

信用等级公告

联合[2018] 148 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及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况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

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年一月十八日



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

电话：(010) 85679686

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

南昌轨道交通集团有限公司

2018 年度第一期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: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

募集资金用途: 补充运营资金, 偿还银行贷款

评级时间: 2018 年 1 月 18 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	14.14	24.03	37.92	50.20
资产总额(亿元)	361.70	473.35	556.09	593.26
所有者权益(亿元)	207.58	248.17	297.83	332.50
短期债务(亿元)	0.36	1.06	2.08	2.07
长期债务(亿元)	134.87	191.25	214.85	220.78
全部债务(亿元)	135.23	192.31	216.94	222.85
营业收入(亿元)	4.22	6.93	6.79	4.43
利润总额(亿元)	4.72	7.48	9.16	7.22
EBITDA(亿元)	5.17	8.06	9.81	--
经营性净现金流(亿元)	6.87	8.25	6.47	5.80
营业利润率(%)	45.25	30.85	28.70	29.54
净资产收益率(%)	2.43	2.91	2.91	--
资产负债率(%)	42.61	47.57	46.44	43.95
全部债务资本化比率(%)	39.45	43.66	42.14	40.13
流动比率(%)	238.11	357.24	250.27	267.44
经营现金流流动负债比 (%)	36.79	31.04	18.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.15	23.85	22.12	--

注: 2017 年三季度财务数据未经审计。

分析师

常楚笛 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“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,尚未形成路网效应等因素对公司信用基本面的不利影响。

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。

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、财政收入水平快速提高,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. 国开发展基金持续对公司注资,公司资产规模进一步扩大,利润总额持续增长。
4. 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补充公司项目建设资金。

关注

1. 南昌市地铁处于建设初期，尚未形成路网效应。
2. 地铁项目建设周期长，投资规模大，具有较强公益性特征。
3. 近年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，面临一定资金压力。
4. 公司获得政府资本金拨付受南昌规划范围内及地铁沿线土地出让影响，拨付时间存在一定不确定性。

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

2018 年度第一期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，股东国开发展基金公司对公司进行增资，共增加注册资本 1.91 亿元，截至 2017 年 9 月底，公司注册资本及实收资本为 26.15 亿元，其中南昌市国资委持股 86.04%，国开发展基金公司持股 13.96%。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、负责轨道交通的运营；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融资业务；负责设计制作发布代理国内各类广告；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口业务（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）。

截至 2017 年 9 月底，公司合并范围内一级子公司共 4 家，分别为南昌轨道交通资产经营有限公司、南昌轨道交通地产开发有限公司、南昌市金轨国有资产运营有限责任公司及南昌地铁电视有限公司。公司下设党委工作部、团委、工会、人力资源部、监察审计部、办公室、前期工作部、指挥综合部、战略发展部、董事会办公室、企业管理部、法务部、开发事业部、投融资部、财务部、合约部、总师室、党委工作部、质量安全部、执法大队、安保部 21 个业务职能部门。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 556.09 亿元，所有者权益 297.83 亿元（其中少数股东权益 1.24 亿元）；2016 年公司实现营业收入 6.79 亿元，实现利润总额 9.16 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 593.26 亿元，所有者权益 332.50 亿元（其中少数股东权益 1.20 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 4.43 亿元，实现利润总额 7.22 亿元。

公司注册地址：南昌市红谷滩新区会展路 199 号红谷大厦 A-19F；法定代表人：李云峰。

二、本期中期票据概况

公司已于 2017 年注册总金额为 20 亿元中

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）。

期票据,本期拟发行5亿元2018年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行期限5年。本期中期票据所募资金中的1.78亿元用于补充营运资金,3.22亿元用于偿还银行贷款。

三、宏观经济和政策环境

2016年,全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下,我国实施积极的财政政策,实际财政赤字率3.8%,为2003年以来的最高值;稳健的货币政策更趋灵活适度,央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点,并运用多种货币政策工具,引导货币信贷及社会融资规模合理增长,市场资金面保持适度宽松,人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年,我国GDP实际增速为6.7%,经济增速稳中趋缓。具体来看,农业生产形势基本稳定,工业生产企稳向好,服务业保持快速增长,支柱地位进一步巩固,三大产业结构继续改善;固定资产投资增速略有放缓,消费平稳较快增长,外贸状况有所改善;全国居民消费价格指数(CPI)实现2.0%的温和上涨,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)持续回升,均实现转负为正;制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至51%以上,显示制造业持续回暖;非制造业商务活动指数全年均在52%以上,非制造业保持较快扩张态势;就业形势总体稳定。

2017年1~9月,我国继续实施积极的财政政策,加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度,持续通过减税降费减轻企业负担,规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡,促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下,2017年前三季度,我国国内生产总值

(GDP)增速分别为6.9%、6.9%、6.8%,经济保持中高速增长;贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长,山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转;CPI稳中有升,PPI和PPIRM保持平稳增长;就业水平相对稳定。

2017年1~9月,我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好;工业生产有所加快,工业结构进一步优化,工业企业利润保持快速增长;服务业持续快速增长,第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)继续提升,产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓,高技术制造业投资增速加快。2017年1~9月,我国固定资产投资(不含农户)45.8万亿元,同比增长7.5%(实际增速2.2%),增速较1~6月(8.6%)和上年同期(8.2%)均有所放缓。具体来看,房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速(8.1%)继续放缓,但较上年同期仍有所加快,主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致;基础建设投资增速(15.9%)较1~6月和上年同期均有所回落,呈现一定的逆周期特点;受工业去产能持续作用影响,制造业投资(4.2%)继续回落,但高端装备制造业投资保持较高增速,促进了工业结构的优化。此外,民间投资增速(6.0%)较1~6月有所放缓,民间投资信心仍略显不足,但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展PPP模式适用范围等鼓励措施的影响,民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长,日常生活与升级类消费增长较快。2017年1~9月,我国社会消费品零售总额26.3万亿元,同比增长10.4%,增速与1~6月和上年同期均持平。具体来看,受商品房销售保持较快增长的拉动,与居住有关的行业消费仍然保持较高增速;生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长;网络销售继续保持高速增长态势,

实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总

体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

（一）轨道交通建设行业

1. 行业现状

城市轨道交通是城市公共交通系统的一个重要组成部分，包括地下铁道（地铁）、城市铁路（含市郊铁路）、轻轨、独轨及新交通系统等多种模式。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，能够有效的解决城市交通拥堵问题，是一种大容量运输服务交通方式，具有良好的社会效益。未来中国整个城市轨道交通建设市场的容量相当巨大。

（1）行业需求分析

城市人口的增长使得大中城市的交通形势日趋严峻，中国传统的公共交通方式主要采用运量较小的公共汽车和无轨电车，无法有效的缓解客流高峰，此外，大城市道路设计不合理，行人车辆不遵守交通规则等原因也诱发了交通阻塞问题。近年来，随着中国城市汽车保有量的急剧上升，特别是私家车拥有率的不断提高，城市交通体系越来越难以承受庞大的重负。2004 年与 2000 年前相比，公共交通承担的运量从 35% 下降到 26.5%；小轿车承担的运量从 6% 上升到 23.2%，城市交通拥挤现已成为城市发展的“瓶颈”。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，中国各地众多大型城市均对轨道交通的建设进行了规划，国内轨道交通事业迅猛发展。北京、上海、广州三个特大城市轨道交通网络已经初步形成，截至 2015 年底，中国

