信用等级公告

联合〔2020〕1856 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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南昌轨道交通集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”“18 南昌轨交 MTN001”“19 南昌轨交 GN001”和“19 南昌轨交 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日

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：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

南昌轨道交通集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA+	稳定	AA+	稳定
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	AA+	稳定	AA+	稳定
18 南昌轨交 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
19 南昌轨交 GN001	AA+	稳定	AA+	稳定
19 南昌轨交 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	36.00 亿元	36.00 亿元	2020/08/03
18 南昌轨交 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/01/29
19 南昌轨交 GN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/02/26
19 南昌轨交 MTN001	15.00 亿元	15.00 亿元	2024/01/23

注：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

评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）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，南昌市经济持续增强，外部发展环境良好，在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面仍具有区域专营性地位，并持续获得有力的外部支持。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，盈利能力弱；目前南昌市地铁仍处于建设前期，尚未形成路网效应；公司债务负担有所加重，未来投资支出大，预计未来债务规模将继续上升等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

未来，随着公司 3 号线、4 号线项目逐步建成投入运营，公司地铁运营路网效应将逐步显现，地铁运营收入有望继续增长。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA+，维持“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”“18 南昌轨交 MTN001”“19 南昌轨交 GN001”和“19 南昌轨交 MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**跟踪期内，南昌市经济持续增长，公司外部发展环境良好。
2. **公司持续得到有力的外部支持。**跟踪期内，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仍具有区域专营性地位，持续获得政府在资金注入和财政补贴方面的大力支持。
3. **公司营业收入稳步增长。**跟踪期内公司营业收入稳步增长，未来随着1号线、2号线项目转固，公司营业收入将继续增长。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

分析师：喻宙宏　吕泽峰
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. **南昌市地铁仍处于建设前期，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。
2. **公司债务负担有所加重，预计未来债务规模将继续上升。**跟踪期内，公司债务规模不断增长，债务负担有所加重，3 号线和 4 号线一期工程仍处于建设阶段，未来投资支出大，存在较大的资金需求。预计随着公司地铁建设项目的逐步推进，公司债务规模将继续上升。
3. **公司业务实际盈利能力偏弱，利润对政府补贴依赖性较强。**2019 年公司利润总额为 8.28 亿元，其中补贴收入为 3.63 亿元、营业外收入 2.98 亿元，公司利润对政府补贴依赖性较强。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	45.00	31.95	39.88	32.91
资产总额(亿元)	624.99	686.66	787.65	807.20
所有者权益(亿元)	342.46	380.08	421.96	421.69
短期债务(亿元)	8.04	10.05	19.29	27.52
长期债务(亿元)	228.34	238.73	274.18	284.35
全部债务(亿元)	236.39	248.78	293.47	311.87
营业收入(亿元)	6.78	8.08	8.99	1.50
利润总额(亿元)	15.29	10.33	8.28	-0.68
EBITDA(亿元)	16.03	11.01	8.93	--
经营性净现金流(亿元)	11.58	3.23	3.98	0.91
营业利润率(%)	28.19	28.56	30.01	-18.98
净资产收益率(%)	4.47	2.66	1.86	--
资产负债率(%)	45.21	44.65	46.43	47.76
全部债务资本化比率(%)	40.84	39.56	41.02	42.51
流动比率(%)	244.44	205.80	161.23	137.71
经营现金流动负债比(%)	31.32	7.56	6.49	--
现金短期债务比(倍)	5.59	3.18	2.07	1.20
EBITDA 利息倍数(倍)	1.66	1.07	0.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.74	22.59	32.85	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	614.39	675.31	776.81	795.72
所有者权益(亿元)	336.18	373.24	415.14	414.57
全部债务(亿元)	234.07	246.41	290.80	309.59
营业收入(亿元)	0.00	0.60	0.63	0.42
利润总额(亿元)	14.49	9.07	6.72	-0.82
资产负债率(%)	45.28	44.73	46.56	47.90
全部债务资本化比率(%)	41.05	39.77	41.19	42.75
流动比率(%)	279.11	209.53	157.45	132.78
经营现金流动负债比(%)	34.32	25.13	10.32	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 南昌轨交 MTN001、19 南昌轨交 GN001、18 南昌轨交 MTN001、15 洪轨 02/15 洪轨债 02	AA+	AA+	稳定	2019/6/18	姚玥、喻宙宏	**城市基础设施投资企业主体信用评级方法**（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 南昌轨交 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/12/21	张婷婷、宋金玲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 南昌轨交 GN001	AA+	AA+	稳定	2018/10/25	张婷婷、宋金玲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 南昌轨交 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/1/18	常楚迪、宋金玲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	AA+	AA+	稳定	2015/7/17	侯煜明、张峻铖	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

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

声　明

一、本报告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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

跟踪期内，公司主要股东及实际控制人未发生变化，仍为南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 26.15 亿元，较 2018 年底未发生变化；南昌市国资委仍持股 100%，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，仍为：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；城市公共交通运输；餐饮服务；预包装食品销售；房屋租赁；负责国内贸易；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

公司内设监察办公室、战略发展部、投融资部、财务部等 17 个部门。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围一级子公司共 9 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 787.65 亿元，所有者权益 421.96 亿元（其中少数股东权益 1.28 亿元）；2019 年公司实现营业收入 8.99 亿元，利润总额 8.28 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 807.20 亿元，所有者权益 421.69 亿元（其中少数股东权益 1.38 亿元）；2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 1.50 亿元，利润总额-0.68 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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年 3 月底，联合资信所评“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”“18 南昌轨交 MTN001”“19 南昌轨交 GN001”和“19 南昌轨交 MTN001”尚需偿还债券余额 61.00 亿元。跟踪期内，“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”“18 南昌轨交 MTN001”“19 南昌轨交 MTN001”和“19 南昌轨交 GN001”已按期足额支付债券利息。

截至 2020 年 3 月底，“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”募集资金已按要求全部用于南昌市轨道交通 2 号线一期工程项目。“18 南昌轨交 MTN001”“19 南昌轨交 GN001”和“19 南昌轨交 MTN001”募集资金已按募集用途使用完毕。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	36.00	36.00	2015/08/03	5+5+5 年
18 南昌轨交 MTN001	5.00	5.00	2018/01/29	5 年
19 南昌轨交 GN001	5.00	5.00	2019/02/26	3+N 年
19 南昌轨交 MTN001	15.00	15.00	2019/01/23	5 年
合计	**61.00**	**61.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

