

信用等级公告

联合[2018] 164 号

联合资信评估有限公司通过对南昌轨道交通集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的南昌轨道交通集团有限公司 2019 年度第一期绿色中期票据进行综合分析和评估, 确定南昌轨道交通集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺, 南昌轨道交通集团有限公司 2019 年度第一期绿色中期票据信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十月二十五日



南昌轨道交通集团有限公司

2019 年度第一期绿色中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

本期中期票据信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据发行金额: 5 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

募集资金用途: 补充通车项目营运资金和偿还银行贷款

评级时间: 2018 年 10 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
现金类资产(亿元)	24.03	37.92	45.00	53.99
资产总额(亿元)	473.35	556.09	624.99	683.03
所有者权益(亿元)	248.17	297.83	342.46	348.34
短期债务(亿元)	1.06	2.08	8.04	7.35
长期债务(亿元)	191.25	214.85	228.34	235.64
全部债务(亿元)	192.31	216.94	236.39	242.99
营业收入(亿元)	6.93	6.79	6.78	3.72
利润总额(亿元)	7.48	9.16	15.29	1.17
应收类款项/资产总额(%)	1.65	0.92	1.39	2.75
EBITDA(亿元)	8.06	9.81	16.03	--
经营性净现金流(亿元)	8.25	6.47	11.58	29.30
营业利润率(%)	30.85	28.70	28.19	27.88
净资产收益率(%)	2.91	2.91	4.47	--
资产负债率(%)	47.57	46.44	45.21	49.00
全部债务资本化比率(%)	43.66	42.14	40.84	41.09
流动比率(%)	357.24	250.27	244.44	147.91
经营现金流流动负债比(%)	31.04	18.38	31.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.85	22.12	14.74	--

注: 2018 年半年报财务数据未经审计。

分析师

张婷婷 宋金玲

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

南昌轨道交通集团有限公司(以下简称“南昌轨交”或“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,在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有区域专营性地位,在地铁建设项目方面获得政府的大力支持。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到,公司地铁项目建设周期长、投资额大,具有较强公益性特征;目前南昌市地铁初步建设,尚未形成路网效应;公司债务压力大,未来投资规模大等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

虽然大规模的投资支出将增大公司资金和债务压力,但南昌市财政实力较强,对公司支持明确,设立了南昌市地铁建设发展专项资金,对地铁项目的建设投入和还本付息形成了较好的保障。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点;联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序方面等同于其他待偿还债务融资工具,同时重置票面利率等条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 南昌市经济持续增长,公司外部发展环境持续向好。
2. 南昌市地铁建设资本金、发展专项基金及财政补助按时注入,继续对公司项目建设提供有力支持。

3. 地铁线路陆续开通运营，未来地铁票价收入回流一定程度上可补充公司项目建设资金。

关注

1. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。
2. 南昌市地铁仍处于建设初期，尚未形成路网效应。地铁项目建设周期长，投资规模大，具有较强公益性特征。
3. 公司债务规模持续增长，随着南昌市轨道交通整体规划的快速推进，公司未来资本支出金额较大，面临一定融资压力；且 3 号线项目和 4 号线一期项目投资规模大，资本金比例较低，预计公司未来债务负担将持续上升。

声 明

一、本报告引用的资料主要由南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

南昌轨道交通集团有限公司

2019 年度第一期绿色中期票据信用评级报告

一、主体概况

南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）原名南昌轨道交通有限公司，经南昌市人民政府办公厅《关于成立南昌轨道交通有限公司的通知》（洪府厅字[2008]346号）批准，于2008年10月6日正式成立，注册资本15000万元，由南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）投入，其中，以货币资金投入5000万元，其余10000万元以位于南昌市朝阳洲路以北、桃花路以南土地使用权出资¹。2011年11月，南昌市国资委以政府债券资金为公司注资210000万元²，公司实收资本为225000万元。2011年12月，公司更名为现名。2015年8月31日，根据南昌市国资委文件洪国资字[2015]9号《关于国开发展基金公司增资入股南昌轨道交通集团有限公司的批复》，及国开发展基金投资协议（合同编号：36102015046080100004）国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）投入16.00亿元，其中1.75亿元计入“实收资本”，14.25亿元计入“资本公积”，国开基金持有公司7.20%的股权，但无表决权。2016年3月和7月，股东国开基金对公司增资18亿元，其中增加注册资本1.91亿元。

2018年9月，国开基金已全额回收34.00亿元投资，目前公司注册资本26.15亿元，实收资本为22.50亿元。公司预计未来将部分资本公积转增实收资本，增资完成后将进行工商登记变更。预计变更登记完成后，公司股

权结构将变更为南昌市国资委持有公司100%股权。同时，公司已将本年收到的南昌市政府注入的32.79亿元土地出让金计入资本公积（在公司三季度财务报表中体现），公司所有者权益规模较国开基金收回投资前无较大变化。

截至2018年9月底，公司注册资本26.15亿元，实收资本22.50亿元，南昌市国资委持股100.00%。公司实际控制人为南昌市国资委。

公司经营范围：负责轨道交通项目的工程投资、建设、工程咨询、设计、负责轨道交通的营运；负责轨道交通的通讯及其他特许经营权的经营；负责轨道交通项目周边相关资产经营管理；负责轨道交通项目的投资融资业务；负责设计制作代理发布国内各类广告；房地产开发；房地产经纪；物业管理；房屋租赁；负责国内贸易；自营和代理各类商品和技术的进出口（以上项目国家有专项规定的凭许可证，资质证或其他批准文件经营）。

公司内设监察审计部、战略发展部、投融资部、财务部等21个业务职能部门。截至2018年6月底，公司合并范围子公司共5家。

截至2017年底，公司合并资产总额624.99亿元，所有者权益342.46亿元（其中少数股东权益1.12亿元）；2017年，公司实现营业收入6.78亿元，利润总额15.29亿元。

截至2018年6月底，公司合并资产总额683.03亿元，所有者权益348.34亿元（其中少数股东权益1.14亿元）；2018年1~6月，公司实现营业收入3.72亿元，利润总额1.17亿元。

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；法定代表人：李云峰。

¹经南昌正信不动产估价咨询有限公司于2008年9月24日出具的土地估价报告（洪正[2008]估字第095号），划拨土地使用权价值为10019.47万元，其中10000万元计入实收资本，19.47万元计入资本公积。

²经中兴财光华会计师事务所有限责任公司江西分所出具验资报告（中兴财光华赣审验字[2011]第11001号）。

二、本期中期票据概况

公司已于2018年注册总金额为20.00亿元的绿色债务融资工具，本次计划发行的2019年度第一期绿色中期票据（以下简称“本期中期票据”）发行金额为5.00亿元，公司计划将募集资金用于补充通车项目³营运资金和偿还银行贷款。

本期中期票据特征有别于普通中期票据，在期限、利息支付及票面利率等方面条款有特殊设置：

债券期限及赎回条款

本期中期票据按发行条款约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行后的第3个和其后的每个付息日，有权按面值加应付利息（包括递延支付的所有利息及其孳息）赎回本期中期票据。

利率

本期中期票据采用固定利率计息，前3个计息年度利率保持不变，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。其中前3个计息年度票面利率为初始基准利率⁴加上初始利差。如公司在第3年不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率⁵加上初始利差再加上300个基点，并在第4个至第6个计息年度内保持不变。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日

之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。自第4个计息年度起，票面利率公式如下：

当期票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs；

清偿顺序

本期中期票据的本金及利息在公司破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

递延利息支付

本期中期票据发行条款约定，除非发生强制付息事件，本期中期票据每个付息日，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司的违约事件。同时约定每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率加上300个基点累计计息。

公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股股东（含合并范围子公司）分红或者减少注册资本。公司如果向普通股股东分红（含合并范围子公司）或者减少注册资本，公司不得递延分红年度及减少注册资本当年度利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回

³该通车项目符合《绿色债券支持项目目录》（2015版）中“4.清洁交通-4.2城市轨道交通-4.2.1设施建设运营”的范畴，

⁴ 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网上公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

⁵ 当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网上（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

回的可能性较大。

(3) 本期中期票据在除公司发生向普通股股东分红和减少注册资本事件外,公司可递延利息支付且递延支付利息次数不受限制;每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上300个基点累计计息。但利息递延后,递延利息计息调整幅度较大。