共有 22 座城市已开通轨道交通运营线路。总运营里程 2764 公里，其中北京、上海都已经超过 500 公里，在全世界名列前茅。现经国务院批准修建地铁的城市有 39 座，总的规划里程超过 7300 公里。保守投入预计将达 3 万亿元。2050 年规划的线路将增加至 289 条，总里程数达 11700 公里。未来 30 年将是中国城市轨道交通建设快速发展的黄金时期。

（2）行业竞争概况

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，发展也快，而内地二线城市目前还处于酝酿阶段，竞争力相对较弱。

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

（3）行业竞争格局

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。由于各地城市轨道交通需要先制定规划，上报各省发改委批准，因此，各省发改委批准与否是轨道交通项目能否投资运营的关键。

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，发展也快，而内地二线城市目前还处于酝酿阶段，竞争力相对较弱。

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

2. 轨道交通相关行业分析

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和社会效益。据测算，轨道交通建设投资对 GDP 的直接贡献为 1: 2.63，加上带动沿线周边物业发展和商贸流通业的繁荣等间接贡献则更高。

地产业

在影响城市土地价格诸多因素中，轨道交通对地价的提升最为明显，远远大于绿化以及其他相关的配套设施所带来的改变。而地价的上涨将直接提升房价，许多地铁物业的购买者看重地铁带来的出行便利，地铁沿线住宅物业与非沿线住宅物业的差价一般在 25% 甚至更多。

广告业

乘客在乘坐轨道交通的行程内，与外界联系较少，比较容易接受广告信息。位于地铁候车站台内的月台灯箱、位于乘客进出站、购票的通道内的通道海报、通道灯箱、扶梯侧墙海报，位于轨道车辆内部的装饰性广告彩贴等形成了对乘客全程覆盖的广告环境，由于外界干扰较少，广告媒体引发的视觉冲击力较强，能够起到较为满意的宣传效果。

商品零售业

随着轨道交通网络建设的铺开，车站成为大规模的人员集散地，也带来较强的购买力，城市轨道交通附近交通便利，客流量大，可以形成大规模的商业区。

3. 各地区轨道交通建设投融资模式

相对于地面交通，轨道交通建设成本高

昂，具有投资额巨大的经济特性，且投资回收期比较长。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。在项目资金的筹集上，一般由政府投入部分资本金，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业通过贷款、发债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该公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。此外，也有少部分地铁线路采用特许经营权的模式，引进各方面投资主体。

目前，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，其来源仍将是政府投资和银行贷款。由于地铁运营具有公益性特征，外部效益不能直接体现在运营企业自身利益中，城市轨道交通项目靠项目自身收益很难实现还贷的责任，要在很大程度上依赖政府的财政补贴。

4. 行业关注

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，伦敦轨道交通占城市公共交通运输量是 40%、巴黎是 70%、东京是 80%、纽约是 60%，亚洲的新加坡、中国台北、中国香港等地的轨道交通也都承担着不低于 40% 的城市交通量。其中，巴黎建有 211 公里的地铁线路和 380 个地铁站，在城市的任何一个地方，500 米之内都可以找到地铁，因此巴黎地铁承担着本市 70% 以上的客流运输任务，平均每天运载乘客 450 万人次，而中国这一指标不超过 15%，城市轨道交通如果线路单一，不能形成覆盖网络，运输规模小，综合能力不配套，则势必造成单位成本较高，影响到行业整体经济效益水平，目前中国各城市地铁运营环节均处于亏损状态，其主要原因就是地铁未形成有效的规模。

价格水平较低，难以维持正常运营

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

原材料价格波动对成本影响大

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

地铁设备国产化程度不够，总体技术水平偏低

中国轨道交通设备制造技术经过几十年的发展，虽然取得了很大的成绩，但在整体水平上与国外相比还有很大距离。目前，国产信号控制系统与国际水平差距较大；国内还没有一家企业能够单独突破信号系统核心技术，国内现有合资企业，还没有突破性进展，此领域基本上是由外国公司领先。同时，国内运营管理技术也和世界水平差距较大，自动化、信息化水平较低。就整个系统的运营风险、整体的运营安全、列车的调度、列车自动控制系统而言，国内可以提供部分较为先进的系统和一些局部设施，但是整体效果得不到有效发挥，高附加值的零部件仍然要从国外进口，国产化程度不够。目前，中国正在建造的轨道交通线路基本上采取的是中外合作方式，核心技术仍然掌握在外方手中，难以实现真正的国产化，这也是造成中国轨道交通产业建设和运行成本高的原因之一。

5. 行业发展

市政基建市场空间广阔，除了具体的建设业务之外还涵盖了诸如管网工程、民生工程等一系列配套设施，各地政府不断出台的城市建设综合开发政策也为此提供了良好的契机。并且城镇化建设将给建筑业带来巨大发展机遇。

都市圈、城市群、城市带和中心城市的发展预示了中国城市化进程进入高速发展阶段，城市化程度的提高将加大对住宅、交通、城市管网、水、煤气、邮电等一系列城市基础设施的需求。城市化的加速发展，新型城市基础设施建设以及城市基础设施领域服务管理体制的改革，不仅给建筑业带来工程建设空间，还为建筑业发展提供了机遇，即从单纯的工程施工向投资、建设、运营、服务一体化运作。

城市轨道交通方面，2016年5月，国家发展改革委、交通运输部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016-2018年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨交等交通基建领域共303个项目，涉及项目总投资约4.70万亿元，其中2016-2018年分别为2.10万亿元、1.30万亿元、1.30万亿元。其中城市轨道交通建设成为三年内交通基础设施投入的重点。按照《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，未来三年我国总新增城市轨道交通规划里程达到2385公里，共计103个轨交项目，投资额高达1.6万亿元。其中2016年和2017年将是城轨建设和投资的高峰期。仅2016年城轨规划建设长度就达到1274公里，相比2015年增长170%，2016年的新增里程几乎是前四年新增里程的总和。中国将进入地铁黄金发展期，市场容量巨大。

中国城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，2010~2020年是中国城市交通发展的关键时期。在经济快速发展、城镇化水平提高、机动化发展加速的环境下，公共交通运输压力日益增大，轨道交通需求空间巨大。

目前，中国轨道交通在建项目和规划中待建项目主要位于经济较为发达的城市，其城市化水平平均在不断提高，总体供给缺口仍然较大。未来轨道交通需求和供给均处于增长状态，但需求增长较平稳，而供给将呈爆发式增长趋势，供给缺口将逐步被弥补，在建和规划中待建项目在建成后将逐步达到供求平衡。

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。

在产品价格方面，政府将从社会的角度出发，将轨道交通确定为公共产品，对其价格进行控制和调整，各地轨道交通票价都面临一定的价格下调压力。降低轨道交通票价可以吸引更多的人选择轨道交通出行方式，大幅度减轻地面交通运输压力，缓解城市交通拥堵，改善城市环保状况和减少由于交通堵塞带来的效率和经济损失，具有较大的社会效益，而现有的地铁经营企业大多为政府背景的公益性企业，不追求经济效益，因此票价下调将成为轨道交通行业发展的趋势，未来轨道交通行业票价呈下降趋势。

