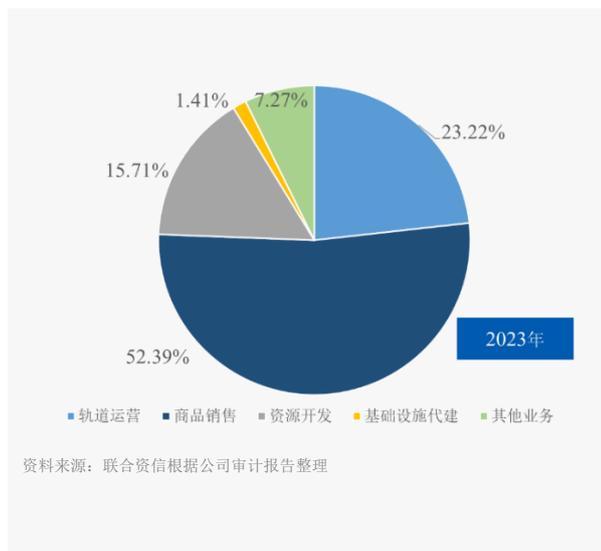
从经营活动来看，2023年，受益于开展有色金属贸易业务，公司整体经营业务现金收支规模明显上升，叠加当年转贷资金往来较大影响，公司经营活动现金流入量及流出量分别同比增长118.44%和167.85%，其他与经营活动有关的现金主要包括转贷资金、往来款收支和政府补助款项，公司经营活动现金仍保持净流入。2023年，公司贸易业务回款情况较好，现金收入比同比上升49.11个百分点。

从投资活动来看，2023年，公司投资活动现金流入量较小；现金流出量维持较大规模，主要为地铁线路建设投入（购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金）及支付给项目公司的地铁配套设施建设资金（支付其他与投资活动有关的现金），地铁相关项目前期资金投入量大，建设及资金回笼周期较长，公司投资活动现金继续净流出且资金缺口仍较大。

从筹资活动来看，2023年，公司扩大对外融资规模，以及当年收到的轨道建设资本金和国有资本收益返还规模较大，公司筹资活动现金流入同比增长34.83%；筹资活动现金流出主要体现为偿还债务本息，较上年变化不大；公司筹资活动现金仍保持大额净流入。

2024年一季度，公司经营活动现金转为净流出，投资活动现金保持净流出，筹资活动仍呈现净流入。

图表 17 • 2023年公司营业总收入构成



2 偿债指标变化

公司短期和长期偿债指标均表现一般，间接融资渠道畅通。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	76.59	88.01	89.31
	速动比率 (%)	62.92	75.66	75.00
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.26	0.51	0.35
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	2.39	3.21	--
	全部债务/EBITDA (倍)	209.06	185.83	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.35	2.45	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024年一季报及提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2023 年底，公司流动比率与速动比率分别较上年上升 11.42 个和 12.74 个百分点，流动资产对流动负债的保障程度仍尚可；公司现金短期债务比有所提高。2024 年 3 月底，公司流动比率与速动比率相对稳定，现金短期债务比有所下降。公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 和 EBITDA 利息倍数均有所上升，全部债务/EBITDA 有所下降。EBITDA 对全部债务的保障能力弱。长期偿债指标表现一般。

截至 2024 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2023 年底，公司获得的银行授信额度为 1276.18 亿元，未使用额度为 850.63 亿元，公司间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司业务主要由下属子公司承担，资产、负债和所有者权益主要来自公司本部，公司本部债务结构和债务负担与合并口径基本一致。

(五) ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，公司 ESG 表现较好。

环境方面，公司轨道交通建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至本报告出具日，联合资信未发现公司发生安全责任事故、污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司响应政府政策，参与地方帮扶、消防安全、运输保障等工作，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了完善的法人治理结构。跟踪期内，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司实际控制人具有非常强的综合实力，公司作为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，在资本金注入、政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

公司实际控制人系南昌市国资委。南昌市是江西省省会城市，同时是长江中游城市群中心城市之一，其经济及财政实力常年位于江西省首位。2023 年，南昌市地区生产总值和一般公共预算收入均实现增长。截至 2023 年底，南昌市地方政府债务余额为 1678.60 亿元，其中，一般债务 569.80 亿元，专项债务 1108.80 亿元。整体看，公司实际控制人具有非常强的综合实力。