综合以上分析,本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具。

三、宏观经济和政策环境

2017年,在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下,我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,协调经济增长与风险防范,同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境,2017年我国经济运行总体稳中向好,国内生产总值(GDP)82.8万亿元,同比实际增长6.9%,经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看,农业生产形势较好,工业生产稳步增长,服务业保持快速增长态势,第三产业对GDP增长的贡献率继续上升,产业结构持续改善。从三大需求来看,固定资产投资增速有所放缓,居民消费维持较快增长态势,进出口大幅改善。全国居民消费价格指数(CPI)有所回落,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅较大,制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均保持扩张,就业形势良好。

2018年上半年,我国继续实施积极的财政政策,通过减税降费引导经济结构优化转型,继续发挥地方政府稳增长作用,在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月,我国一般公共预算收入和支出分别

为10.4万亿元和11.2万亿元,收入同比增幅(10.6%)高于支出同比增幅(7.8%);财政赤字7261.0亿元,较上年同期(9177.4亿元)有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境,市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下,2018年1~6月,我国GDP同比实际增长6.8%,其中西部地区经济增速较快,中部和东部地区经济整体保持稳定增长,东北地区仍面临一定的经济转型压力;CPI温和上涨,PPI和PPIRM均呈先降后升态势;就业形势稳中向好。

2018年1~6月,三大产业保持较好增长态势,农业生产基本稳定;工业生产增速与上年全年水平持平,但较上年同期有所回落,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快,但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓,导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月,全国固定资产投资(不含农户)29.7万亿元,同比增长6.0%,增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,民间投资同比增速(8.4%)仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款(PSL)大幅增长推升棚改贷规模等因素影响,房地产投资保持较快增速(9.7%),但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧,导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落;由于金融监管加强,城投公司融资受限,加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限,基础设施建设投资同比增速(7.3%)明显放缓;受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动,制造业投资同比增速(6.8%)继续加快。

居民消费增速小幅回落,但仍保持较快增速。2018年1~6月,全国社会消费品零售总额

18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，我国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人

所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，包括地下铁道、轻轨、单轨、有轨电车、市域快轨、磁悬浮线路和磁悬浮（APM）等7种制式。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，具有良好的社会效益。同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业发展概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口的也相应增长，2017年中国城镇化率已达58.52%，城镇化人口达8.13亿元，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续发展的重大战略。

近年来，全国多城市地铁在建，国内轨道交通事业迅猛发展，近五年运营里程翻倍，完成投资约1.5万亿。根据《城市轨道交通2017年度统计和分析报告》，截至2017年底，中国大陆地区共34个城市开通运营城市轨道交通，共计165条线路，运营线路总长度达5033公里。其中，地铁3884公里，占77.2%。年度新增运营线路长度创历史新高，达879.9公里，同比增

长21.2%。全年累计完成客运量185亿人次，同比增长14.9%。拥有2条及以上城轨交通运营线路的城市已增加到26个。

2017年，中国城市轨道交通完成投资4762亿元，同比大幅增长23.8%，截至2017年底，中国共有62个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的18个城市），规划线路总长达7424公里，已批复规划线路总投资38756亿元。未来30年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。十三五期间，全国有100多个城市规划了建设线路，预计新增通车里程超过4000公里，同比增长100%，投资将超过2万亿元，预计到2020年，中国轨道交通运营里程将达到7700公里。

（2）行业竞争概况

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

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然的垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展相对较早，目前的线路网初具规模，而内地二线城市目前还处于建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来对到交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

（3）轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期比较长的经济特性。目前，中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企

业共建的模式。

在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在30~40%左右，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业以政府信用担保通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地等）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，轨道交通运营要在很大程度上也依赖政府的财政补贴。

中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通可持续发展。引入社会资本的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以提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）行业关注

① 规模经济约束

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

② 价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因

此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

③ 原材料价格波动对成本影响大

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

(5) 行业发展

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

从行业投资体制和运营模式上来看，轨道交通行业未来将逐步由单一的政府投资转变到投资主体的多元化，有利于增强其资金保障。政府将可能建立更完善的国有资产增值保值机制，同属于一个城市的轨道交通可能被划分给不同的主体经营，实现其在管理效率、经营水平等方面的竞争，形成规模经营、适度竞争的格局。

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

2. 区域经济环境

近年来，南昌市经济一直保持较快发展，规模以上工业增加值保持增长态势，为公司创造了良好的外部环境。

表1 2015~2017年南昌市主要经济指标

项目	2015年	2016年	2017年
地区生产总值(亿元)	4000.01	4354.99	5003.19
规模以上工业增加值(亿元)	1451.84	1611.50	--
500万元以上项目固定资产投资(亿元)	4000.07	4540.26	--
城镇居民人均可支配收入(元)	31942	34619	37675

一般公共预算收入(亿元)	389.22	402.18	417.08
--------------	--------	--------	--------

数据来源：2015~2017年南昌市国民经济和社会发展统计公报

根据《南昌市2017年国民经济和社会发展统计公告》，2017年，南昌市地区生产总值(GDP)5003.19亿元，按可比价格计算，比上年增长9.0%。其中，第一产业增加值192.13亿元，增长4.0%；第二产业增加值2666.10亿元，增长8.4%；第三产业增加值2144.96亿元，增长10.2%。在全市生产总值中，非公有制经济实现增加值2843.39亿元，按可比价格计算，增长8.9%。年末常住人口546.35万人，比上年末增加9.2万人。其中，城镇人口400.59万人，常住人口城镇化率为73.32%。

2017年，南昌市500万元及以上固定资产投资中第一产业投资比上年下降11.6%，第二产业投资增长13.1%，第三产业投资增长12.7%。三次产业在固定资产投资中所占比重由2016年的0.9: 36.5: 62.6调整为2017年的0.7: 36.7: 62.6。

2017年，南昌市规模以上工业增加值比上年增长9.5%。分经济类型看，国有企业增加值增长15.1%；集团企业增加值增长4.4%；股份制企业增加值增长9.6%；股份合作企业增加值下降44.7%；私营企业增加值增长3.7%；外商及港澳台商投资企业增加值增长13.5%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年9月底，南昌市国资委持股100.00%。公司实际控制人为南昌市国资委。

2018年9月，国开基金已全额回收34.00亿元投资，目前公司注册资本26.15亿元，实收资本为22.50亿元。公司预计未来将部分资本公积转增实收资本，增资完成后将进行工商登记变更。

2. 企业规模

公司是南昌市轨道交通工程建设、营运、

管理及其他轨道交通空间资源开发领域唯一的实施主体，核心业务涵盖地铁建设、运营、地铁沿线的土地开发整理以及物业开发。公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营性地位，竞争优势较为明显。

3. 人员素质

公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验；在职人员年龄结构较轻，专业职称、学历水平较高，能够满足公司日常运营工作需要。

截至 2018 年 9 月底，公司现有高层管理人员 11 人，其中包括董事长兼党委书记 1 人，总经理兼党委副书记 1 人，党委副书记 1 人，副总经理 4 人，总经济师、工会主席、总会计师、总工程师各 1 人。

李云峰先生，1969 年 1 月出生，在职工商管理硕士；曾任南昌市郊区湖坊乡上海路小学、湖坊中学教师，南昌市郊区人大常委会干部，共青团南昌市郊区委副书记、书记，南昌市青山湖区塘山镇党委副书记、镇长，南昌市青山湖区常委，南昌市政公用事业局副局长、党委委员，南昌市城市管理委员会（执法局）副主任（副局长）、党委委员，南昌市西湖区委副书记，东湖区委副书记、区长；现任公司董事长、党委书记，公司法定代表人。

万先逵先生，1969 年 9 月生，大专学历；曾任南昌市市政工程管理处科长、所长，南昌市建委工程处负责人、重点办主任、造价站副站长，南昌市城管办副主任，南昌市城建局干部、副科长、科长，南昌市政公用局副局长，南昌市城管委副主任，南昌城市建设投资发展有限公司党委委员、董事、总经理。现任公司总经理兼党委副书记。

张东林先生，1968 年 10 月生，中共党员，全日制大学学历，在职研究生学历；曾任江西第二劳改支队语文教员，南昌县招商局干部，南昌县政府办副主任，南昌县向塘镇党

委副书记、镇政府镇长、市向塘开发区管委会第一副主任，南昌县东新乡党委书记、象湖新城党工委书记，南昌市青山湖区政府副区长、区委政法委副书记，东湖区委常委、区政府副区长，南昌县委常委、县政府副县长。现任公司党委副书记。