总体看，国家为有效推进铁路建设，致力于投融资体制改革，进一步明确铁路的市场化发展方向，将有利于激活铁路轨道交通基础设施市场活力，推动中国轨道交通建设发展。

（二）区域经济环境

1. 南昌市经济概况

南昌市是江西省省会和经济、文化、科教中心，也是国家历史文化名城和重要的风景旅游城市。南昌市经济一直保持快速发展，全市生产总值连续多年实现两位数增长。

根据《南昌市2016年国民经济和社会发展统计公告》，2016年，南昌市地区生产总值（GDP）4354.99亿元，按可比价格计算，比上年增长9.0%。其中南昌县超600亿元，完成666.71亿元；青山湖区超500亿元，完成539.03亿元；超400亿元县区3个，为高新开发区、西湖区、东湖区，分别完成496.66亿元、465.06亿元和417.69亿元。全市三次产业结构调整为4.2: 53.0: 42.8。人均生产总值81598元，按年均汇率折算为12285美元，按可比价格计算，

增长 7.6%。在全市生产总值中,非公有制经济实现增加值 2397.66 亿元,按可比价格计算,增长 10.2%。

近年来,南昌市快速发展,全社会固定资产投资增幅明显。投资总量方面,2016 年全市 500 万元及以上固定资产投资完成 4540.26 亿元,比上年增长 13.5%,其中,工业投资 1625.86 亿元,增长 4.7%;房地产开发投资 674.60 亿元,增长 39.0%。全年全市投资施工项目 7337 个,其中新开工项目 8165 个。从投资结构来看,全市 500 万元以上固定资产投资中第一产业投资 38.80 亿元,增长 8.9%;第二产业投资 1658.47 亿元,增长 3.9%;第三产业投资 2843.00 亿元,增长 20.1%。三次产业在固定资产投资中所占比重由 2015 年的 0.9:39.9:59.2 调整为 2016 年的 0.9: 36.5: 62.6。

南昌市 2016 年居民消费价格总水平(CPI)比上年上涨 2.1%。其中,消费品价格上涨 1.4%,服务价格上涨 3.4%,商品零售价格上涨 0.4%。工业生产者出厂价格指数 99.1,工业生产者购进价格指数 98.3。

2. 地方财政实力

2014~2016 年,南昌市地方财力持续增强,全年完成财政总收入分别为 638.30、727.20 亿元和 790.80 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 342.21 亿元、389.20 亿元和 402.20 亿元。受土地使用权出让金收入波动影响,全市政府性基金预算收入波动较大,2014~2016 年分别为 298.80 亿元、194.10 亿元和 285.30 亿元。2017 年,南昌市财政总收入完成 845.30 亿元,地方一般公共预算收入 417.10 亿元。

总体看,南昌市作为江西省省会,经济发展势头良好,财政实力持续增强。南昌市地方财政收入的稳定增长为公司提供稳定的财政资金来源。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2017 年 9 月底,南昌市国资委持股 86.04%,国开发展基金公司持股 13.96%。公司实际控制人为南昌市国资委。

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

截至 2017 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,共青团南昌市郊区党委副书记、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;2016 年 7 月出任公司董事长、公司法定代表人。

王朝华先生,1965 年 3 月生,在职大学学历,教授级高级工程师;曾任南昌市政开发有限公司副总经理,南昌市生米大桥项目办总经理,经营管理有限公司总经理,南昌市政公用投资控股有限公司工程项目管理分公司总经理;现任公司总经理兼党委副书记。

邹凯军先生,1970 年 4 月出生,研究生学历,法律硕士;曾任宜春地区消费者协会

秘书长，宜春市工商局公平交易局局长，高安市工商局党组书记、局长，宜春市房管局党组成员、副局长，宜春市政府副秘书长、市政府办党组成员；现任公司党委副书记。

截至 2017 年 9 月底，公司共有人员 3419 名。按学历看，硕士及以上 81 人，占 2.37%，本科 1253 人，占 36.65%，大专及以下 2085 人，占 60.98%；按年龄构成，35 岁以下 3272 人，占 95.70%，35~45 岁 93 人，占 2.72%，45 岁以上 54 人，占 1.58%。按职称来看，高级及以上 50 人，占 1.46%，中级 157 人，占 4.59%，初级及以下 543 人，占 15.88%，技术人员占总人数的 21.94%。

总体来看，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。

4. 政府支持

由于城市轨道交通业具有较强准公共产品特征，且建设投资额大，加之票价由政府听证后制定，因此线路投入运营后可能会亏损，以上因素决定政府需要通过相应的机制对地铁项目进行建设资金和偿债支持。公司持续收到政府和基金在资金注入、补贴资金等方面支持。

政策支持

南昌市人民政府于 2009 年 10 月 10 日审议通过了《南昌市轨道交通发展专项资金管理办法》（洪府厅字[2009]390 号），建立了轨道交通发展专项资金，专项用于推进南昌市轨道交通项目建设，保障市轨交事业可持续发展。专项资金构成包括：①中央和省财政安排的资金；②市财政安排的轨道项目建设和债务偿还资金；③轨道交通运营收入；④轨道交通公司房地产开发收益；⑤项目沿线土地出让收益，以及其他可用于轨道交通项目的土地出让收益；⑥轨道公司及其所属全资或控股子公司市级有关建设规费返还以及运营期内各项税

收的市级留成部分返还；⑦其他可用于轨道建设发展的基金。根据 2009 年 6 月 2 日《南昌市人民政府办公厅抄告单》（洪府厅抄字[2009]360 号），公司快速轨道交通项目建设期间所涉税收，由地税局直属分局负责征管，并按南昌市现行收入征管体制缴库；作为市级收入，对按现行收入征管体制入县区级库的部分，年终通过财政上下级结算上解，全额用于项目建设。同时，为加强税收征管，根据南昌市人民政府出具的《关于加强我市快速轨道交通项目建设期间涉及市外企业税收征管有关问题的通知》（洪府厅字[2009]391 号），规定市外企业承揽南昌市快速轨道交通建设开发项目的原则上要求在南昌市设立分公司或分支机构，并办理税务登记，确保税款不流失；对企业承揽南昌市快速轨道交通建设开发项目的企业所涉税收、基金和收费，税收收入市级库，列市本级收入，县区不参与分成。

项目建设资本金支持

根据发改基础【2010】1644 号《关于南昌市轨道交通 1 号线一期工程可行性研究报告的批复》、赣发改审字【2011】801 号《关于南昌市轨道交通 1 号线一期工程初步设计的批复》及南昌市人民政府于 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，由初步设计概算 178.15 亿元，调整为 200.32 亿元，其中资本金占比 40%，由南昌市财政承担，已到位金额为 80.13 亿元；根据发改基础【2012】3427 号《关于南昌市轨道交通 2 号线一期工程可行性研究报告的批复》和赣发改审字【2013】892 号《关于南昌市轨道交通 2 号线一期工程初步设计的批复》，南昌市人民政府将按公司目前在建的 2 号线项目工程总投资 159.74 亿元，资本金占比 41%，已到位金额为 48.09 亿元，其中南昌市财政局已出资 42.09 亿元，国开基金已投入