公司作为南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，承担着南昌市城市轨道交通建设及运营、轨道交通周边资源开发和经营管理的重要职能，公司业务专营优势明显。跟踪期内，公司继续在资本金注入、国有资本收益返还和政府补助等方面获得有力的外部支持。

资本金注入

2023年，根据南昌市财政局洪财债指（2023）2号、洪财债指（2023）11号、洪财债指（2023）16号、洪财债指（2023）75号、《南昌市推进轨道交通建设指挥部会议纪要》（（2021）1号）等文件，公司收到南昌市财政局、南昌经济技术开发区管理委员会、南昌市红谷滩区财政局累计拨付轨道建设资本金 50.60 亿元。

国有资本收益返还

根据南昌市人民政府办公厅抄告单洪府厅字（2018）713号文件，南昌市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资金 3.80 亿元，上述资金注入累计增加公司资本公积 54.40 亿元。

政府补助

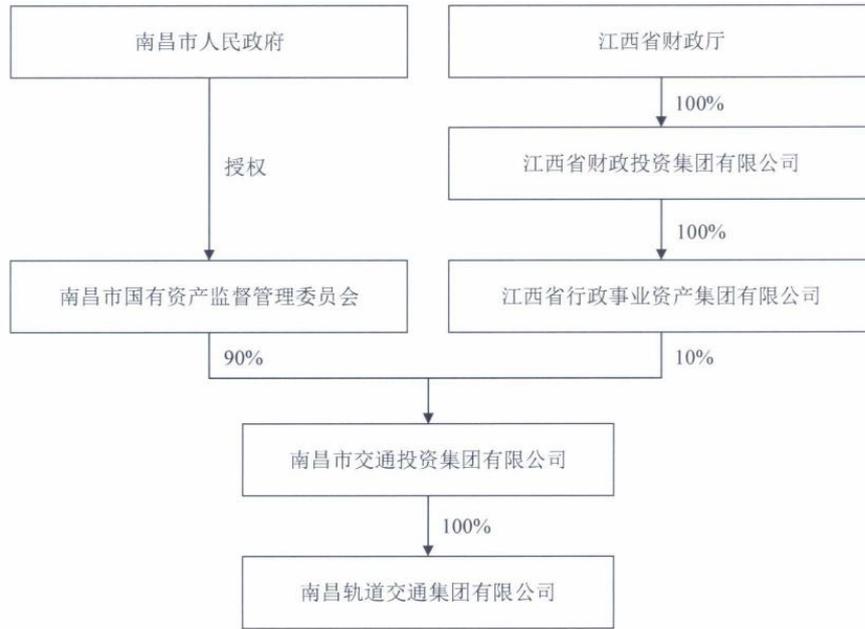
2023年，公司获得以轨道交通发展专项资金为主的政府补助资金 14.20 亿元，计入“其他收益”科目。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、跟踪评级结论

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”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