截至 2018 年 6 月底，公司共有人员 3957 名。按学历看，硕士及以上 91 人，占 2.30%，本科 1616 人，占 40.84%，大专及以下 2250 人，占 56.86%；按年龄构成，35 岁以下 3644 人，占 92.09%，35~45 岁 259 人，占 6.55%，45 岁以上 54 人，占 1.36%。按职称来看，高级及以上 50 人，占 1.26%，中级 157 人，占 3.97%，初级及以下 543 人，占 13.72%，技术人员占总人数的 18.96%。

4. 外部支持

近年来，南昌市地方财力持续增强，政府性基金收入快速增长；公司持续获得政府在资金投入、补贴资金等方面支持。

2015~2017 年，南昌市地方财力持续增强，全年完成财政总收入分别为 727.2 亿元、790.8 亿元和 845.3 亿元，其中，作为财政总收入主要来源的地方一般公共预算收入持续增长，分别为 389.2 亿元、402.2 亿元和 417.1 亿元。2017 年，全市地方一般公共预算支出完成 654.3 亿元，增长 12.2%。其中，一般公共服务、教育、医疗卫生、社会保障和就业支出合计 313.1 亿元，占一般公共预算支出的 47.85%。财政自给率为 63.74%，财政自给能力较差。2015~2017 年，全市政府性基金预算收入快速增长，年均复合增长 59.84%，2017 年为 495.9 亿元。其中，国有土地出让收入 461.3 亿元，同比增长 76.3%。

2018 年 1~9 月，南昌市全市完成财政总收入 700.64 亿元，同比增长 12.7%。全市完成地方一般公共预算收入 366.20 亿元，增长 10.4%；一般公共预算支出 535.41 亿元，增长 10.7%。

资金注入

根据南昌市人民政府 2015 年 8 月出具的

《洪府厅抄字[2015]642号》、2015年9月出具的《洪财预文[2015]189号》和2015年10月出具的《洪府厅抄字[2015]656号》，市政府共拨付17.40亿元建设资本金，计入公司资本公积科目。

2016年，根据南昌市人民政府办公厅及南昌市财政局出具文件，公司共收到南昌市财政局拨付建设资本金18.50亿元；根据南昌市人民政府与江西省铁路投资集团公司（以下简称“省铁路投资集团”）协议，南昌市财政局拨付投资款4.75亿元。暂计入公司资本公积科目，截至目前，该笔资金已转至省铁路投资集团，未来将转做对省铁路投资集团的投资。

2017年，根据南昌市人民政府办公厅及南昌市财政局出具的相关文件，公司共收到南昌市财政局拨付建设资本金25.37亿元；根据南昌市人民政府与省铁路投资集团协议，南昌市财政局共拨付投资款4.47亿元。

2018年1~6月，公司收到财政拨款建设资金共4.73亿元，计入资本公积科目。

建设资金来源与偿债保证支持

根据2012年9月25日《南昌市人民政府办公厅抄告单》（洪府厅抄字[2012]658号），规定凡是政府批准给南昌市轨道交通项目建设沿途所有的土地开发利用产生的收入，必须实行专户管理，专账使用，用于偿还项目建设贷款的本息。如收入不足以偿还债务，由政府另行安排土地出让收益等资金予以补足，确保贷款本息到期偿还。

根据南昌市人民政府出具的《南昌市人民政府印发关于配置土地资源保障轨道交通建设决定的通知》（洪府发[2013]8号），市政府决定通过留成土地出让金及配置土地资源保障南昌市轨道交通建设资金需求。

（1）留成土地出让金专项用于轨道交通建设、运营以及还本付息。首先，经营用地方面，2013年1月1日起，从轨道交通线网5条线、168公里途径区域的经营性（工业用地除外）土地出让收入留成资金用于轨道交通建设。留

成土地出让金的土地范围包括：高新区、青山湖区、东湖区、西湖区、红谷滩新区（九龙湖新城起步范围土地出让金留成办法另行制定）、经开区、青云谱等全境范围以及南昌县、新建县县城城市规划范围内且在2013年1月1日后签订《国有土地出让合同》的经营用途的土地。其次，划拨地方面，针对上述土地范围内2013年1月1日后取得划拨用地决定书、按基准划拨权益价拨付的土地，按照划拨权益价款的10%标准留成。上述留成资金由南昌市财政局按照标准拨付给公司。

（2）轨道交通工程站点周边及沿线土地资源分配。轨道交通线网站点腹地半径500米范围内的土地，国土部门优先安排公司融资用地出让，土地出让金扣除各项基金后全额拨付给公司。

财政补贴

2015~2017年，依据南昌市人民政府办公厅及南昌市人民政府出具的相关文件，公司分别收到6.53亿元、6.03亿元和14.00亿元企业发展基金。2018年1~6月，公司收到政府补贴资金1.00亿元。

总体看，在地铁投资建设方面，南昌市政府对公司提供持续大力度支持，对公司投资建设、地铁运营和偿还债务提供了有效的保证。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的2018年9月26日，中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（B201503030068911329），公司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2018年9月底，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司形成了较为完善的法人治理结构，且董事会、监事会及经理层人员配备到位，有效的保证了公司决策的顺利实施。

公司按照《中华人民共和国公司法》及现代企业制度等相关法律法规制度的要求，建立了由董事会、监事会和经营管理层组成的法人治理结构体系，形成了集中决策、分层管理、分散经营、责权利分明的管理机制，确保公司经营工作有序、高效地进行。

公司设立股东会，由全体股东组成。股东会是公司的权力机构，行使如下职权：决定公司的经营方针和投资计划、决定有关董事、监事的报酬事项、对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议、修改公司章程和行使公司章程规定的其他职权。

公司设董事会，成员为 5 人，其中 4 人由股东委派和更换，1 人由公司职工代表大会选举产生。董事每届任期 3 年，任期届满，可连任。董事会设董事长 1 人，董事长由南昌市国资委任命，董事长为公司法定代表人。

公司设监事会，由 5 名监事组成，其中 3 人由南昌市国资委委派，2 人由公司职工代表大会选举产生。监事每届任期三年，任期届满可连任。监事会设主席 1 人，由南昌市国资委从监事会成员中指定。

公司设总经理 1 名，由国资委任命，副总经理若干名，总工程师、总经济师、总会计师各 1 名，总经理助理若干名，由股东南昌市国资委任命、由董事会决定聘任或解聘。总经理未经股东南昌市国资委同意，不得在其他有限责任公司、股份有限公司或者其他经济组织兼职。总经理对董事会负责。

2016 年 7 月，李云峰同志出任公司董事长、党委书记，同时为公司法定代表人，傅荣志同志出任公司监事会主席。目前公司高管人员配备到位。

2. 管理水平

公司管理制度较为健全，各项制度的有效实施能够保障公司日常经营工作的正常运行。

公司根据经营管理的特点，在资金管理、投融资管理、征地拆迁、技术管理及工程质量管理等方面建立了一整套较为详细的管理制度。

在资金管理方面，公司制定《资金支付管理办法》，公司资金实行预算管理，年度资金支出均在董事会批准的年度预算内进行；公司资金支出执行分类管理、分级授权、审核会签制度。公司财务部主要负责各类资金的预算管理、支付管理，并向董事会、总经理报送周末银行存款余额表。公司监察审计部负责各类资金支出与管理的监督工作。

在投融资管理方面，公司制定《投融资管理办法》，规定总公司融资计划由投融资部编制，报总公司领导审批，需报上级主管单位的融资计划报出资人（市政府）审批；全资、控股子公司对外借款需报总公司审批。总公司及全资、控股子公司的投资审批权归总公司，非控股企业由董事会确定；总公司投资实行投资、经营、监管相结合的原则监管，对投资项目实行专人专项；全资、控股子公司的投资项目实行法人责任制。

在征地拆迁管理方面，公司制定《土地征用及房屋征收管理制度》，规定房屋征收工作流程、永久征地工作流程、临时用地租赁工作流程、与征地和房屋征用相关的合同管理、资金管理、工程变更和场地移交等管理制度。

在技术管理方面，公司制定《勘察设计管理办法》、《技术标准管理办法》、《科研管理办法》和《设计变更管理规定》等，用以规范南昌市轨道交通线网建设、地铁工程修建、建设中车站及附属结构、变电站、停车场等技术方面的管理。