6.00 亿元。根据赣发改交通【2015】1258 号《关于南昌市轨道交通 2 号线南延线工程可行性研究报告的批复》和赣发改设审【2015】1273 号《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 号线南延线工程总投资 42.64 亿元，资本金比例为 41%，已到位 17.48 亿元，其中南昌市财政已到位资金 9.48 亿元，国开基金投入 8.00 亿元。2015 年 5 月，根据赣发改交通【2015】1061 号《关于南昌市轨道交通 3 号线工程可行性研究报告的批复》、赣发改设审《关于南昌市轨道交通 3 号线工程初步设计的批复》及根据国家对资本金比例标准的调整，出具《关于调整 3 号线项目最低资本金比例的批复》，3 号线工程总投资 215.85 亿元，其中调整资本金比例由 41% 降至 20%。目前已到位 23.00 亿元，其中南昌市财政已到位资金 3.00 亿元，国开基金已投入 20.00 亿元。

资产及资金注入

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。

根据 2015 年 8 月 31 日国开基金投资协议（合同编号：3610201504608010004）及南昌市人民政府文件-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》，国开基金总计投入 16.00 亿元，其中 1.75 亿元计入实收资本科目，14.25 亿元计入资本公积科目。综上，2015 年增加实收资本 1.75 亿元，增加资本公积 31.65 亿元。

2016 年 7~12 月，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，未来将转做对铁路投资集团的投资。

2016 年，公司继续收到国开发展基金有限公司以人民币 18.00 亿元对公司进行增资，其中共 1.91 亿元作为注册资本，另 16.09 亿元作为资本公积。综上，2016 年增加实收资本 1.91 亿元，增加资本公积 39.34 亿元。

2017 年 1~9 月，公司收到财政拨款建设资金计入资本公积共 27.94 亿元。

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配置。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

2014~2016年，依据南昌市财政局发布《南昌市财政局关于下达南昌轨道交通集团有限公司财政补助资金的通知》，公司分别收到6.33亿元、6.53亿元和6.03亿元企业发展基金，计入“营业外收入”科目。2017年1~9月，公司收到政府补贴资金6.60亿元。

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

根据公司提供的2018年1月15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信用记录，过往债务履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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，同时变更为公司法定代表人，傅荣志同志出任公司监事会主席。上述变动为公司进行正常换届人事变动，对公司正常生产经营情况无影响。

总体来看，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。

2. 管理水平

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。

总体看，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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是南昌市轨道交通投资建设、运营管理和资源开发的实施主体，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。

2014~2016 年，公司营业收入波动增长，主要来自于钢材等商品销售业务收入，占比分别为 53.13%、73.51%和 72.15%。2015 年，由于商品销售收入在原有钢材销售的基础上增加了混凝土业务，使得收入规模大幅增长。公司资源开发经营收入稳步增长，此项业务目前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，2014~2016 年收入占比分别为 37.18%、22.91%和 24.86%。其他收入主要系子公司地产开发公司产生的咨询费收入以及地铁大厦部分租金收入，占营业收入比重较小。2017 年 1~9 月，公司营业收入 4.43 亿元，主要为商品销售收入占 68.57%、资源开发业务占 31.39%，其他业务收入大多年底确认，规模很小。

从毛利率看，2014~2016 年，公司综合毛利率分别为 59.96%、36.74%和 37.24%，毛利率较高主要系占比较大的资源开发毛利率较高。商品销售业务和资源开发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；资源开发业务毛利率较高。其他业务毛利率持续保持较高水平，2016 年下降至 63.51%，主要系产生租赁代理费及水电物业成本所致。2017 年 1~9 月，公司综合毛利率 38.71%，小幅增长 1.47 个百分点。

表 1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品销售业务	21834.12	53.13	19.01	50956.93	73.51	17.80	48992.30	72.15	20.45	30389.46	68.57	20.11
资源开发业务	15690.19	37.18	98.34	15879.56	22.91	88.60	16880.14	24.86	82.80	13909.27	31.39	79.29

其他业务	4678.35	9.69	100.00	2480.83	3.58	93.95	2027.46	2.99	63.51	19.90	0.04	100.00
合计	42202.66	100.00	59.96	69317.32	100.00	36.74	67899.90	100.00	37.24	44318.63	100.00	38.71

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

轨道交通投资建设

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 号线南延线和 3 号线。

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 日出具了《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，截至 2017 年 9 月底，1 号线一期工程完成投资 190.70 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 年，公司实现客运量 7972.63 万人次，运营总里程 313.62 万公里；2017 年 1~9 月实现客运量 7085.21 万人次，运营总里程 241.11 万公里。2016 年共形成含税票价收入

1.95 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 2 地铁 1 号线项目运营情况

项目名称	2016 年	2017 年 1~9 月
年度客运量（万人次）	7972.63	7085.21
日均客运量（万人次）	21.78	25.95
列车开行列次（列）	114162	88594
运营里程（万公里）	313.62	241.11
票务收入（亿元）	1.76	1.55

注：表中票务收入为不含税金额，与上文含税金额有差异。

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，截至 2017 年 9 月底已完成投资 72.75 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 5 座车站已封顶；6 座车站在进行主体结构施工，目前 16 条单线盾构区目前已有 8 条贯通，5 条区间施工中，1 段明挖区间正在进行围护结构和土方施工。2017 年 8 月 18 日，2 号线一期工程开通 19.63 公里试运营，截至 2017 年 9 月底，实现客运量 248.93 万人次，获得票价收入 0.049 亿元。

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，截至 2017 年 9 月底，已投资 15.17 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。

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，截至 2017 年 9 月底，已投资 14.65 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。

表 3 截至 2017 年 9 月底，南昌市城市轨道交通第一期建设情况

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 条轨道交通线路实现换乘，线路起自双港大道站，止于瑶湖西站。	28.80	24	200.32	190.70	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	72.75	48.09
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	15.17	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	14.65	23.00
合计		89.58	74	618.55	293.27	168.70

注：总投资额以初设批复金额为准，与可研批复数据存在差异，资本金比例以可研批复为准。

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 号线南延工程及 3 号线已开工建设。

表 4 南昌市城市轨道交通第二期建设规划

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 2017-2020 年。	辛家庵站-昌南大市场站	4.70	4	4 年
2 号线南延工程	2 号线西延工程自南路村站至站前南大道站，线路长 8.50km，设站 7 座，投资 43.20 亿元，规划建设期 2015~2018 年。	南路村站-站前南大道站	8.50	7	4 年
3 号线	3 号线工程自莲塘站至京东大道站，线路长 28.50km，设站 22 座，投资 223.47 亿元，规划建设期为 2015~2020 年。	莲塘站-京东大道站	28.50	22	6 年
4 号线一期工程	4 号线一期工程自望城至火炬五路站，线路长 38.2km，设站 29 座，投资 286.5 亿元，规划建设期为 2016-2021 年。	望城站-火炬五路站	38.20	29	6 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

资源开发

公司资源开发主要收入包括物业租赁及管理收入、广告经营收入等。

运营模式：南昌地铁建设将采用类似香港

地铁的运作模式，即“地铁+社区”。以地铁为核心，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，并对地块进行总体规划。公司与专业地