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

（1）行业概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口也相应增长，2019年中国城镇常住人口8.48亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为60.60%，首次突破60%，同时大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。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。

经过多年的发展，截至2019年底，中国大陆地区累计有40个城市建成投运城市轨道交通线路，全国共计208条运营线路，建成投运城市轨道交通线路总长度达6736.2公里。2019年全年累计完成客运量237.1亿人次，2019年中国城市轨道交通完成投资5958.9亿元。

（2）行业发展

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。

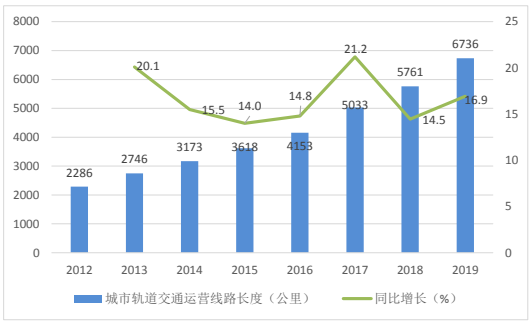
在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，资本金比例在30~40%左右，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由省、市两级政府财力提供支持，并由政府实际控制行使投资建设职能的企业通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如沿线土地资源运作等）筹措其余部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场化定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖票款补贴。

资金需求规模大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。目前，引入社会资本的多种模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制以提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

“十三五”四年来，全国城市轨道交通运营线路规模稳步增长。长三角经济圈城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著。上海和北京两城运营规模在全国遥遥领先。

“十三五”四年来，全国运营线路规模稳步增长，共新增运营线路长度3118.2公里，年均新增运营线路长度779.6公里。根据《城市轨道交通2019年度统计和分析报告》（以下简称“城轨分析报告”），截至2019年底，中国大陆地区累计有40个城市建成投运城市轨道交通线路，其中2019年新增温州、济南、常州、徐州、呼和浩特5个运营城市。全国共计208条运营线路，其中2019年新增运营线路25条，新增运营线路长度974.8公里。2019年全国城市建成投运城市轨道交通线路总长度达6736.2公里，同比增长16.90%，其中地铁5180.6公里，占比76.9%，投运车站3928座。

图1　2012－2019年中国城市轨道交通运营里程



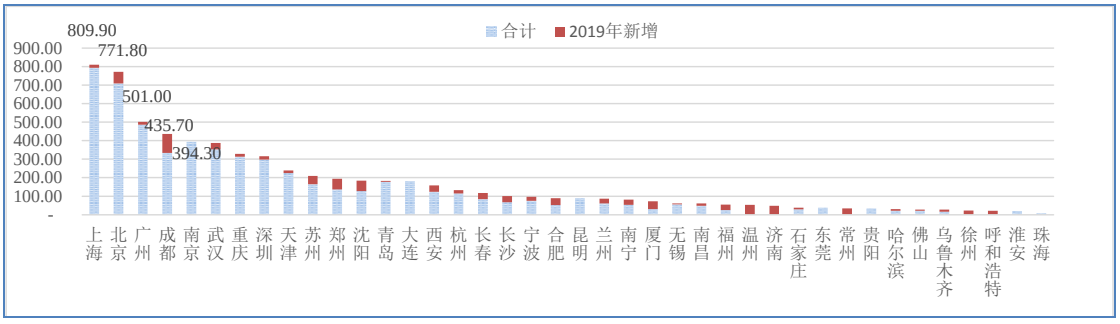
资料来源：联合资信整理

从城市群拥有城市交通运营线网规模在全国的占比看，长三角经济圈的11城开通运营线路54条，运营线路总长度1920公里，占比29%，经济发达且城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；京津冀3城开通运营线路33条，运营线路总长度1049公里，占比16%；珠三角5城开通运营线路27条，运营线路总长度892公里，占比13%；成渝城市群2城开通运营线路18条，运营线路总长度群764公里，占比11%。随着城市群、都市圈、同城化建设的大力推进，市区城轨、市域快轨、城际铁路“三网融合”的需求为城轨交通、市域快轨的发展打开了空间。

“十三五”四年来，全国城轨交通在建项目规模较大且稳步增长，2019年度完成建设投资额创历史新高。

“十三五”四年来，共有27个城市新一轮建设规划或规划调整获国家发改委批复，获批项目初步估算总投资额合计约25000亿元。2019年，共有4个城市新一轮城市轨道交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，线路长度共687.45公里，总投资4926.28亿元。“十三五”四年来，全国共完成城市轨道交通建设投资19992.7亿元，年均完成建设投资额接近5000亿元。2019年，中国城市轨道交通完成投资5958.9亿元，同比增长8.9%。据不完全统计（不含地方政府批复项目的资金情况），截至2019年底，在建城市轨道交通项目的可研批复投资额累计46430.3亿元，在建线路总里程6902.5公里，同比增长8.3%，其中地铁5942.7公里，仍为主流。我国城轨在建线路规模稳步增长，年度完成建设投资额创历史新高。

图2　截至2019年底中国各城市轨道交通运营线路长度　（单位：公里）



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

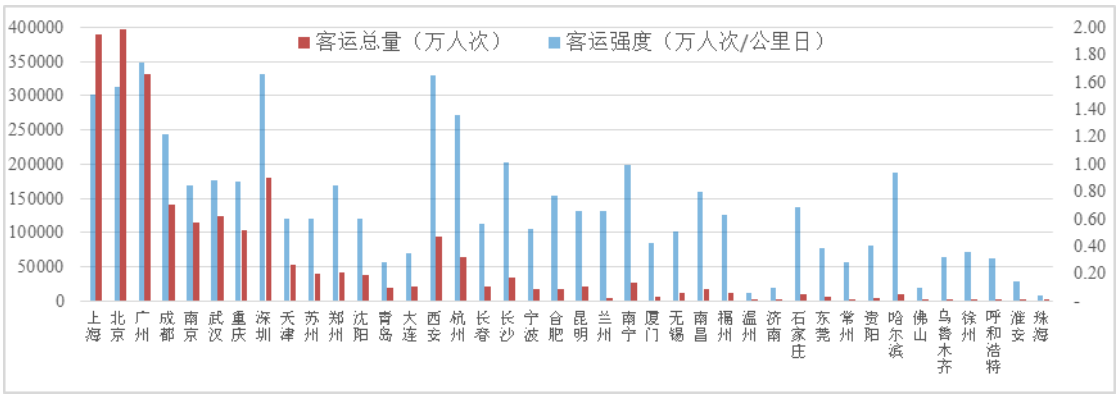
（3）行业运营

随着新建线路投入运营，全国各城市客运量不断增长，客运强度总体水平呈逐年下降趋势，但各城市之间客运强度变化有所差异。

随着新建线路投入运营，据不完全统计，2019年全国累计完成客运量237.1亿人次，同比增长12.5%；日均6634.1万人次，同比增加772.6万人次；总进站量为149.4亿人次，同比增长12.2%；总客运周转量为2003.1亿人公里，同比增长13.8%，北京、上海、广州、深圳4市位居前列。