在工程质量安全管理方面，公司制定了《工程质量管理办法》、《工程安全生产管理办法》、《文明施工管理办法》、《工程质量验收及

移交管理办法》、《工程风险管理办法》、《轨道交通工程建设应急管理办法》、《工程事故应急救援预案》、《工程建设档案管理制度》、《工程计划统计管理办法》和《工程调度会议制度》等，有利于保证轨道交通工程建设的质量安全及风险控制等方面进行全过程和全方位的管理。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是南昌市轨道交通投资建设和运营管理的实施主体，目前公司地铁项目仍处于前期建设阶段，公司收入主要为资源开发收入以及商品销售收入，收入规模小。

2015~2017 年，公司营业收入保持相对稳

定，主要来自于混凝土及钢材的销售收入，占比分别为 73.51%、72.15%和 70.88%。公司资源开发经营收入稳步增长，主要为物业出租及管理收入、广告经营、文化产品等经营收入，2015~2017 年收入占比分别为 22.91%、24.86%和 29.06%。其他业务收入占营业收入比重较小。

从毛利率看，2015~2017 年，公司综合毛利率分别为 36.74%、37.24%和 36.45%，毛利率较高主要系占比较大的资源开发毛利率较高。商品销售业务毛利率有所波动主要系原材料价格、人工成本波动所致。

2018 年 1~6 月，公司营业收入 3.72 亿元，相当于 2017 年全年的 54.83%。其中商品销售业务收入占比较大，为 64.49%。公司综合毛利率 35.04%。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 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
商品销售业务	50956.93	73.51	17.80	48992.30	72.15	20.45	48057.47	70.88	19.38	23974.50	64.49	18.71
资源开发业务	15879.56	22.91	88.60	16880.14	24.86	82.80	19700.95	29.06	77.92	10334.00	27.80	84.50
其他业务	2480.83	3.58	93.95	2027.46	2.99	63.51	45.88	0.07	100.00	2869.90	7.71	-7.06
合计	69317.32	100.00	36.74	67899.90	100.00	37.24	67804.30	100.00	36.45	37178.40	100.00	35.04

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）轨道交通投资建设

近年来，公司轨道交通项目进展情况正常，在建项目资金需求大。

轨道交通项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点。公司目前主要在建轨道交通项目有南昌市轨道交通 1 号线一期工程、2 号线一期工程、2 号线南延线、3 号线和 4 号线一期工程。

南昌市轨道交通建设投资的主要运营模式为：南昌市政府提供部分资本金、其余所需项目资金由公司通过贷款及其他融资方式筹措。轨道交通线路建设政府提供的资本金根据

实际需要分年度投入。同时，政府批准给南昌市轨道交通项目建设沿途所有的土地开发利用产生的收入，用于偿还线路项目建设贷款的本息；如收入不足以偿还债务，由政府另行安排土地出让收益等资金予以补足，确保贷款本息到期偿还。

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通 1 号线一期工程初步设计的批复》，1 号线一期工程线路全长 28.80 公里，工程总投资概算 178.15 亿元，根据南昌市人民政府于 2013 年 8 月 26 日出具的《南昌市人民政府关于南昌轨道交通 1 号线一期工程征地拆迁安置概算调整的批复》（洪府字[2013]42 号），同意

南昌轨道交通1号线一期工程征地拆迁安置概算增加金额22.17亿元，调整后的项目总投资额为200.32亿元，调整后资本金比例为40%。截至2018年6月底，1号线一期工程完成投资190.36亿元。2015年12月26日，1号线一期工程全线开通试运营，总运营里程28.80km，起步价2元（6公里），计价标准为：超过6公里时采用“递远递减”的计价原则，6~8公里范围内单乘票价为3元，8~10公里范围内单乘票价为4元，10公里以上5元。2016~2017年及2018年1~6月，分别形成不含税票价收入1.76亿元、2.12亿元和1.12亿元，因1号线一期工程尚在试运营阶段，未进行竣工结算，票价收入冲减“在建工程”科目，轨道运营成本计入“在建工程”科目，即轨道运营收支差计入“在建工程”。

表3 地铁1号线项目运营情况

项目名称	2016年	2017年	2018年1~6月
年度客运量（万人次）	7972.63	10136.46	5619.69
日均客运量（万人次）	21.78	27.77	31.05
列车开行列次（列）	114162	119016	62397
运营里程（万公里）	313.62	323.63	169.71
票务收入（亿元）	1.76	2.12	1.12

资料来源：公司提供

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通2号线一期工程初步设计的批复》，2号线一期工程概算为159.74亿元，资本金比例41%。截至2018年6月底已完成投资91.89亿元。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，正线单线全长约23.78公里，全线共设车站21座，平均站间距为1.14公里。目前9座车站已封顶；2座车站及福-八明挖区间在进行主体结构施工，13条区间正在盾构施工。2017年8月18日，2号线一期工程开通19.63公里试运营，2017年及2018年1~6月分别形成不含税票价收入0.15亿元和0.22亿元（包括2号线南延线收

入）。

表4 地铁2号线项目运营情况

项目名称	2017年	2018年1~6月
年度客运量（万乘次）	839.71	1129.19
日均客运量（万乘次）	6.15	6.24
列车开行列次（列）	30810	40544
运营里程（万公里）	59.98	79.55
票务收入（亿元）	0.15	0.22

资料来源：公司提供

2号线南延线

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通2号线南延线工程初步设计的批复》，2号线南延线总投资概算为42.64亿元，资本金比例41%。截至2018年6月底，已投资16.81亿元。2号线南延线起始于南路村站，终点为站前南大道站。线路全长约8.50km，全部采用地下形式敷设，设7座车站，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。2号线南延线于2017年8月18日开通试运营。

3号线项目

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通3号线工程初步设计的批复》，3号线工程总投资概算为215.85亿元，调整后资本金比例20%。截至2018年6月底，已投资28.33亿元。3号线起始于南昌县莲塘站，终点为火炬大街站。线路全长约28.5km，均为地下线，设车站22座，其中6座换乘站，线路平均站间距1.35km。目前7座车站已封顶，10座车站正在进行土方开挖和主体结构施工；5座车站正在进行围护结构和前期工程施工；4条区间已贯通、9条盾构区间正在掘进。

4号线一期项目

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通4号线一期工程初步设计的批复》，4号线一期工程总投资概算为308.30亿元，资本金比例25%。截至2018年6月底，已投资5.76亿元。4号线起始于望城站，终点为昌东大道站。线路全长约40.0km，地上

线 7.1km，地下线 32.9km，设车站 29 座，其中 7 座换乘站，线路平均站间距 1.40km。目前 22 个地下车站中 2 个车站进入主体土方开挖施工，8 个车站进入围护结构施工，9 个车站进行前期管线迁改施工，剩余 3 个车站受拆迁影响暂未施工。

站进行前期管线迁改施工，剩余 3 个车站受拆迁影响暂未施工。

表 5 截至 2018 年 6 月底南昌市城市轨道交通建设情况

线名	线路概述	长度 (km)	车站数 (座)	总投资额 (亿元)	已投资额 (亿元)	资本金已到位金额 (亿元)
1 号线一期工程	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	190.36	80.13
2 号线一期工程	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	91.89	58.24
2 号线南延线	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	16.81	17.48
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	28.33	21.00
4 号线一期工程	4 号线一期工程起始于望城站，终点为昌东大道站，地上线 7.1km，地下线 32.9km，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。	40.02	29	308.30	5.76	11.03
合计		129.60	103	926.85	333.15	187.88

注：已投资额统计口径为财务报表口径。

资料来源：公司提供

2015 年 5 月，《国家发展改革委关于印发南昌市城市轨道交通第二期建设规划（2015-2021 年）的通知》（发改基础[2015]957 号）批复了南昌市轨道交通 1 号线东延工程、

2 号线东延工程、2 号线南延工程、3 号线和 4 号线一期工程的建设规划，目前 2 号线南延工程、3 号线及 4 号线一期工程已开工建设。

表 6 南昌市城市轨道交通第二期部分建设规划

线名	线路概述	起讫点	长度 (km)	车站数 (座)	建设年限
1 号线东延工程	1 号线东延工程自奥体中心至麻丘站，线路全长 4.1km，设站 2 座，投资 20.4 亿元，规划建设期为 2018-2021 年。	奥体中心站-麻丘站	4.10	2	4 年
2 号线东延工程	2 号线东延工程自辛家庵至昌南大市场站，线路长 4.7km，设站 4 座，投资 44.2 亿元，规划建设期为 2018-2021 年。	辛家庵站-昌南大市场站	4.70	4	4 年