产商合作，公司以土地资产评估价值入股成立项目公司，并由项目公司具体负责运营和管理，公司不参与项目管理，每年参与利润分红。项目公司按照地铁的建筑要求投资兴建物业，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，这使得地铁公司能够得到长期稳定的现金流。

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 号线三个标志性“地铁+社区”模式项目的建设开发，地铁大厦、地铁时代广场项目及上盖物业项目，其中，上盖物业项目账面价值 10.83 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。据估算，持有物业价值在 20 亿元，运营初期租金年收入约为 3900 万元。项目已于 2015 年底完工，转入投资性房地产科目。

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，紧扣“地铁+社区”的设计理念。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。项目建成后，公司将获得约 8 亿元的土地款返还，1 亿元的现金销售收入，3 万平方米办公以及 1.2 万平方米商业物业。物业市价约为 6 亿元。物业出租收益预计年租金约为 1000 万元。截至 2017 年 9 月底，项目 1# 楼完成至主体结构封顶，2# 楼装修移交完成；

3#、4#、5# 楼完成 60%，6# 楼完成装修湿作业，7#、8# 和 9# 楼正在进行施工，国土局大楼完成砌筑工程。商业部分已开工，预计 2019 年 7 月竣工。截至 2017 年 9 月底，项目累计完成投资 21.61 亿元，因公司仅持股 40%，已投入成本未列示在公司报表，仅长期股权投资科目反映 0.20 亿元对南昌地铁时代置业有限公司投资。

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（以下简称资产运营公司）以及金轨公司经营。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。2016 年，公司物业管理及租赁收入 15353.84 万元，占资源开发业务收入的 90.96%。2017 年 1~9 月，物业管理及租赁收入 12640.35 万元，占资源开发业务的 90.88%。广告经营收入主要来源于子公司南昌轨道交通资产经营有限公司、南昌地铁电视有限公司，包括平面广告位、电子媒体租赁以及广告设计及制作等，2016 年，广告经营收入为 1443.89 万元，占资源开发业务收入的 8.55%，2017 年 1~9 月，形成广告经营收入 1194.42 万元，占比 8.59%，另 2016 年及 2017 年 1~9 月分别形成文化产品收入 82.41 万元和 74.50 万元，占资源开发业务收入的 0.49% 和 0.54%。

商品销售收入

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（以下简称“兰叶材料公司”）负责经营。2016 年，公司实现商品销售收入 48992.30 万元，较 2015 年小幅下降，其中，主要来源钢材业务收入 13261.04 万元和混凝土业务收入 35731.26 万元。2017 年 1~9 月，混凝土贸易收入和钢材收入分别为 21608.25 万元和 8781.21 万元。

另公司其他业务收入主要为咨询费收入以及地铁大厦部分租金收入，由子公司地产开发公司负责，2016 年和 2017 年 1~9 月分别形成收入 0.20 亿元和 19.90 万元，占营业务比重较小。

总体看，南昌市轨道交通建设仍处于起步阶段，规模小；同时公司政府资本金拨付受南昌规划范围内及地铁沿线土地出让影响，拨付时间存在一定不确定性。但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，公司业务盈利性前景较好。

3. 未来发展

公司作为南昌市城市轨道交通的唯一投资及运营主体，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 2014~2015 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；公司提供了 2016 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 2017 年三季度财务数据未经审计。

截至 2014 年底，公司合并范围内共 4 家一级子公司，2015 年，公司合并范围新增南昌地铁电视有限公司 1 家子公司；2016 年减少南昌轨道交通地铁运营有限公司 1 家子公司，2017 年 1~9 月，公司合并范围未发生变化。截至 2017 年 9 月底，公司合并范围内一级子公司共 4 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。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 556.09 亿元，所有者权益 297.83 亿元（其中少数股东权益 1.24 亿元）；2016 年公司实现营业收入 6.79 亿元，实现利润总额 9.16 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 593.26 亿元，所有者权益 332.50 亿元（其中少数股东权益 1.20 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 4.43 亿元，实现利润总额 7.22 亿元。

2. 资产质量

近年来随着地铁项目建设的推进，2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 23.99%。2016 年底，公司资产总额 556.09 亿元，同比增长 17.48%，主要来源于投资性房地产和在建工程的增加；公司以非流动资产为主，其中流动资产占比 15.85%，非流动资产占比 84.15%。

2014~2016 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 40.82%。2016 年底，公司流动

资产 88.17 亿元，同比下降 7.20%。公司流动资产主要由货币资金、存货和其他流动资产构成。

表 5 2014~2016 年公司主要流动资产构成情况
(单位: 亿元、%)

科目名称	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.13	31.79	23.97	25.23	37.90	42.98
其他应收款	5.70	12.81	5.47	5.76	0.93	1.06
存货	21.96	49.40	26.88	28.30	11.83	13.42
其他流动资产	1.51	3.40	35.33	37.19	32.98	37.40
合计	43.30	97.40	91.65	96.48	83.64	94.86

资料来源: 公司审计报告

2016 年底, 公司货币资金 37.90 亿元, 同比增长 58.12%, 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 0.43 亿元, 受限比率 1.13%, 货币资金流动性高。

2014~2016 年, 公司应收账款快速增长, 年均复合增长 103.80%。2016 年底, 公司应收账款 4.18 亿元, 同比增长 78.04%, 主要为应收建设公司工程款增加所致。其中账龄在一年以内占比 98.00%。账龄较短, 周转能力较强。从集中度来看, 应收账款前五名金额 0.91 亿元, 占应收账款金额的 21.77%, 集中度较弱。同期, 公司预付账款规模小, 主要为预付工程款, 仅为 0.33 亿元。

公司其他应收款主要是保证金和往来款, 2014~2016 年, 公司其他应收款快速下降, 年均复合下降 59.54%。2016 年底, 公司其他应收款 0.93 亿元, 同比大幅下降 82.95%, 系对南昌地铁时代置业有限公司往来款回收所致。其他应收款前五大欠款方款项合计 0.22 亿元, 占比 22.76%, 集中度较低。

2014~2016 年, 公司存货波动下降, 年均复合下降 26.59%。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。

2014~2016 年, 公司其他流动资产波动增长, 年均复合增长 367.23%。2016 年底, 公司其他流动资产 32.98 亿元, 同比下降 6.67%。其他流动资产主要包括银行理财 29.55 亿元和增值税待抵扣进项税 3.43 亿元。

2014~2016 年, 公司非流动资产快速增长, 年均复合增长 21.45%。2016 年底, 公司非流动资产 467.92 亿元, 主要由投资性房地产、在建工程和其他非流动资产构成。

表 6 2014~2016 年公司主要非流动资产构成情况
(单位: 亿元、%)

科目名称	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
投资性房地产	139.66	44.02	139.95	36.99	153.89	32.89
在建工程	152.07	47.93	214.67	56.74	267.55	57.18
其他非流动资产	13.79	4.35	11.75	3.10	33.41	7.14
合计	305.52	96.30	366.37	96.83	454.85	97.21

资料来源: 公司审计报告

2014~2016 年, 公司投资性房地产有所增长, 年均复合增长 4.97%。2016 年底, 公司投资性房地产 153.89 亿元, 同比增长 9.96%, 系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按公允价值核算, 评估价值增加至 140.41 亿元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)已完工验收, 自存货转入本科目, 估值增至 13.48 亿元所致。同期, 固定资产金额为 10.78 亿元, 较上年比基本稳定。