2019年，全国城轨交通平均客运强度为0.71万人次/公里日，同比所有下降。但各城市之间客运强度变化有所差异，北京、成都、沈阳等城市客运强度同比稳中有降，上海、天津、重庆等城市客运强度同比依然增长。2019年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、西安、北京和上海。

图3　2019年中国各城市轨道交通客运量和客运强度



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

2019年，全国城轨交通平均运营成本和收入同比均有所下降，但入不敷出依然是行业普遍状况，行业运营对政府补贴依赖高。

据不完全统计（该部分计入31个城市数，不含部分市域快轨和有轨电车数据和数据填报不完整城市），2019年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本23.4元，同比下降0.4元。平均单位人公里运营成本0.69元，同比下降0.15元。平均单位车公里运营收入16.7元，同比下降0.5元，平均单位人公里运营收入0.47元，同比下降0.01元，车公里运营收入和人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、杭州、长沙、青岛、厦门5市；平均单位票款收入0.28元/人公里，同比增长0.01元。

2019年，全国平均运营收支比为72.7%，其中，运营收支比超过100%的城市有杭州、深圳、北京、青岛4市，均为资源经营收入较高的城市；其余城市运营收支比均低于100%。整体看，城轨交通运营入不敷出依然是普遍状况，对政府补贴依赖高。

（4）行业政策

因城市轨道交通行业特殊性，国家和地方政府已出台一系列政策，保障行业健康快速发展。

城市轨道交通行业特点是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大。国家和地方政府已出台一系列政策，保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表 2 近期城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发单位	发布日期
1	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52 号）	国务院	2018.07
2	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
3	《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09
4	《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03

资料来源：联合资信整理

据国务院办公厅 2018 年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上。引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。上述政策有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次、0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时 3 万

人次以上、1 万人次以上。除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于 40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，上述规定有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2020年3月，中国城市轨道交通协会发布了《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》（以下简称“《纲要》”），从行业层面对智慧城轨建设的发展战略、建设目标、重点任务、实施路径、体制机制和保障措施等进行了统筹规划、顶层设计。旨在以此作为城轨交通行业今后一个时期（2020－2035年）制订智慧城轨发展的技术政策、技术规范、发展规划和实施计划的指导性文件。

（5）未来发展

随着科技革命和产业变革，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，逐步发展智慧型地铁，同时政府对行业的资金安排也给新基建的城轨交通发展带来了新的机遇。

“十三五”时期，我国已进入城市轨道交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，但经济发达地区的城市轨道交通建设投资增速和规模仍较大。到 2020 年底，全国城市轨道交通运营线路预计将达到 7700 公里左右。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动下，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，《纲要》的发布，给未来城轨交通强国的建设提供了更加明确的目标和方向。“十四五”即将到来，部分经济发达城市地铁在加快新线建设的同时，也将率先全力打造智慧型地铁。

2020年初，受突如其来的新冠疫情影响，在平衡建设进度、安全生产和成本管控等方面，城轨企业将存在较大的压力，2020年整体客运量将可能有所下降。

2020 年政府工作报告提出，2020 年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，并提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，其中包括加强新基建、加强交通在内的重大工程建设，体现了以民生为导向、支撑内需扩大的重要出发点，契合了高质量发展的需要，给城轨交通发展带来了新的机遇。

2. 区域经济环境

跟踪期内，南昌市经济持续增长，规模以上工业增加值保持增长态势，固定资产投资仍保持较高增速，公司外部发展环境良好。

根据《南昌市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019 年南昌市全年实现地区生产总值（GDP）5596.18 亿元，按照可比价格计算，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 2112.89 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 2653.82 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 2729.47 亿元，增长 8.4%。人均生产总值 10.04 万元。在全市地区生产总值中，非公有制经济实现增加值 3243.06 亿元，按可比价格计算，增长 9.1%。全年规模以上工业增加值比上年增长 8.5%。

固定资产投资方面，2019 年南昌市全市 500 万元及以上固定资产投资比上年增长 10.2%。其中，工业投资增长 15.7%，房地产开发投资增长 2.5%，全年投资施工项目 4676 个，其中新开工项目 3097 个。全市 500 万元及以上固定资产投资中第一产业投资比上年下降 6.9%，第二产业投资增长 14.1%，第三产业投资增长 8.7%。三次产业在固定资产投资中所占比重为 0.9:32.9:66.2。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 26.15 亿元，南昌市国资委持股 100.00%。公司实际控制人为南昌市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，南昌市地方财力持续增强，财

政自给能力仍较差；公司持续获得政府在资金注入和财政补贴方面的大力支持。

2019年，南昌市全年实现财政总收入902.98亿元，比上年增长3.9%。其中，地方一般公共预算收入476.08亿元，增长3.1%，地方一般公共预算支出834.11亿元，增长10.9%，财政自给率为57.08%，较2018年的61.39%有所下降，财政自给能力仍较差。

资金注入

根据南昌市人民政府办公厅抄告单洪府厅字〔2018〕713号文件，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，2019年度公司共收到南昌市财政局拨付2.28亿元作为轨道建设资本金，计入“资本公积”科目。

根据南昌市人民政府与江西省铁路投资集团公司协议，公司共收到南昌市财政局2019年度拨付投资款8.30亿元，计入“资本公积”科目。

根据《南昌市财政局关于分配下达2019年第二批新增债券资金的通知》（洪财债指〔2019〕8号）文件，公司于2019年10月收到南昌市财政局拨付20.00亿元新增债券资金作为轨道建设资本金，计入“资本公积”科目。