注：规划线路描述与可研批复数据存在一定差异

资料来源：公司提供

（2）资源开发

近年来，公司资源开发业务收入稳步增长，毛利率较高。未来随着南昌市地铁线路的建成投产及周边房产、商业物业、社区开发完成，公司业务盈利前景较好。

公司资源开发主要收入包括物业租赁及

管理收入、广告经营收入和文化产品收入等。

运营模式：南昌地铁建设采用“地铁+社区”模式。在规划和建造地铁时，由地铁公司先向政府取得开发地铁上盖或者毗邻土地的开发权利。公司与专业地产商合作，以土地资产评估价值入股成立项目公司。项目公司将地

铁沿线开发为商业区以及住宅区。物业建成或者出售后，公司再与地产商根据当初开发合同的约定分摊所得利润，公司获得的自持物业将产生物业管理及租金收入。公司资源开发业务板块主要由子公司南昌轨道交通资产经营有限公司以及南昌市金轨国有资产运营有限责任公司经营。

按照“地铁+社区”的经营模式，预计将在1号线周边建设22个上盖物业以及3个地下空间。目前，公司已经启动了1号线四个标志性“地铁+社区”模式项目的建设开发，为地铁大厦、地铁时代广场、青山湖区商业综合体项目及上盖物业项目，其中，2018年6月底上盖物业项目账面价值12.36亿元，计入公司“存货-开发成本”。

地铁大厦项目，位于南昌红谷滩新区CBD中央商务核心区。项目占地20.76亩，总建筑面积13.7万平方米，总投资13.00亿元。项目整体定位为超甲A级写字楼。公司可持有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。项目已于2015年底完工，转入“投资性房地产”科目。目前租金年收入约为6000万元，计入物业管理及租赁收入中。

地铁时代广场项目，位于南昌市红谷滩新区凤凰洲片区，项目总用地面积约为83846平方米。总投资27.62亿元（不含地价12亿元）。项目将打造成一个集住宅、商业、办公为一体的地铁城市综合体。项目与地铁站点通道连接，实现无地面停车和地下室与车站直接连通。项目整体开发由公司与万科集团共同合作开发，其中公司持股40%、万科持股60%，项目具体开发由万科负责。截至2018年6月底，一期住宅及国土局大楼共计约28万平米已全部交付使用。二期商业综合体已开工，预计2020年5月竣工。截至2018年6月底，项目累计完成投资22.30亿元，实现销售收入约25.39亿元，因公司仅持股40%，仅“长期股权投资”科目反映对南昌地铁时代置业有限公司

的投资。

青山湖区商业综合体项目，位于青山湖区省艺术中心以南、高新大道以西、北京东路以北，是地铁1号线与5号线换乘枢纽，项目总用地面积约94.5亩，总建筑面积约33.30万平方米，总投资约22.00亿元，拟打造集住宅、商业、办公为一体的多功能现代化城市综合体。项目整体开发由公司与华润集团共同合作开发，其中公司持股49%、华润持股51%，项目具体开发由华润负责。预计销售利润约3.30亿元，租金收入约2642.00万元/年。目前项目已于2018年上半年开工建设，公司相关投资在“长期股权投资”科目中反映。

2015~2017年及2018年1~6月，公司资源开发业务收入分别为15879.56万元、16880.14万元、19700.95万元和10334.00万元，毛利水平较高，均在75%以上。具体来看，公司资源开发业务主要收入为物业管理及租赁收入，具体指将公司拥有的办公楼、辅助设备、站厅空间等对外招商租赁，按期收取物业管理及租金。2015~2017年及2018年1~6月，公司物业管理及租赁收入分别为15124.89万元、15353.84万元、17488.05万元和9618.95万元，分别占资源开发业务收入的95.25%、90.96%、88.77%和93.08%。剩余主要为少量的广告经营收入，包括平面广告位、电子媒体租赁以及广告设计及制作等，规模较小。

（3）其他收入

近三年，公司商品销售收入略有下降；其他业务收入大幅下降，但其占营业收入比重小，对公司整体收入规模影响小。

公司商品销售收入主要为售予地铁施工公司的钢铁、混凝土等建筑材料贸易收入。主要由公司全资子公司南昌轨道交通资产经营有限公司及二级子公司江西兰叶新型材料科技有限公司负责经营。近年来，公司商品销售业务收入呈小幅下降态势。2017年，公司实现商品销售收入48057.47万元，同比下降1.91%。其中，混凝土业务收入和钢材业务收入分别为

32248.28 万元和 15809.19 万元。2018 年 1~6 月，公司实现商品销售收入 23974.50 万元。其中，混凝土贸易收入和钢材收入分别为 17369.26 万元和 6605.24 万元。受近年来混凝土价格持续上涨的影响，公司商品销售业务毛利率均保持在较高水平，2017 年和 2018 年 1~6 月，分别为 19.38%和 18.71%。

表 7 商品销售业务收入表（单位：万元）

商品种类	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
混凝土	20680.50	13261.04	32248.28	17369.26
钢材	30276.43	35731.26	15809.19	6605.24
合计	50956.93	48992.30	48057.47	23974.50

资料来源：公司提供

公司其他业务收入主要为资金占用费、咨询费以及餐费收入，由公司本部负责。2015~2016 年，资金占用费主要为公司收南昌地铁时代置业有限公司的资金占用费收入，分别为 2000.00 万元和 1179.59 万元；2017 年公司无资金占用费，因此 2017 年其他业务收入大幅下降至 45.88 万元。2018 年 1~6 月，资金占用费主要为公司支借给南昌城市建设投资发展有限公司的资金占用费 2734.06 万元。其他业务收入中，咨询费以及餐费收入规模很小。

3. 未来发展

公司未来仍将以地铁建设为主，在建及拟建地铁项目资金需求大，存在一定对外融资压力。

公司作为南昌市城市轨道交通的唯一投资及运营主体，承担着南昌市城市轨道交通建设的重任，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多层次、高效能、立体化的综合客运交通体系，满足南昌市各发展阶段的交通需求，形成一个覆盖城市全部组团的轨道网，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。根据南昌市“十二五”规划，南昌市轨道交通线网将由三主、两辅共 5 条线路构成。线网共分两阶段

建设，第一阶段计划 2020 年前建成主线路 1、2、3 号线，形成市区客运交通的南北向和东西向主通道，初步发挥骨架网络的规模效应；第二阶段计划于 2020 年之后逐步建成 4、5 号线辅线，并完成 5 条轨交线路延伸段的建设，形成完整的轨道交通线网。另一方面，公司对南昌地铁的相关空间资源以及土地资源进行经营管理，城市轨道交通项目的建设将进一步有效带动城市房地产及商业的快速发展，有效提升地铁周边土地的市场价值。公司在长远的发展中，将加大已成熟土地的商业开发以及对中山路段有关土地资源的开发。同时，重点加快地铁大厦、青少年宫，蛟桥停车场上盖等开发项目的建设，进一步完善公司“地铁+社区”的发展模式。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015 年合并财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司分别提供了 2016~2017 年度合并财务报告，北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年 1~6 月财务数据未经审计。

2016 年公司合并范围减少南昌轨道交通地铁运营有限公司 1 家子公司，2017~2018 年 6 月，公司合并范围未发生变化。截至 2018 年 6 月底，公司纳入合并范围子公司共 5 家。总体看，合并范围的变化对公司财务数据可比性影响较小。

2. 资产质量

近年来随着地铁项目建设的推进，公司资产规模持续增长，资产构成以非流动资产为主，资产流动性一般，资产质量尚可。

2015~2017 年，公司资产总额不断增长，

年均复合增长 14.91%。2017 年底，公司资产总额为 624.99 亿元，同比增长 12.39%。公司

资产以非流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.97	5.06	37.90	6.82	44.97	7.20	53.98	7.90
其他流动资产	35.33	7.46	32.98	5.93	24.23	3.88	26.45	3.87
流动资产	95.01	20.07	88.17	15.86	90.38	14.46	107.69	15.77
投资性房地产	139.95	29.57	153.89	27.67	154.15	24.66	154.15	22.57
在建工程	214.67	45.35	267.55	48.11	317.69	50.83	338.16	49.51
其他非流动资产	11.75	2.48	33.41	6.01	47.62	7.62	54.92	8.04
非流动资产	378.34	79.93	467.92	84.14	534.61	85.54	575.34	84.23
资产总额	473.35	100.00	556.09	100.00	624.99	100.00	683.03	100.00