2014~2016 年, 公司在建工程快速增长, 年均复合增长 32.64%。2016 年底, 公司在建工程 267.55 亿元, 同比增长 24.63%, 主要系

地铁建设工程的投资金额增加所致，同时凤凰家园 D 区装饰工程及地铁时代广场优化工程投入小幅增加。未来，随着公司轨道项目的进一步开发，公司在建工程规模还将进一步扩大。在建工程期初余额包含了未确认融资费用 1.35 亿元，经前期差错更正，调整至长期应付款科目。

2014~2016 年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长 55.62%。2016 年底，公司其他非流动资产 33.41 亿元，主要包括江西省铁路投资集团投资款 5.81 亿元，预付工程款及土地款；同比大幅增长 184.41%，主要系土地由存货调整至本科目，增加 14.57 亿元所致。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 593.26 亿元，较 2016 年底增长 6.68%，主要系货币资金、在建工程和其他非流动资产增长所致。截至 2017 年 9 月底，公司货币资金 50.14 亿元，较上年底增长 32.31%；其他流动资产 15.17 亿元，较上年底下降 54.00%，主要系收回银行理财款；在建工程 300.12 亿元，较上年底增长 12.17%，主要系地铁建设工程的投资金额增加所致；其他非流动资产 42.74 亿元，同比增长 27.94%，主要系随着工程建设，预付的工程款增加以及应收的拆迁款项重分类所致。从资产构成看，非流动资产占 85.99%，较上年底上升 1.84 个百分点，公司资产结构变动不大。

整体看，公司作为南昌市唯一的轨道交通设施建设主体，持续加大地铁工程施工建设投入，使得资产规模持续增长。公司资产以非流动资产（在建工程和投资性房地产）为主，资产流动性一般，资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 19.78%。2016 年底，公司所有者权益 297.83 亿元，同比增长 20.04%，其中，归属于母公司所有者权益中实收资本占比 8.82%，资本公积占比 79.07%，盈余公积占比

1.09%，未分配利润占比 11.03%。

2014~2016 年，公司实收资本有所增长，年均复合增长 7.81%。2016 年底，公司实收资本 26.15 亿元，同比增长 7.86%，主要系本期国开发展基金继续对公司进行增资 1.91 亿元所致。

2014~2016 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 19.74%。2015 年底，公司资本公积 195.16 亿元，较 2014 年底增加 31.60 亿元，主要为南昌市财政局向公司拨付轨道建设资本金合计 17.40 亿元，国开发展基金向公司投入资金中的 14.25 亿元，以及依据洪国资产权字 2015【9】号和【21】号文件，公司将西湖区朝阳住宅小区 31 栋 1 单元 142 室等 12 套住宅产权划回原单位，下账房产 0.05 亿元。2016 年底，公司资本公积 234.51 亿元，较 2015 年增长 39.34 亿元，主要为：2016 年 3 月和 7 月，根据国开发展基金投资合同，国开发展基金本年度共向公司投入 18.00 亿元资金，其中 1.91 亿元计入实收资本，16.09 亿元计入资本公积；收到南昌市财政局拨付建设资本金共 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协议，南昌市财政局拨付投资款 4.75 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益 332.50 亿元，较 2016 年底增长 11.64%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。截至 2017 年 9 月底，公司资本公积 262.45 亿元，较 2016 年底增加 27.94 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。

总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

2014~2016 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 29.45%。2016 年底，公司负债总额 258.26 亿元，同比增长 14.69%，其中流动负债占 13.64%，非流动负债占 86.36%，负债结构以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债快速增长，

年均复合增长 37.36%。2016 年底，公司流动负债 35.23 亿元，同比增长 32.46%，主要系短期借款和应付账款增加所致。其中占比较高的有应付账款（占 58.28%）、短期借款（占 3.47%）、其他应付款（占 25.00%）和其他流动负债（占 5.68%）。

2016 年底，公司短期借款为 1.22 亿元，同比增长 103.50%，主要为信用借款 1.17 亿元和抵押借款 0.05 亿元。

2014~2016 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 44.56%。2016 年底，公司应付账款 20.53 亿元，同比增长 38.96%，主要是随着地铁一号线、二号线和三号线建设项目的推进，公司应付施工方相应的工程款增加所致。从账龄来看，1 年以内占 48.61%，1~2 年占 22.26%，2~3 年占 19.92%，3 年以上占 9.21%，账龄结构尚可。从集中度来看，应付账款前五名合计 6.72 亿元，占应付账款余额的 32.73%，集中度较低。

表 7 2016 年底应付账款前五名概况

（单位：亿元）

单位名称	金额	账龄
中铁建工集团有限公司南昌地铁配套工程项目经理部	2.37	1 年以内
南昌市东湖区国有土地房屋征收与补偿办事处	1.20	1~4 年
南昌青山湖投资发展有限公司	1.18	1~2 年
中铁五局（集团）有限公司	1.00	1~4 年
中国中铁股份有限公司	0.97	1~3 年
合计	6.72	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司其他应付款有所增长，年均复合增长 8.04%。2016 年底，公司其他应付款为 8.81 亿元，同比增长 4.42%，主要系江西新华发行集团有限公司南昌市分公司（4.00 亿元）、江西赣卫招待所（0.60 亿元）和南昌市电影发行放映公司（0.60 亿元）等单位的回购保证金。

2016 年，公司其他流动负债金额为 2.00 亿元，同比增长 100.00%，主要为政府对轨道 1 号线运营补贴资金增加。

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 28.32%。2016 年底，公司非流动负债 223.03 亿元，同比增长 12.31%，主要系长期借款及应付债券增加所致；其中长期借款占 78.25%，应付债券占 18.08%和长期应付款占 3.17%。

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，2016 年底为 174.52 亿元，同比增长 12.34%，主要是保证借款增加 10.00 亿元所致。同期，公司应付债券 40.33 亿元，同比增长 12.34%，主要系 2016 年 6 月新增 5.00 亿元“16 洪轨可续期债 01”所致。

2016 年底，公司长期应付款为 7.08 亿元，同比增长 9.41%，（期初差错更正详见“在建工程科目”），主要为公司地铁项目管理分公司应付融资租赁款。因其有息债务性质，将其计入有息债务。

截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 260.76 亿元，较上年底增长 0.97%，主要系长期借款增长所致。截至 2017 年 9 月底，公司应付账款 17.91 亿元，较上年底下降 12.79%，主要系支付部分工程款所致；公司其他应付款 7.86 亿元，较上年底下降 10.71%；公司长期借款 180.42 亿元，较上年底增长 3.38%。从负债结构看，非流动负债占 88.08%，较上年底上升 1.72 个百分点。

2014~2016 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 26.66%。2016 年底，公司全部债务 216.94 亿元，同比增长 12.81%，其中短期债务占 0.96%，长期债务占 99.04%。公司债务以长期债务为主，符合地铁建设回收期长的特征。2014~2016 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波动中有所增长；2016 年底，上述三项指标分别为 46.44%、42.14%和 41.91%，较上年分别下降 1.13 个、1.52 个和 1.61 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，公司调整后全部债务 224.02 亿元，调整后全部债务资本化比率 42.93%。公司整体债务负担较