财政补贴

2019年，公司收到运营补贴补助1.50亿元；收到南昌赣江新区财政金融局拨付的轨道交通建设资金3.63亿元。

5．企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好；联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的2020年5月5日中国人民银行《企业信用报告》（授信机构版，统一社会信用码：91360125680900685J），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2020年5月28日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化，管理制度执行情况良好。

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，跟踪期内公司地铁项目部分处于前期建设阶段，部分处于试运营阶段；公司收入仍主要为资源开发收入以及商品销售收入。

2019年，公司营业收入为8.99亿元，同比增长11.29%，主要系商品销售业务收入增长所致。营业收入结构较2018年变化较小，收入仍主要来自商品销售业务收入，其中商品销售业务收入占比68.79%、资源开发业务收入占比23.85%。

从毛利率看，2019年公司综合毛利率为36.63%，较2018年略有增长。其中商品销售业务毛利率为20.06%，资源开发业务毛利率为90.22%，其他业务毛利率为17.79%，各板块业务毛利率较2018年均略有增长。

2020年1-3月，公司实现营业收入1.50亿元，相当于2019年全年的16.68%，当期新增线路运营收入，主要为地铁1号线运营收入，未来随着地铁项目的陆续正式运营，线路运营业务收入将大幅增长；公司综合毛利率为-9.83%。

表3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018年			2019年			2020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
线路运营	--	--	--	--	--	--	2258.19	15.05	-330.10

业务									
商品销售业务	52937.07	65.52	17.61	61852.39	68.79	20.06	6246.56	41.64	36.12
资源开发业务	21088.92	26.10	86.40	21445.78	23.85	90.22	4946.40	32.97	88.34
其他业务	6770.98	8.38	17.71	6620.42	7.36	17.79	1551.72	10.34	-41.68
合计	**80796.97**	**100.00**	**35.58**	**89918.59**	**100.00**	**36.63**	**15002.87**	**100.00**	**-9.83**

注：资源开发业务收入包括资产委托经营收入、租赁收入、物业管理收入、广告经营收入、地块管理收入、文化产品收入和站点资源再开发收入等；商品销售收入包括混凝土销售收入、材料贸易收入
资料来源：公司提供

2．业务经营分析

（1）轨道交通投资建设

跟踪期内，公司轨道交通项目进展情况正常，1 号线一期工程和 2 号线一期工程仍处于试运营阶段，尚未转固，3 号线和 4 号线一期工程仍处于建设阶段，未来投资支出大，存在较大的资金需求。

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仍为南昌市轨道交通 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。

跟踪期内，南昌市轨道交通建设投资的主要运营模式未发生变化，仍为：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；政府提供的建设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。

1 号线一期工程

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 2020 年 3 月底，1 号线一期工程已投资 198.61 亿元，目前仍处于试运营阶段，预计 2020 年转固。

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：采用计程票制按里程分段计价，依照“分级递进、递远递减”的原则，起步价为 2 元，起步 6 公里，6~12 公里每增 1 元可乘里程为 6 公里，12~28 公里每增 1 元可乘里程为 8 公里，28 公里以上每增 1 元可乘里程为 10 公里。跟踪期内，地铁票价无调整。2018-2019 年及 2020 年 1-3 月，分别形成含税票价收入 2.58 亿元、2.78 亿元和 0.25 亿元。因 1 号线一期工程尚在试运营阶段，未进行竣工结算，2019 年票价收入仍冲减“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”。公司 1 号线预计 2020 年进入正式运营，因此 2020 年 1 月开始，1 号线运营收入计入营业收入。

表 4　地铁 1 号线项目运营情况

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
年度客运量（万人次）	11705.17	12593.4	1122.74
日均客运量（万人次）	32.07	34.5	12.34
列车开行列次（列）	127353	128056	17782
运营里程（万公里）	344.45	346.69	47.26
票务收入（亿元）	2.34	2.54	0.23

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

2 号线一期工程

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 2020 年 3 月底已完成投资 125.81 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 2 号线一期工程施工已建设完成。2017 年 8 月 18 日，2 号线一期工程开通 19.63 公里试运营，跟踪期内，2 号线一期工程尚未转固，仍处于试运营阶段。2018-2019 年及 2020 年 1-3 月分别形成含税票价收入 0.52 亿元、0.92 亿元和 0.10 亿元（包括 2 号线南延线收入）。

表 5　地铁 2 号线项目运营情况

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
年度客运量（万乘次）	2470.63	4908.65	669.63
日均客运量（万乘次）	6.77	13.45	7.36
列车开行列次（列）	82370	99332	16850
运营里程（万公里）	160.98	259.90	52.78
票务收入（亿元）	0.47	0.85	0.09

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

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 2020 年 3 月底，已投资 23.16 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（相关票务收入与 2 号线一期工程合并统计），跟踪期内仍处于试运营阶段。

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%，已到位资本金 29.07 亿元。截至 2020 年 3 月底，已投资 70.44 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。目前累计 21 座车站及莲塘车辆段盾构井结构封顶，全线盾构贯通。3 号线尚未开始试运营。

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 300.11 亿元，资本金比例 25%，已到位资本金 57.47 亿元。截至 2020 年 3 月底，已投资 48.07 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 4 个高架车站中，4 个车站已封顶；25 个地下车站中，11 座车站已封顶，盾构累计掘进 17.94 公里。3 号线尚未开始试运营。

表 6　截至 2020 年 3 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	198.61	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	125.81	65.49
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	23.16	18.46
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	28.50	22	215.85	70.44	29.07

	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					
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	300.11	48.07	57.47
合计		**129.60**	**103**	**918.66**	**466.09**	**250.62**

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，1 号线东延工程和 2 号线东延工程尚未开工建设。

表 7　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

跟踪期内，公司资源开发业务收入稳步增长，毛利率保持较高水平。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资产委托经营收入、物业租赁及管理收入、广告经营收入、地块管理收入、文化产品收入和站点资源再开发收入等，收入主要来自资产委托经营收入和租赁业务收入。

跟踪期内，公司资源开发业务板块仍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。

2019 年公司资产委托经营收入为 1.41 亿元，实际运营操作中，南昌市金轨资产管理运营有限公司与南昌市财政局市直行政事业单位国有资产管理中心签订《资产委托经营协议》，将其所拥有的房产、土地委托南昌市财政局市直行政事业单位国有资产管理中心经营管理，按照协议的价格约定享有收益权。其中，房产面积 718110.64 平方米，土地使用权面积 1224588.70 平方米，由市政府统一协调安排，按照房产月租金 15.31 元/平方米、土地月租金 2 元/平方米的价格获得收益。