注：各项之和与合计数不一致系四舍五入所致。

资料来源：根据公司财务报表整理

2015~2017 年，公司流动资产有所波动，年均复合下降 2.47%。2017 年底，公司流动资产 90.38 亿元，同比增长 2.51%。

2017 年底，公司货币资金 44.97 亿元，同比增长 18.67%，主要是由地铁建设资金需求量较大，公司借款增加导致银行存款增加所致。货币资金中受限资金为银行承兑汇票保证金 0.40 亿元，受限比率 0.89%，货币资金流动性高。

2015~2017 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 37.56%。2017 年底，公司应收账款 4.44 亿元，同比增长 6.29%，主要为应收的混凝土及钢铁等的销售款项。其中账龄在一年以内占比 98.09%。账龄较短，周转能力较强。从集中度来看，应收账款前五名余额 1.21 亿元，占应收账款总额的 24.24%，集中度较低。公司累计计提坏账准备 108.92 万元，计提比例低。

公司其他应收款主要是保证金和往来款，2015~2017 年，公司其他应收款波动中有所下降，年均复合下降 12.00%。2017 年底，公司其他应收款 4.24 亿元，同比增长 354.11%，系新增 2.96 亿元土地保证金所致。其他应收款前五大欠款方款项合计 3.46 亿元，占比 81.13%，其中应收南昌市财政局款项为 3.06 亿元，集中

度高。

2015~2017 年，公司存货波动下降，年均复合下降 32.21%。2016 年底，公司存货为 11.83 亿元，同比下降 55.98%，其中减少的主要系地铁大厦项目达到预定可使用状态，转至投资性房地产科目，及土地由存货科目重分类至其他非流动资产，使得开发成本下降；增加部分主要为上盖物业项目投资。2017 年底，公司存货 12.36 亿元，同比增长 4.41%，主要系上盖物业项目投资增加所致。

2015~2017 年，公司其他流动资产快速下降，年均复合下降 17.19%。2017 年底，其他流动资产 24.23 亿元，同比下降 26.52%，主要系收回部分银行理财产品。其他流动资产主要包括银行理财产品 17.52 亿元和增值税待抵扣进项税 6.70 亿元。

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 18.87%。2017 年底，公司非流动资产 534.61 亿元，同比增长 14.25%，主要系在建工程和其他非流动资产增长所致。

2015~2017 年，公司投资性房地产有所增长，年均复合增长 4.95%。2017 年底，公司投资性房地产 154.15 亿元，同比增长 0.17%，主要包括子公司南昌市金轨国有资产运营有限责任公司自有房地产 139.98 亿元以及南昌轨

道交通地产开发有限公司自有房地产（地铁大厦项目）。同期，固定资产金额为 10.46 亿元，较上年比基本稳定。

2015~2017 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 21.65%。2017 年底，公司在建工程 317.69 亿元，同比增长 18.74%，系地铁建设工程的投资金额增加所致。公司将价值 31.66 亿元的在建工程作为融资标的物向融资租赁公司借款。

2015~2017 年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长 101.35%。2017 年底，公司其他非流动资产 47.62 亿元，同比增长 42.54%，主要包括财政局拨付给公司的对省铁投集团投资款 10.93 亿元（该款项作为省铁投集团在南昌市进行建设的投资款），预付工程款 17.02 亿元（账龄在 1 年以上重分类至本科目）及土地拆迁补偿款 19.68 亿元（由于未确定未来用途，因此没有计入“在建工程”科目）。

2015~2017 年，公司应收类款项波动中有所增长，年均复合增长 5.36%。2017 年底，公司应收类款项为 8.68 亿元，同比增长 69.77%；同期，公司应收类款项占资产总额的比重为 1.39%，同比上升 0.47 个百分点。

2018 年 6 月底，公司资产总额 683.03 亿元，较 2017 年底增长 9.29%，主要系货币资金、

在建工程和其他非流动资产增长所致。公司货币资金 53.98 亿元，较上年底增长 20.04%。公司存货 18.00 亿元，较上年底增长 45.67%，主要系新增地铁沿线土地开发成本。公司新增长期应收款 10.00 亿元，全部为对南昌城市建设投资发展有限公司的借款。公司在建工程 338.16 亿元，较上年底增长 6.44%，主要系地铁建设工程的投资金额增加所致。公司其他非流动资产 54.92 亿元，较上年底增长 15.33%，主要系江西省铁路投资集团投资款和预付工程款增加所致。从资产构成看，非流动资产占 84.23%，较上年底下降 1.31 个百分点，公司资产结构变动不大。

受限资产方面，截至 2018 年 6 月底，公司抵押资产账面价值 160.77 亿元（其中受限货币资金 0.37 亿元，在建工程 160.40 亿元），相当于总资产规模的 23.54%，受限资产规模较大。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益结构稳定性较好。

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 17.47%。2017 年底，公司所有者权益 342.46 亿元，同比增长 14.98%。

表9 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	24.25	9.77	26.15	8.78	26.15	7.64	26.15	7.51
资本公积	195.16	78.64	234.51	78.74	264.35	77.19	269.08	77.25
未分配利润	25.08	10.11	32.70	10.98	46.11	13.46	47.25	13.56
所有者权益合计	248.17	100.00	297.83	100.00	342.46	100.00	348.34	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

2015~2017 年，公司实收资本有所增长，年均复合增长 3.86%。2016 年底，公司实收资本 26.15 亿元，同比增长 7.86%，主要系当期国开发展基金继续对公司进行增资 1.91 亿元所致。2017 年底，公司实收资本较上年底未发生变化。

2015~2017 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 16.38%。2017 年底，公司资本公积 264.35 亿元，同比增长 12.73%，主要为收到南昌市财政局拨付建设资本金以及投资款所致。

2018 年 6 月底，公司所有者权益 348.34

亿元，较 2017 年底增长 1.72%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。2018 年 6 月底，公司资本公积 269.08 亿元，较 2017 年底增加 4.73 亿元，主要系财政拨款计入资本公积。所有者权益结构变动小。

公司债务规模不断增长，以长期债务为主，符合公司地铁建设对资金的长期需求，预

计随着公司地铁建设项目的逐步推进公司债务规模仍将呈上升趋势。

2015~2017 年，公司负债总额不断增长，年均复合增长 12.01%。2017 年底，公司负债合计 282.53 亿元，同比增长 9.40%，公司负债结构以非流动负债为主。

表10 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	8.44	3.75	8.81	3.41	10.02	3.55	43.63	13.04
流动负债	26.60	11.81	35.23	13.64	36.97	13.09	72.81	21.75
长期借款	155.35	68.99	174.52	67.58	187.97	66.53	190.26	56.85
应付债券	35.90	15.94	40.33	15.62	40.37	14.29	45.38	13.56
非流动负债	198.58	88.19	223.03	86.36	245.55	86.91	261.88	78.25
负债总额	225.18	100.00	258.26	100.00	282.53	100.00	334.69	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 17.91%。2017 年底，公司流动负债 36.97 亿元，同比增长 4.95%。

2017 年底，公司短期借款 1.52 亿元，同比增长 24.82%，主要为保证借款 1.36 亿元和抵押借款 0.16 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长 3.69%。2017 年底，公司应付账款 15.89 亿元，同比下降 22.63%，主要系公司支付施工方部分工程款所致。从账龄来看，1 年以内占 18.78%，1~2 年占 37.23%，2~3 年占 20.61%，3 年以上占 23.38%。从集中度来看，应付账款前五名合计 5.63 亿元，占应付账款余额的 35.43%，集中度较低。

表 11 2017 年底应付账款前五名概况

（单位：亿元）

单位名称	金额	款项性质
中铁建工集团有限公司南昌地铁配套工程项目经理部	1.22	工程款
南昌市东湖区国有土地房屋征收与补偿办事处	1.20	拆迁款
南昌青山湖投资发展有限公司	1.18	工程款
中铁隧道集团有限公司	1.03	工程款
中铁五局（集团）有限公司	1.00	工程款
合计	5.63	--