轻。

截至 2017 年 9 月底,公司全部债务 222.85 亿元,其中短期债务 2.07 亿元,长期债务 220.78 亿元;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 43.95%、40.13%和 39.90%。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 230.64 亿元,调整后全部债务资本化比率 40.96%。

整体看,公司债务规模快速增长,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。

4. 盈利能力

公司是南昌市轨道交通投资建设、运营管理和资源开发的实施主体,目前公司地铁项目仍处于建设阶段,公司收入主要为商品销售收入,资源开发业务收入和其他业务收入。2014~2016 年,公司营业收入波动增长,年均复合增长 26.84%。2016 年,公司实现营业收入 6.79 亿元,同比下降 2.04%,主要系子公司南昌轨道交通资产运营有限公司及孙公司江西兰叶新型材料科技有限公司销售下降所致。

从期间费用看,2014~2016 年,公司期间费用快速增长,年均复合增长 22.66%。2016 年,公司期间费用 1.69 亿元,同比增长 8.98%,主要表现为管理费用。2014~2016 年,期间费用占营业收入的比重分别为 26.60%、22.35%和 24.87%,2016 年同比增长 2.52 个百分点,系财务费用增长所致。公司期间费用的控制能力一般。

2014~2016 年,公司营业外收入有所波动,年均复合下降 0.19%,近三年分别为 6.33 亿元、6.62 亿元和 6.30 亿元,主要为用于专项补贴南昌轨交的企业发展基金。2014~2016 年,公司公允价值变动损益分别为 -2.42 亿元、0.34 亿元和 1.70 亿元,为公司投资性房地产公允价值变动。2014~2016 年,公司利润总额分别为 4.72

亿元、7.48 亿元和 9.16 亿元。公司利润总额对政府补助的依赖性强。

从盈利指标看,2014~2016 年,公司营业利润率快速下降,分别为 45.25%、30.85%和 28.70%;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 1.51%、1.65%和 1.69%,净资产收益率三年分别为 2.43%、2.91%和 2.91%。公司整体盈利能力弱。

2017 年 1~9 月,公司营业收入 4.43 亿元,相当于 2016 年全年的 65.27%。2017 年 1~9 月,公司利润总额 7.22 亿元,实现营业外收入 7.03 亿元,其中政府补贴 6.60 亿元。2017 年 1~9 月,公司营业利润率有所上升,为 29.54%。

总体而言,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,短期尚未形成经营收入,公司目前营业利润受公允价值变动影响较大,且对政府补助依赖性较强。公司作为南昌市唯一从事轨道交通设施建设的国有企业,得到市政府的大力支持,按照南昌市城市发展规划要求,公司未来业务量将会持续增加,从而保证公司营业收入及利润的稳定增长。

5. 现金流分析

经营活动方面,2014~2016 年,公司经营产生的现金流入快速下降,2016 年为 12.52 亿元,同比下降 26.31%,主要系受往来款减少影响。2016 年,公司销售商品、提供劳务收到的现金为 4.98 亿元,同比下降 15.48%,系确认收入尚未完全到账所致。收到其他与经营活动有关的现金 7.54 亿元,同比下降 32.07%,其中政府补助 6.07 亿元、往来款 1.12 亿元。2014~2016 年,公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 6.09 亿元、6.27 亿元和 4.11 亿元,主要为土地平整开发支出。2016 年,公司支付其他与经营活动有关的现金 0.46 亿元,同比大幅下降 58.28%,主要系公司支付手续费及往来款大幅减少所致。近三年,公司经营性现金流净额分别为 6.87 亿元、8.25 亿元和

6.47 亿元。从现金收入实现质量方面来看，现金收入比近三年波动下降，分别为 77.63%、85.02%和 73.36%。现金收入质量一般，主要系商品销售业务回款存在一定滞后性所致。

投资活动方面，2014~2016 年伴随轨道交通项目建设逐步展开，公司投资活动产生的现金净流出规模较大。近三年，投资活动产生的现金流量净额分别为-35.25 亿元、-80.17 亿元和-50.51 亿元。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流入量快速增长，2016 年为 107.63 亿元，同比大幅增长 235.47%，主要系收回投资收到的现金大幅增长至 99.50 亿元，为收回理财产品；同时 2016 年收到其他与投资活动有关的现金大幅下降至 5.80 亿元，系收到理财产品大幅下降所致。2014~2016 年，公司购建固定资产、无形资产等支出的现金快速增长，年均复合增长 28.94%，主要系地铁建设的持续投入所致，2016 年为 57.61 亿元。2014~2016 年，公司投资支付的现金快速增长，2016 年大幅增长至 100.25 亿元，系购买理财产品所致。2014~2016 年，公司支付其他与投资活动有关的现金波动下降，2016 年大幅下降至 0.29 亿元，系购买理财产品减少所致。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司为保障轨道交通建设资金，持续保持对外融资，筹资活动产生的现金流量净额波动增长，分别为 29.52 亿元、81.57 亿元和 57.78 亿元。2016 年筹资活动现金流入为 69.66 亿元，同比下降 39.46%。主要为吸收投资收到的现金 41.27 亿元、取得借款收到的现金 20.94 亿元发行债券收到的现金 5.00 亿元。公司筹资活动现金流出主要偿还债务本息，2016 年为 11.88 亿元。

2017 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额 5.80 亿元，收到与支付其他与经营活动有关的现金较 2016 年底大幅增长至 15.63 亿元和 9.98 亿元，主要系支付与收到往来款增加所致。2017 年 1~9 月，公司投资活动产生的现金流量净额-26.25 亿元，投资活动现金流入主要为收回理财产品 45.00 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 41.02 亿元和投资支付的现金 30.51 亿元（主要为购买理财产品）构成。同期，公司筹资活动现金流入 35.45 亿元，主要为吸收投资收到现金 27.94 亿元，为政府拨入款项，公司筹资活动产生的现金流净额为 32.69 亿元。

总体看，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。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014~2016 年，公司流动比率波动幅度较大，三年分别为 238.11%、357.24%和 250.27%；同期，速动比率波动增长，三年分别为 120.49%、256.15%和 216.68%。2014~2016 年，公司经营现金流动负债比分别为 36.79%、31.04%和 18.38%。2017 年 9 月底，流动比率和速度比率分别为 267.44%和 228.76%。考虑到公司短期债务少，货币资金较为充裕，短期偿债能力好。

从长期偿债能力看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 5.17 亿元、8.06 亿元和 9.81 亿元；同期，调整后全部债务/EBITDA 分别为 26.15 倍、24.65 倍和 22.85 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，公司整体偿债能力尚可。

截至 2017 年 9 月底，公司获得的外部授信额度为 1144.02 亿元，已使用额度为 701.98 亿元，总体看，公司融资渠道畅通，外部资金支持充裕。

截至 2017 年 9 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 亿元，相当于 2016 年底公司调整后长期债务和调整后全部债务的 2.25%和 2.23%，本期中期票据计划发行金额对公司现有债务影响较小。

2016 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 46.44%和 42.93%。以 2016 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 46.92%和 43.47%，公司债务负担有所上升。考虑到募集资金将用于补充营运资金和偿还银行贷款，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