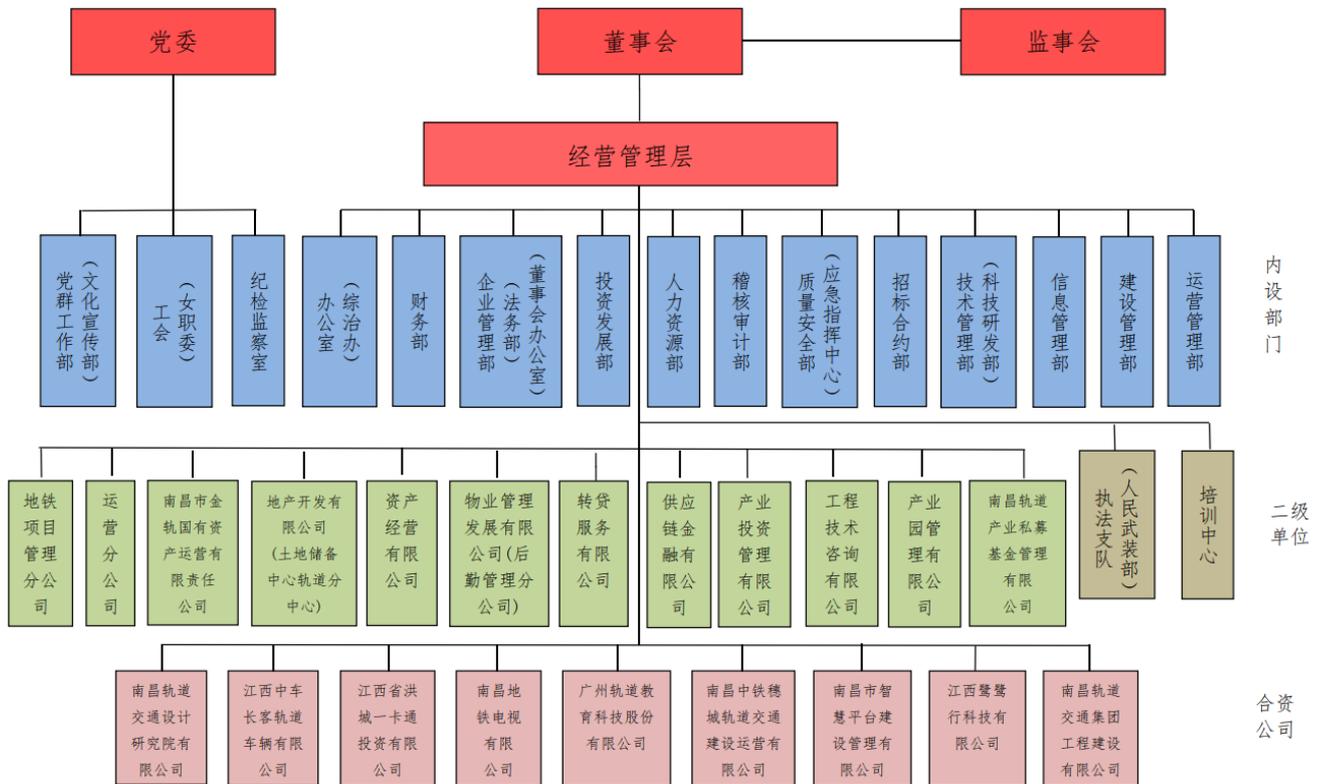
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）

南昌轨道交通集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司合并范围主要一级子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	主营业务	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
南昌轨道交通资产经营有限公司	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	-	投资设立
南昌轨道交通地产开发有限公司	土地开发、房地产开发、轨道交通项目的投资等	100.00	-	投资设立
南昌市金轨国有资产运营有限责任公司	资产管理；自有房屋租赁等	100.00	-	其他
南昌地铁电视有限公司	广告行业，产品或服务为广播电视节目制作、发行	51.00	-	投资设立
南昌轨道交通集团物业管理发展有限公司	物业管理；办公室保洁服务；家庭保洁服务等	100.00	-	投资设立
南昌轨道交通集团产业投资管理有限公司	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	-	投资设立
南昌轨道交通集团供应链金融有限公司	供应链管理；普通货物道路运输；实业投资等	100.00	-	投资设立
南昌轨道交通集团转贷服务有限公司	中小企业转贷服务	100.00	-	投资设立
南昌轨道交通集团产业园管理有限公司	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	--	投资设立
南昌轨道交通集团工程技术咨询有限公司	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	-	投资设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	47.84	20.23	36.98	20.89
应收账款（亿元）	3.85	18.39	19.98	19.01
其他应收款（亿元）	40.35	53.04	71.71	75.16
存货（亿元）	15.31	22.43	22.92	24.34
长期股权投资（亿元）	7.07	6.96	6.60	6.62
固定资产（亿元）	407.52	503.71	712.67	712.21
在建工程（亿元）	262.87	211.70	69.09	79.66
资产总额（亿元）	1060.69	1118.30	1284.50	1289.39
实收资本（亿元）	26.15	26.15	26.15	26.15
少数股东权益（亿元）	0.67	0.77	0.99	1.15
所有者权益（亿元）	520.94	528.84	573.11	572.44
短期债务（亿元）	103.44	76.39	72.65	59.46
长期债务（亿元）	343.80	422.91	523.85	544.90
全部债务（亿元）	447.24	499.30	596.51	604.36
营业总收入（亿元）	35.10	29.94	29.34	7.69
营业成本（亿元）	35.44	30.72	32.69	7.81
其他收益（亿元）	14.43	7.28	14.20	0.02
利润总额（亿元）	17.14	1.10	1.56	-0.77
EBITDA（亿元）	18.17	2.39	3.21	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	42.30	12.53	26.68	7.73
经营活动现金流入小计（亿元）	67.33	32.53	71.06	25.12
经营活动现金流量净额（亿元）	0.60	7.78	4.77	-2.11
投资活动现金流量净额（亿元）	-80.35	-84.66	-107.37	-18.23
筹资活动现金流量净额（亿元）	83.82	49.83	119.25	4.29
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.28	2.68	1.53	--
存货周转次数（次）	2.40	1.63	1.44	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	0.02	--
现金收入比（%）	120.51	41.84	90.95	100.49
营业利润率（%）	-2.89	-7.87	-17.56	-3.93
总资本收益率（%）	1.74	0.12	0.19	--
净资产收益率（%）	3.20	0.23	0.37	--
长期债务资本化比率（%）	39.76	44.43	47.75	48.77
全部债务资本化比率（%）	46.19	48.56	51.00	51.36
资产负债率（%）	50.89	52.71	55.38	55.60
流动比率（%）	64.69	76.59	88.01	89.31
速动比率（%）	56.77	62.92	75.66	75.00
经营现金流动负债比（%）	0.31	4.74	2.57	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.26	0.51	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	2.26	0.35	2.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	24.61	209.06	185.83	--