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司其他应付款有所增长，年均复合增长 9.98%。2017 年底，公司其他应付款 10.20 亿元，同比增长 15.84%，主要系往来款增长所致。

2017 年，公司新增一年内到期的非流动负债 5.72 亿元，其中一年内到期的长期借款 4.65 亿元、一年内到期的长期应付款 1.07 亿元。

2015~2017 年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长 11.20%。2017 年底，公司非流动负债 245.55 亿元，同比增长 10.10%，主要系长期借款增长所致。

随着公司地铁建设的推进，公司融资需求增长，长期借款规模增加，2017 年底为 187.97 亿元，同比增长 7.71%。质押借款 155.78 亿元，质押借款标的物为地铁 1 号线一期工程、2 号线一期工程、3 号线工程、4 号线一期工程项目建成后所有票款收费权及其他收入等权益形成的应收账款，及公司与南昌市政府签订的相关协议项下的全部权益及收益形成的应收账款。同期，公司应付债券 40.37 亿元，包括“15 洪轨债 02”（期限 15 年，发行金额 36.00

亿元)和“16洪轨可续期债01”(期限3年,发行金额5.00亿元)。

公司长期应付款全部为应付融资租赁款。2015~2017年,公司长期应付款快速增长,年均复合增长58.25%。2017年底,公司长期应付款为16.20亿元,同比增长128.89%,因其有息债务性质,将其计入有息债务。

2018年6月底,公司负债合计334.69亿元,较上年底增长18.46%,主要系其他应付款和长期应付款增长所致。2018年6月底,公司其他应付款43.63亿元,较上年底增长327.63%,主要系公司收到34亿元返还的土地出让金,由于相关文件尚未收到,因此暂时计入本科目;公司应付债券45.38亿元,较上年底增长12.41%,主要系2018年1月发行5年期5.00亿元“18南昌轨交MTN001”。从负债结构看,非流动负债占78.25%,较上年底下降8.66个百分点。

2015~2017年,公司全部债务不断增长,年均复合增长10.87%。2017年底,公司有息债务总额236.39亿元,同比增长8.97%,其中短期债务占3.40%,长期债务占96.60%。公司债务以长期债务为主,符合地铁建设回收期长的特征。2015~2017年,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均持续下降;2017年底,上述三项指标分别为45.21%、40.84%和40.00%,较上年分别下降1.24个、1.31个和1.90个百分点。若将长期应付款中的有息部分计入全部债务核算,2017年底公司调整后全部债务252.59亿元,调整后全部债务资本化比率42.45%。公司整体债务负担一般。

2018年6月底,公司全部债务242.99亿元,其中长期债务占96.97%;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49.00%、41.09%和40.35%。若将长期应付款中的有息部分计入全部债务核算,公司调整后全部债务268.23亿元,调整后全部债务资本化比率43.50%。

从长期债务结构看,2018~2020年公司每年需还本付息金额分别为18.06亿元、19.09亿元和25.12亿元,公司长期债务期限较长,各年到期数额较为均衡。

4. 盈利能力

由于公司地铁项目仍处于投建期,另外公司轨道交通项目建设周期较长,短期尚未确认经营收入,近年来公司整体盈利能力弱,对政府补助依赖性较强。

2015~2017年,公司营业收入保持相对稳定,年均复合下降1.10%。2017年,公司实现营业收入6.78亿元,同比下降0.14%;同期,公司营业成本4.31亿元。

从期间费用看,2015~2017年,公司期间费用波动增长,年均复合增长1.79%。2017年,公司期间费用为1.61亿元,同比下降4.92%,主要为管理费用。2015~2017年,期间费用占营业收入的比重分别为22.35%、24.87%和23.68%。公司期间费用的控制能力一般。

2015~2016年,公司营业外收入分别为6.62亿元和6.30亿元,2017年公司其他收益14.00亿元,上述款项主要为公司收到南昌市财政局拨付的企业发展基金(轨道交通建设资金),属于补贴收入。2015~2017年,公司利润总额分别为7.48亿元、9.16亿元和15.29亿元。公司利润总额对政府补助的依赖性强。

从盈利指标看,2015~2017年,公司营业利润率持续下降,分别为30.85%、28.70%和28.19%;总资本收益率和净资产收益率均有所增长,总资本收益率三年分别为1.65%、1.69%和2.66%,净资产收益率三年分别为2.91%、2.91%和4.47%。公司整体盈利能力弱。

2018年1~6月,公司营业收入3.72亿元,相当于2017年全年的54.83%。2018年1~6月,公司利润总额1.17亿元,实现其他收益1.00亿元,全部为政府补贴。2018年1~6月,公司营业利润率较2017年底有所下降,为27.88%。

5. 现金流分析

近年来伴随着地铁建设工作的推进,投资活动现金净流出规模较大。虽然项目资本金的拨付缓解了公司投资压力,但由于地铁项目所需建设资金规模较大,公司对外部融资仍具有较强依赖性。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及收到、支付保证金和往来款等。2015~2017年,公司经营活动现金流入量波动增长,2017年为29.84亿元,同比增长138.38%。2017年,公司销售商品、提供劳务收到的现金为6.90亿元,同比增长38.53%;收到其他与经营活动有关的现金22.94亿元,同比增长204.36%,主要为政府补助14.00亿元以及收回土地保证金7.95亿元。2015~2017年,公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为6.27亿元、4.11亿元和4.39亿元,主要为土地平整开发支出。2017年,公司支付其他与经营活动有关的现金12.27亿元,同比大幅增长,主要为支付土地保证金7.95亿元以及退还施工保证金等。近三年,公司经营性现金流净额分别为8.25亿元、6.47亿元和11.58亿元。近三年公司现金收入比波动增长,分别为85.02%、73.36%和101.76%。现金收入质量一般。

2015~2017年,伴随轨道交通项目建设逐步展开,公司投资活动现金净流出规模较大。近三年,投资活动现金流量净额分别为-80.17亿元、-50.51亿元和-48.01亿元。2015~2017年,公司投资活动现金流入量波动增长,2017年为52.27亿元,主要为收回理财产品款47.98亿元。2015~2017年,公司购建固定资产、无形资产等支出的现金波动增长,年均复合增长11.51%,主要系公司对地铁建设的持续投入所致,2017年为57.49亿元。2015~2017年,公司投资支付的现金波动增长,主要为购买理财产品,2017年为42.57亿元。

2015~2017年,公司筹资活动现金流量净额快速下降,分别为81.57亿元、57.78亿元和

43.54亿元。2017年,公司筹资活动现金流入为59.27亿元,同比下降14.92%,主要为吸收投资收到的现金29.84亿元、取得借款收到的现金19.42亿元、收到其他与筹资活动有关的现金10.00(主要为融资租赁款)。公司筹资活动现金流出主要偿还债务本息,2017年为15.73亿元。

2018年1~6月,公司经营活动产生的现金流量净额29.30亿元,收到与其他经营活动有关的现金较2017年底大幅增长至42.71亿元,主要为政府补贴及往来款。公司投资活动现金流量净额-37.06亿元,投资活动现金流入主要为收回理财产品48.50亿元;投资活动现金流出由购建固定资产无形资产等支付的现金26.79亿元和投资支付的现金59.80亿元(主要为购买理财产品)构成。公司筹资活动现金流入24.20亿元,主要为收到其他与筹资活动有关的现金16.52亿元,为收到的融资租赁款及当期发行的“18南昌轨交MTN001”,公司筹资活动产生的现金流净额为16.79亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力强,长期偿债能力较弱,但考虑到政府对公司的的大力支持,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标来看,2015~2017年,公司流动比率和速动比率均持续下降,流动比率三年分别为357.24%、250.27%和244.44%,速动比率三年分别为256.15%、216.68%和211.02%。2015~2017年,公司经营现金流动负债比分别为31.04%、18.38%和31.32%。2018年6月底,流动比率和速度比率分别为147.91%和123.19%。考虑到公司短期债务少,货币资金较为充裕,短期偿债能力强。

从长期偿债能力看,2015~2017年,公司EBITDA分别为8.06亿元、9.81亿元和16.03亿元;同期,调整后全部债务/EBITDA分别为24.65倍、22.85倍和15.75倍。从指标上看,由于公司债务规模大,EBITDA对全部债务的

保障能力较弱。但考虑到南昌市政府对公司支持明确，由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入和到期债务的还本付息，且政府给予营运补亏支持，加上未来公司将获取地铁运营收益和土地运作收益，综合来看，公司整体偿债能力很强。