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 5.17 亿元、8.06 亿元和 9.81 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 1.03 倍、1.61 倍和 1.96 倍；EBITDA 对本期中期票据的保障程度尚可。经营活动现金流入量分别为 30.90 亿元、16.99 亿元和 12.52 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 6.18 倍、3.40 倍和 2.50 倍；经营活动现金流量净额分别为 6.87 亿元、8.25 亿元和 6.47 亿元，经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的 1.37 倍、1.65 倍和 1.29 倍。

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

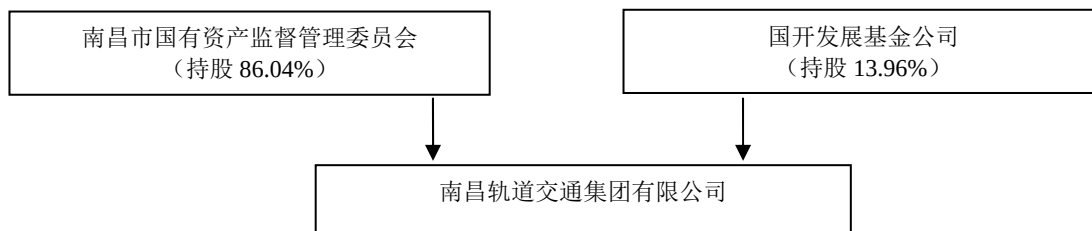
近年来，南昌市经济持续增长、财政收入水平快速提高，为公司发展创造了良好的外部环境；公司作为南昌市地铁项目投资建设及运营管理的主体，在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有区域专营性地位，以及政府支持力度大等方面的优势。

公司资产总额持续增长，结构稳定，但流

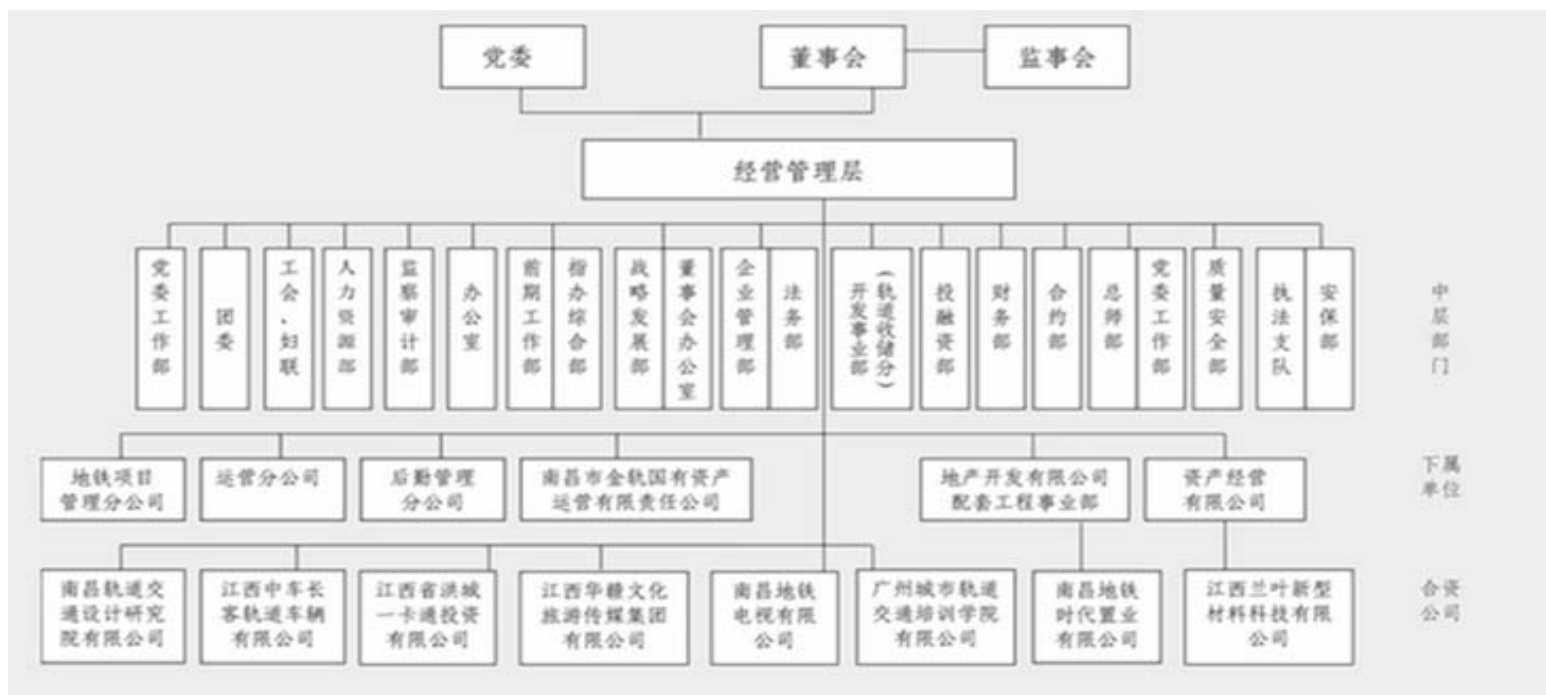
动性较弱，同时受地铁项目建设周期长，投资额大，具有较强公益性等特征，公司债务以长期债务为主，债务规模不断增长；由于地铁项目建设仍处于初级阶段，尚未形成路网效应，公司自身盈利能力弱，利率总额对财政补贴依赖性较强，但随着未来地铁逐步建成通车，将带来稳定的票价收入。

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 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.14	24.03	37.92	50.20
资产总额(亿元)	361.70	473.35	556.09	593.26
所有者权益(亿元)	207.58	248.17	297.83	332.50
短期债务(亿元)	0.36	1.06	2.08	2.07
长期债务(亿元)	134.87	191.25	214.85	220.78
调整后长期债务(亿元)	134.87	197.72	221.94	228.57
全部债务(亿元)	135.23	192.31	216.93	222.85
调整后全部债务(亿元)	135.23	198.78	224.02	230.64
营业收入(亿元)	4.22	6.93	6.79	4.43
利润总额(亿元)	4.72	7.48	9.16	7.22
EBITDA(亿元)	5.17	8.06	9.81	--
经营性净现金流(亿元)	6.87	8.25	6.47	5.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.62	4.05	2.05	--
存货周转次数(次)	0.07	0.18	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.02	0.01	--
现金收入比(%)	77.63	85.02	73.36	111.00
营业利润率(%)	45.25	30.85	28.70	29.54
总资本收益率(%)	1.98	1.64	1.69	--
净资产收益率(%)	2.43	2.91	2.91	--
长期债务资本化比率(%)	39.38	43.52	41.91	39.90
调整后长期债务资本化比率(%)	39.38	44.34	42.70	40.74
全部债务资本化比率(%)	39.45	43.66	42.14	40.13
调整后全部债务资本化比率(%)	39.45	44.47	42.93	40.96
资产负债率(%)	42.61	47.57	46.44	43.95
流动比率(%)	238.11	357.24	250.27	267.44
速动比率(%)	120.49	256.15	216.68	228.76
经营现金流动负债比(%)	36.79	31.04	18.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.15	23.85	22.12	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	26.15	24.65	22.85	--

注：1.2017 年三季度财务数据未经审计；

2.调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；

3.调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务。

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%
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%
经营现金流动负债比	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 2018 年度第一期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。