截至 2020 年 3 月底，公司自建的地铁上盖物业项目账面价值 10.79 亿元，计入公司“存货-开发成本”，具体用途尚未明确。此外，公司自建项目地铁大厦项目，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。项目已于 2015 年底完工，转入“投资性房地产”科目。地铁大厦项目 2019 年租金收入为 6226.32 万元，已计入租赁收入中。

同时，公司采用“地铁+社区”模式对部分地铁沿线土地进行开发，开发方式为：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。目前公司已经启动了 1 号线两个标志性“地铁+社区”模式项目的建设开发，为地铁时代广场项目和青山湖区商业综合体项目，跟踪期内未新增该模式项目。

地铁时代广场项目，位于南昌市红谷滩新区凤凰洲片区。总投资 29.2 亿元（不含地价 12 亿元）。项目整体开发由公司与万科集团共同合作开发，项目公司名为南昌地铁时代置业有限公司，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 2020 年 3 月底，地铁时代广场项目住宅已全部交付，现为商业综合体施工，商业裙楼完成 3 层主体结构，公寓部分完成主体结构至 16 层，地铁时代广场项目累计完成投资 24.37 亿元；实现销售收入 25.8 亿元；累计确认 4.67 亿元投资收益，其中 2019 年投资收益为 1560.5 万元。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，位于地铁 1 号线与 5 号线换乘枢纽，项目总投资约 23.00 亿元，拟打造多功能城市综合体。项目整体开发由公司与华润集团共同合作开发，项目公司名为江西瑞禾润置房地产开发有限公司，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。截至 2020 年 3 月底，该项目累计完成投资 15.39 亿元，公司相关投资在“长期股权投资”科目中反映。

2019 年及 2020 年 1-3 月，公司资源开发业务收入分别为 21445.78 万元和 4946.40 万元，跟踪期内，公司资源开发业务毛利水平保持较高水平，在 85%以上。

（3）其他收入

跟踪期内，公司商品销售收入有所增长；其他业务收入略有下降，其占营业收入比重仍小，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、混凝土等建设材料贸易收入，跟踪期内仍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。2019 年，公司实现商品销售收入 61852.39 万元，同比增长 16.84%，收入主要来自混凝土销售。2020 年 1-3 月，公司实现商品销售收入 6246.56 万元，相当于 2019 年的 10.10%。跟踪期内，公司商品销售业务毛利率持续增长，2019 年和 2020 年 1-3 月，分别为 20.06%和 36.12%。

表 8　商品销售业务收入表 （单位：万元）

商品种类	2017 年	2018 年	2019 年
混凝土	32248.28	38863.51	42976.560
钢材	15809.19	14073.56	18875.83
合计	**48057.47**	**52937.07**	**61852.39**

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。2019 年和 2020 年 1-3 月，公司分别形成收入 6620.42 万元和 1551.72 万元，收入规模仍较小。

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 条轨交线路线延伸段的建设，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 2019 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 2020 年一季度财务数据未经审计。

2019 年，公司投资设立子公司南昌地铁田园开发投资有限公司和南昌轨道交通集团物业管理发展有限公司；2020 年 1-3 月，公司投资设立子公司南昌轨道交通集团转贷服务有限公司和南昌轨道交通集团供应链金融有限公司。跟踪期内，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，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，资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 787.65 亿元，较上年底增长 14.71%，其中非流动资产占比 87.47%。公司资产结构仍以非流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	31.94	4.65	39.88	5.06	32.69	4.05
存货	27.39	3.99	27.19	3.45	28.11	3.48
其他流动资产	15.99	2.33	13.58	1.72	15.04	1.86
流动资产	**87.99**	**12.81**	**98.73**	**12.53**	**96.17**	**11.91**
投资性房地产	154.61	22.52	160.38	20.36	160.38	19.87
在建工程	368.00	53.59	450.68	57.22	470.86	58.33
其他非流动资产	49.68	7.24	51.28	6.51	52.96	6.56
非流动资产	**598.67**	**87.19**	**688.92**	**87.47**	**711.03**	**88.09**
资产总额	**686.66**	**100.00**	**787.65**	**100.00**	**807.20**	**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

截至 2019 年底，公司流动资产 98.73 亿元，较上年底增长 12.21%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。

截至 2019 年底，公司货币资金 39.88 亿元，较上年底增长 24.84%，其中受限货币资金为 0.60 亿元，其余全为银行存款和现金。

截至 2019 年底，公司应收账款 4.97 亿元，较上年底增长 2.61%，主要为应收钢材、混凝土等货款。其中账龄组合账面价值 4.62 亿元、关联方组合账面价值 0.25 亿元，账龄组合计提坏账准备 0.08 亿元、关联方组合未计提坏账准备。从账龄上看，应收账款账龄组合中账龄 1 年以内账面余额占比 82.92%、账龄在 1~2 年的账面余额占比 16.60%、账龄在 2~3 的账面余额占比 0.48%，公司应收账款账龄较短，坏账准备计提比例低。从集中度看，公司应收账

款前五名账面余额为 1.51 亿元，计提坏账准备 0.05 亿元，账面净额占比 29.41%，集中度较低。

公司其他应收款主要是保证金和往来款，截至 2019 年底，公司其他应收款 12.22 亿元，较上年底增长 84.45%，主要系应收南昌市国金工业投资有限公司和应收南昌工业控股集团有限公司款项大幅增长。其他应收款前五名欠款单位账面价值合计 11.72 亿元，占比 94.69%，其中应收南昌市国金工业投资有限公司 7.50 亿元、应收南昌工业控股集团有限公司 2.50 亿元，集中度高。