截至 2018 年 6 月底，公司全部授信额度为 1144.02 亿元，已使用额度为 709.48 亿元，总体看，公司融资渠道畅通，外部资金支持充裕。

截至 2018 年 6 月底，公司无对外担保。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行金额为 5.00 亿元，相当于 2017 年底公司调整后长期债务和调整全部债务的 2.04% 和 1.98%，本期中期票据计划发行金额对公司现有债务规模影响很小。

2017 年底，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率分别为 45.21% 和 42.45%。以 2017 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率将分别上升为 45.64% 和 42.93%，公司债务负担略有上升。考虑到募集资金将部分用于偿还银行贷款，实际债务指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行金额的 1.61 倍、1.96 倍和 3.21 倍；经营活动现金流入量分别为 16.99 亿元、12.52 亿元和 29.84 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 3.40 倍、2.50 倍和 5.97 倍；经营活动现金流量净额分别为 8.25 亿元、6.47 亿元和 11.58 亿元，经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的 1.65 倍、1.29 倍和 2.32 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票

据的保障程度较好。

若本期中期票据于 2019 年成功发行，并于 2022 年赎回，另外公司需于 2022 年偿还“16 洪轨 01/16 洪轨永续期债 01”全部本金 5.00 亿元（“16 洪轨 01/16 洪轨永续期债 01”于 2016 年发行，发行期限 3+N 年，若其于 2019 年不兑付，于 2022 年兑付），上述两期债券需偿还本金合计 10.00 亿元。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为上述两期债券需偿还本金的 1.70 倍、1.25 倍和 2.98 倍；公司经营活动现金流量净额为上述两期债券需偿还本金的 0.83 倍、0.65 倍和 1.16 倍；EBITDA 分别为上述两期债券需偿还本金的 0.81 倍、0.98 倍和 1.60 倍。公司经营活动产生的现金流入量对上述两期债券需偿还本金的保障程度尚可。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较好。

十、结论

近年来，南昌市经济持续增长，为公司发展创造了良好的外部环境；公司作为南昌市地铁项目投资建设及运营管理的主体，在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营性地位，以及政府支持力度大等方面的优势。

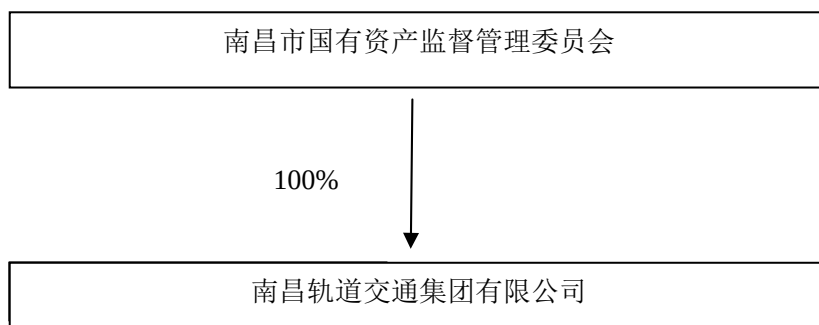
公司资产总额持续增长，结构稳定，但流动性较弱，同时受地铁项目建设周期长，投资额大，具有较强公益性等特征，公司债务以长期债务为主，债务规模不断增长；由于地铁项目建设仍处于初级阶段，尚未形成路网效应，公司自身盈利能力弱，利率总额对财政补贴依赖性较强，但随着未来地铁逐步建成通车，将带来稳定的票价收入。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点；联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序方面等同于其他待偿还债务融资工具，同时重置票面利率条款的设置使本期中期票

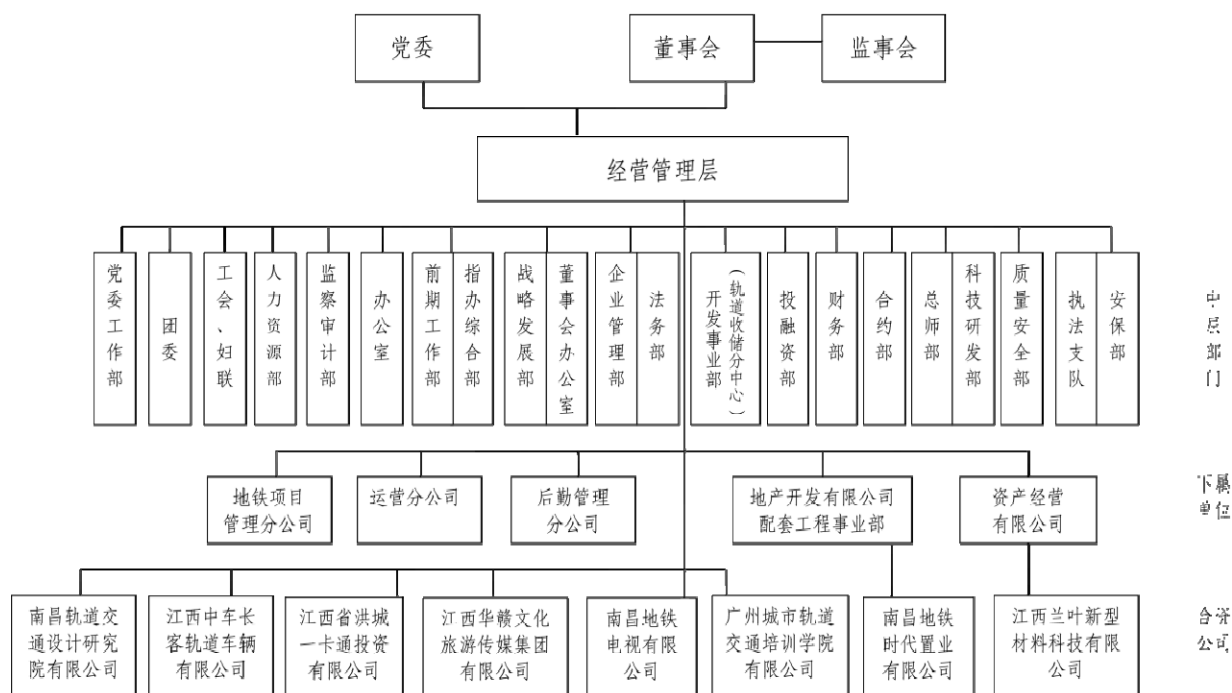
不赎回可能性较小。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，同时考虑到南昌市政府对公司支持明确，对在建的地铁项目均由财政提供资金以保障项目建设资本金投入。联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.03	37.92	45.00	53.99
资产总额(亿元)	473.35	556.09	624.99	683.03
所有者权益(亿元)	248.17	297.83	342.46	348.34
短期债务(亿元)	1.06	2.08	8.04	7.35
长期债务(亿元)	191.25	214.85	228.34	235.64
全部债务(亿元)	192.31	216.94	236.39	242.99
调整后全部债务(亿元)	198.78	224.02	252.59	268.23
营业收入(亿元)	6.93	6.79	6.78	3.72
利润总额(亿元)	7.48	9.16	15.29	1.17
EBITDA(亿元)	8.06	9.81	16.03	--
经营性净现金流(亿元)	8.25	6.47	11.58	29.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.05	2.05	1.57	--
存货周转次数(次)	0.18	0.22	0.36	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	85.02	73.36	101.76	123.38
应收类款项/资产总额 (%)	1.65	0.92	1.39	2.75
营业利润率(%)	30.85	28.70	28.19	27.88
总资本收益率(%)	1.65	1.69	2.66	--
净资产收益率(%)	2.91	2.91	4.47	--
长期债务资本化比率(%)	43.52	41.91	40.00	40.35
全部债务资本化比率(%)	43.66	42.14	40.84	41.09
调整后全部债务资本化比率(%)	44.47	42.93	42.45	43.50
资产负债率(%)	47.57	46.44	45.21	49.00
流动比率(%)	357.24	250.27	244.44	147.91
速动比率(%)	256.15	216.68	211.02	123.19
经营现金流动负债比(%)	31.04	18.38	31.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.85	22.12	14.74	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	24.65	22.85	15.75	--

注：1. 调整后全部债务=全部债务+长期应付款；2. 2018 年半年报未经审计。

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	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 南昌轨道交通集团有限公司 2019 年度第一期绿色中期票据的跟踪评级安排

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

南昌轨道交通集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

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

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

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

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