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，2024 年一季度财务数据未经审计；2.本报告将公司合并口径其他流动负债带息部分纳入短期债务核算、长期应付款带息部分纳入长期债务核算；3.“--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	41.26	15.13	32.49	16.64
应收账款（亿元）	2.23	14.51	13.83	13.74
其他应收款（亿元）	27.90	45.34	66.94	71.08
存货（亿元）	12.36	13.85	9.70	10.41
长期股权投资（亿元）	185.55	181.81	180.56	180.83
固定资产（亿元）	398.61	494.91	703.71	703.61
在建工程（亿元）	261.99	211.21	68.16	79.08
资产总额（亿元）	1044.37	1100.43	1264.91	1272.53
实收资本（亿元）	26.15	26.15	26.15	26.15
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	512.68	521.15	569.16	568.11
短期债务（亿元）	103.43	75.95	71.59	58.97
长期债务（亿元）	339.80	419.08	518.07	538.13
全部债务（亿元）	443.23	495.03	589.67	597.10
营业总收入（亿元）	5.12	22.48	10.07	3.21
营业成本（亿元）	8.00	25.91	16.48	3.99
其他收益（亿元）	14.42	7.23	14.16	0.01
利润总额（亿元）	15.71	1.68	3.86	-1.06
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.73	7.34	9.56	1.90
经营活动现金流入小计（亿元）	30.78	28.46	57.55	19.98
经营活动现金流量净额（亿元）	15.42	7.38	7.50	-0.47
投资活动现金流量净额（亿元）	-88.64	-82.46	-107.23	-18.99
筹资活动现金流量净额（亿元）	76.58	49.48	117.24	3.61
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.62	2.67	0.71	--
存货周转次数（次）	0.63	1.98	1.40	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.02	0.01	--
现金收入比（%）	92.32	32.66	94.96	59.15
营业利润率（%）	-58.66	-19.93	-76.18	-25.96
总资本收益率（%）	1.64	0.18	0.34	--
净资产收益率（%）	3.06	0.36	0.69	--
长期债务资本化比率（%）	39.86	44.57	47.65	48.64
全部债务资本化比率（%）	46.37	48.71	50.88	51.24
资产负债率（%）	50.91	52.64	55.00	55.36
流动比率（%）	52.30	62.53	75.67	74.68
速动比率（%）	45.83	53.84	70.18	68.38
经营现金流动负债比（%）	8.06	4.63	4.24	--
现金短期债务比（倍）	0.40	0.20	0.45	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，2024 年一季度财务数据未经审计；2.本报告将公司本部口径其他流动负债带息部分纳入短期债务核算、长期应付款带息部分纳入长期债务核算；3.未获取母公司折旧、摊销等数据，EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”表示，“--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(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	
总资产收益率	(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