截至 2019 年底，公司存货 27.19 亿元，较上年底下降 0.74%，主要为地铁上盖物业项目投资；公司其他流动资产 13.58 亿元，较上年底下降 15.08%，主要系理财产品下降所致，其中待抵扣的进项税为 13.15 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动资产 688.92 亿元，较上年底增长 15.07%，主要系在建工程增长所致；公司投资性房地产 160.38 亿元，较上年底增长 3.73%，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以及地铁大厦项目；公司在建工程 450.68 亿元，较上年底增长 22.47%，主要系地铁 4 号线、3 号线、2 号线和 1 号线项目投入增长所致；公司其他非流动资产 51.28 亿元，较上年底增长 3.21%，主要包括财政局拨付给公司的对省铁投集团投资款 23.95 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 11.93 亿元（账龄在 1 年以上重分类至本科目）及土地拆迁补偿款 15.39 亿元（由于未确定未来用途，因此没有计入“在建工程”科目）。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 807.20 亿元，较 2019 年底增长 2.48%，主要系在建工程增长所致。截至 2020 年 3 月底，公司货币资金为 32.69 亿元，较 2019 年底下降 18.02%；公司在建工程为 470.86 亿元，较 2019 年底增长 4.48%，主要系地铁项目投入增长所致。从资产构成看，非流动资产占比 88.09%，较 2019 年底略有增长，资产结构较 2019 年底变动较小。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月底，公司受限资产合计 45.81 亿元，其中受限货币资金 0.60 亿元，在建工程 44.86 亿元，无形资产 0.13 亿元，固定资产 0.22 亿元。公司长期借款中质押借款 186.64 亿元，标的物为地铁 1 号线一期工程、2 号线一期工程、2 号线南延线工程、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。

3. 资本结构

跟踪期内，受政府持续拨付建设资本金的影响，公司所有者权益保持增长；公司所有者权益结构稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 421.96 亿元，较上年底增长 11.02%，主要系资本公积增长所致。公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成。

表10 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	26.15	6.88	26.15	6.20	26.15	6.20
资本公积	293.74	77.28	323.08	76.57	323.58	76.73
未分配利润	53.44	14.06	59.59	14.12	58.73	13.93
所有者权益合计	**380.08**	**100.00**	**421.96**	**100.00**	**421.69**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2019 年底，公司实收资本较上年底未发生变化。

截至 2019 年底，公司资本公积 323.08 亿元，较上年底增长 9.99%，主要系公司 2019 年收到南昌市财政局拨付 20.00 亿元的新增债券资金作为轨道建设资本金以及拨付的 8.30 亿元投资款。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 421.69 亿元，较 2019 年底下降 0.06%，主要系未分配利润减少所致。截至 2020 年 3 月底，公司实收资本 26.15 亿元，较 2019 年底没有变化；公司资本公积 323.58 亿元，较 2019 年底增长 0.15%。公司所有者权益结构变动较小。

跟踪期内，公司债务规模不断增长，债务负担有所加重，有息债务结构以长期债务为主，与公司业务相匹配，预计随着公司地铁建设项目的逐步推进公司债务规模将继续上升。

截至 2019 年底，公司负债 365.70 亿元，较上年底增长 19.28%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款增长所致。其中流动负债占 16.75%、非流动负债占 83.25%，债务结构较 2018 年底变化较小，仍以非流动负债为主。

表11　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	19.41	6.33	23.59	6.45	24.27	6.30
流动负债	**42.76**	**13.95**	**61.24**	**16.75**	**69.84**	**18.12**
长期借款	193.33	63.06	218.89	59.86	229.04	59.41
应付债券	45.40	14.81	55.29	15.12	55.30	14.34
非流动负债	**263.83**	**86.05**	**304.46**	**83.25**	**315.67**	**81.88**
负债总额	**306.58**	**100.00**	**365.70**	**100.00**	**385.51**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

截至2019年底，公司流动负债61.24亿元，较上年底增长43.23%，主要系应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债增长所致。

截至2019年底，公司应付账款23.59亿元，较上年底增长21.54%，主要系应付工程款增长所致；公司其他应付款 14.58 亿元，较上年底增长 47.72%，主要系与政府的往来款增长所致；公司一年内到期的非流动负债 16.62 亿元，较上年底增长 116.45%，其中一年内到期的长期借款为 11.08 亿元、一年内到期的长期应付款为 5.54 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债 304.46 亿元，较上年底增长 15.40%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增长所致。

截至 2019 年底，公司长期借款 218.89 亿元，较上年底增长 13.22%，包含质押借款 186.64 亿元、保证借款 20.00 亿元和信用借款 23.33 亿元，其中一年内到期的长期借款为 11.08 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、2 号线南延线工程、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。

截至2019年底，公司应付债券55.29亿元，较上年底增长21.78%，主要系 2019 年发行了 15.00 亿元的“19 南昌轨交 MTN001”所致；公司长期应付款 28.67 亿元，较上年底增长 19.70%，主要系融资租赁款增长所致。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 385.51 亿元，较 2019 年底增长 5.42%，主要系短期借款和长期借款增长所致。截至 2020 年 3 月底，公司短期借款为 11.42 亿元，较 2019 年底增长 9.90 亿元；长期借款为 229.04 亿元，较 2019 年底增长 4.64%

截至 2019 年底，公司全部债务为 293.47

亿元，较上年底增长 17.96%，其中短期债务占 6.57%、长期债务占 93.43%，债务结构较 2018 年底变动较小，公司有息债务仍以长期债务为主，有息债务期限结构与公司业务匹配。截至 2019 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分别为 46.43%、41.02%和 39.39%，较上年底略有增长。若将长期应付款中的有息部分计入全部债务核算，2019 年底，公司调整后全部债务为 322.14 亿元，较上年底增长 18.12%，调整后全部债务资本化比率为 43.29%，较 2018 年底有所增长。

从有息债务分布看，2020-2022 年，公司当年到期有息债务规模分别为 20.43 亿元、29.08 亿元和 41.68 亿元，公司未来三年偿债压力一般。

截至 2020 年 3 月底，公司调整后全部债务为 341.59 亿元，较 2019 年底增长 6.04%，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 47.76%、44.75%和 42.69%，较 2019 年底继续增长。公司整体债务负担有所加重。

4．盈利能力

跟踪期内，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，仍未确认经营收入，公司期间费用控制能力仍一般，利润对政府补助依赖性仍较强。

2019 年，公司实现营业收入 8.99 亿元，同比增长 11.29%，同期营业成本同比增长 9.48%，公司营业利润率由 2018 年的 28.56%增长至 30.01%。

从期间费用看，2019 年公司期间费用为 2.01 亿元，较 2018 年的 1.76 亿元有所增长，仍主要由管理费用和销售费用构成，大部分利息支出资本化，期间费用占营业收入的比重为 22.40%，较 2018 年的 21.72%略有增长，公司期间费用控制能力仍一般。

2019 年，公司其他收益为 3.63 亿元，大部分为公司收到的南昌赣江新区财政金融局拨付的轨道交通建设资金，属于补贴收入；营业外收入为 2.98 亿元，主要为公司当年无偿取得的地铁时代广场 18 号写字楼。2019 年公司利润总额为 8.28 亿元，利润对政府补贴依赖性较强。

从盈利指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.11%和 1.86%。

2020 年 1-3 月，公司营业收入为 1.50 亿元，相当于 2019 年全年的 16.68%，利润总额为-0.68 亿元，当期营业利润率为-18.98%。

5．现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流保持净流入，伴随着地铁项目建设的推进，投资活动现金流净流出规模持续增长，为满足地铁项目建设资金需求，筹资活动现金流持续大规模净流入。公司在建地铁项目未来投资规模大，对外部融资仍具有较大需求。

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。2019 年公司经营活动现金流入 22.92 亿元，同比下降 7.90%。其中销售商品、提供劳务收到的现金为 7.06 亿元，同比下降 8.70%；收到其他与经营活动有关的现金为 14.20 亿元，同比下降 17.27%，主要为收到政府补助款项和往来款。2019 年，公司经营活动现金流出 18.95 亿元，同比下降 12.51%。其中购买商品、接受劳务支付的现金为 5.34 亿元，同比增长 16.50%；支付其他与经营活动有关的现金为 11.70 亿元，同比下降 23.68%，主要为往来款。2019 年，公司经营活动现金流净额为 3.98 亿元，净流入规模较 2018 年有所增长；现金收入比为 78.48%，较 2018 年有所下降，收入实现质量有所下滑。

投资活动现金流方面，2019 年，公司投资活动现金流入 22.91 亿元，同比下降 71.72%。其中收回投资收到的现金为 21.44 亿元，同比下降 68.24%，主要为收回的理财产品款项。2019 年，公司投资活动现金流出 89.58 亿元，

同比下降 33.12%。其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 65.62 亿元，同比增长 0.63%；投资支付的现金为 23.86 亿元，同比下降 64.29%，主要为购买理财产品的款项。2019 年，公司投资活动现金流净流出 66.66 亿元，净流出规模较 2018 年有所增长。

筹资活动现金流方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 101.75 亿元，同比增长 9.67%。其中吸收投资收到的现金为 35.57 亿元，主要为收到政府拨付的轨道建设资本金和投资款；取得借款收到的现金为 38.62 亿元，发行债券收到的现金为 15.00 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金为 12.56 亿元，主要为融资租赁款。2019 年，公司筹资活动现金流出 31.36 亿元，同比下降 44.09%，主要为偿还债务本息支付的现金。

2020 年 1-3 月，公司经营活动现金流净流入 0.91 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金为 3.42 亿元，主要为政府补贴及往来款，支付其他与经营活动有关的现金为 1.72 亿元，经营活动现金流入 5.46 亿元，主要为往来款支出款项。公司投资活动现金流净流出 23.41 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。筹资活动现金流净流入 15.43 亿元，其中取得借款收到的现金为 25.75 亿元，偿还债务支付的现金为 5.50 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 3.92 亿元。

6．偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债指标较弱，考虑到公司持续获得大力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标来看，2019 年底，公司流动比率和速动比率继续下降，分别下降至 161.23%和 116.84%，经营现金流动负债比下降至 6.49%。2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率下降至 137.71%和 97.46%，现金短期债务比为 1.20。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2019 年，公司调整后全部债务/EBITDA 为 36.06 倍，较 2018 年的 24.76 倍大幅增长。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，但考虑到公司持续获得大力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年 3 月底，公司合并范围获得的银行授信额度为 1047.99 亿元，已使用额度 376.93 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

7．母公司财务分析

母公司对集团资金有较强的掌控能力，跟踪期内资产规模和有息债务占合并口径的比重仍高，收入规模占合并口径的比重仍低，整体财务状况与公司合并报表基本一致，未来随着地铁项目陆续转固，母公司营业收入占合并报表的比重将大幅提升。

母公司财务方面，截至 2019 年底，母公司资产总额 776.81 亿元，占合并报表资产总额的 98.62%，较 2018 年底的 98.35%略有增长；母公司所有者权益为 415.14 亿元，占合并报表所有者权益的 98.20%，较 2018 年底的 98.39%略有下降。2019 年，母公司营业收入为 0.63 亿元，占合并报表营业收入的 7.04%，较 2018 年的 7.44%略有下降；母公司利润总额为 6.72 亿元，占合并报表营业收入的 81.09%，较 2018 年的 87.85%有所下降。

九、存续债券偿债能力分析

截至2020年5月底，公司存续债券余额61.00亿元，若“15洪轨02/15洪轨债02”于第一个行权日全部赎回，公司将存在一定的短期偿债压力，未来偿债压力集中度一般。

截至2020年3月底，若“15洪轨02/15洪轨债02”于第一个行权日全部赎回，则公司一年内到期兑付债券余额36.00亿元，于2020年8月将达到存续债券待偿本金峰值36.00亿元。截至2020年3月底，公司现金类资产为32.91亿元；

2019年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为22.92亿元、3.98亿元和8.93亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司整体偿债压力集中度一般，考虑到公司持续获得大力的外部支持，存续债券偿债风险很小。

表12　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

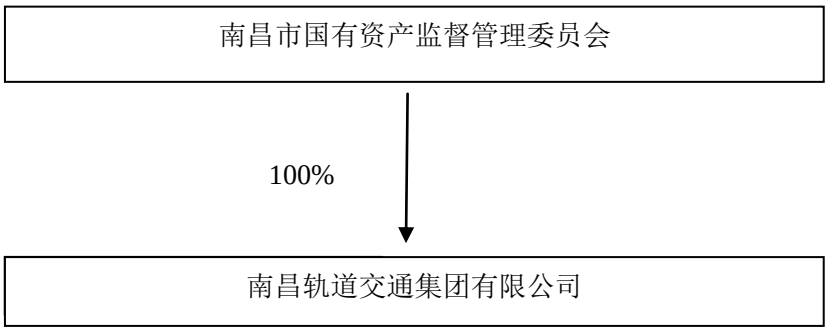
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	36.00
未来待偿债券本金峰值	36.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.91
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.64
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.11
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.25

资料来源：联合资信整理

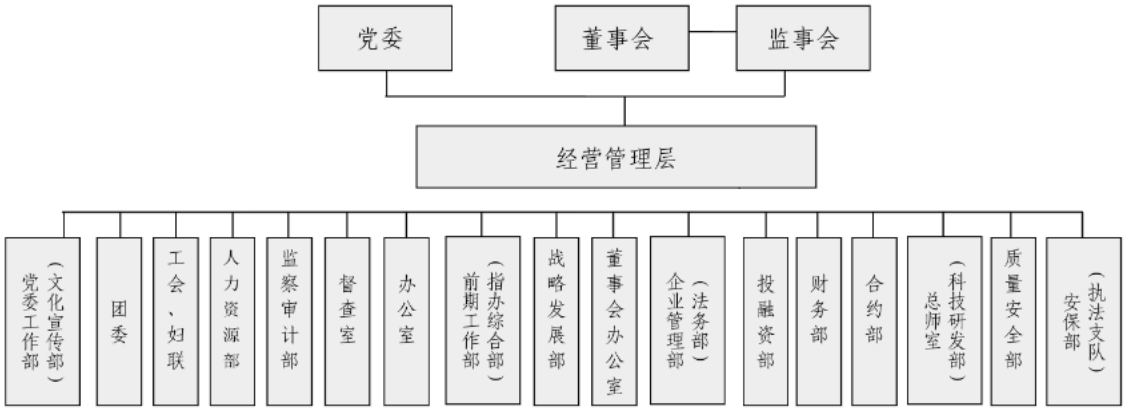
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，维持“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”“18 南昌轨交 MTN001”“19 南昌轨交 GN001”和“19 南昌轨交 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　2020 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	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	江西省南昌市	江西省南昌市	轨道交通资源的经营管理；物业管理；建筑材料的销售等	100.00	--	投资设立
南昌轨道交通地产开发有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	土地开发、房地产开发、轨道交通项目的投资等	100.00	--	投资设立
南昌市金轨国有资产运营有限责任公司	江西省南昌市	江西省南昌市	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	江西省南昌市	江西省南昌市	广告行业，产品或服务为广播电视节目制作、发行	51.00	--	投资设立
南昌地铁田园开发投资有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	农业投资开发；花卉、园林绿化等	100.00	--	投资设立
南昌轨道交通集团物业管理发展有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	物业管理；办公室保洁服务；家庭保洁服务	100.00	--	投资设立
南昌轨道交通设计研究院有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	轨道交通、建筑、市政行业的勘察、设计、咨询和研究业务等	40.00	--	其他
南昌轨道交通集团供应链金融有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	供应链管理；普通货物道路运输；实业投资；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定公司经营或进出口的商品和技术除外）	100.00	--	投资设立
南昌轨道交通集团转贷服务有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	中小企业转贷服务	100.00	--	投资设立

注：南昌轨道交通设计研究院有限公司为公司实际控制

资料来源：审计报告、公司提供

附件 2-1 主要财务数据计算指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	45.00	31.95	39.88	32.91
资产总额(亿元)	624.99	686.66	787.65	807.20
所有者权益(亿元)	342.46	380.08	421.96	421.69
短期债务(亿元)	8.04	10.05	19.29	27.52
长期债务(亿元)	228.34	238.73	274.18	284.35
调整后长期债务(亿元)	244.55	262.69	302.85	314.07
全部债务(亿元)	236.39	248.78	293.47	311.87
调整后全部债务(亿元)	252.59	272.74	322.14	341.59
营业收入(亿元)	6.78	8.08	8.99	1.50
利润总额(亿元)	15.29	10.33	8.28	-0.68
EBITDA(亿元)	16.03	11.01	8.93	--
经营性净现金流(亿元)	11.58	3.23	3.98	0.91
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.57	1.74	1.83	--
存货周转次数(次)	0.36	0.26	0.21	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	101.76	95.67	78.48	135.96
营业利润率(%)	28.19	28.56	30.01	-18.98
总资本收益率(%)	2.66	1.62	1.11	--
净资产收益率(%)	4.47	2.66	1.86	--
长期债务资本化比率(%)	40.00	38.58	39.39	40.27
调整后长期债务资本化比率(%)	41.66	40.87	41.78	42.69
全部债务资本化比率(%)	40.84	39.56	41.02	42.51
调整后全部债务资本化比率(%)	42.45	41.78	43.29	44.75
资产负债率(%)	45.21	44.65	46.43	47.76
流动比率(%)	244.44	205.80	161.23	137.71
速动比率(%)	211.02	141.74	116.84	97.46
经营现金流动负债比(%)	31.32	7.56	6.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.66	1.07	0.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.74	22.59	32.85	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	15.75	24.76	36.06	--
现金短期债务比(倍)	5.59	3.18	2.07	1.20

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务；公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	42.33	28.36	36.02	28.64
资产总额(亿元)	614.39	675.31	776.81	795.72
所有者权益(亿元)	336.18	373.24	415.14	414.57
短期债务(亿元)	5.72	7.68	16.62	25.24
长期债务(亿元)	228.34	238.73	274.18	284.35
全部债务(亿元)	234.07	246.41	290.80	309.59
营业收入(亿元)	0.00	0.60	0.63	0.42
利润总额(亿元)	14.49	9.07	6.72	-0.82
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	11.56	9.90	6.05	0.74
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.03	1.57	1.22	--
存货周转次数(次)	0.00	0.03	0.02	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	2806.22	10.45	52.63	79.25
营业利润率(%)	-863.56	-8.05	1.70	-163.45
总资本收益率(%)	2.54	1.46	0.95	-0.45
净资产收益率(%)	4.31	2.43	1.61	-0.79
长期债务资本化比率(%)	40.45	39.01	39.78	40.68
全部债务资本化比率(%)	41.05	39.77	41.19	42.75
资产负债率(%)	45.28	44.73	46.56	47.90
流动比率(%)	279.11	209.53	157.45	132.78
速动比率(%)	243.54	140.97	111.97	91.82
经营现金流动负债比(%)	34.32	25.13	10.32	--
现金短期债务比(倍)	7.40	3.69	2.17	1.13
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/

注：母公司财务报表未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算

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-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	
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

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　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。

附件 4-3　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