

信用等级公告

联合评字[2015]361 号

南昌轨道交通集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2015 年可续期公司债券进行了主动评级，确定：

南昌轨道交通集团有限公司主体长期信用等级为 AA+_{pi}

南昌轨道交通集团有限公司拟发行的 2015 年可续期公司债券信用等级为 AA+_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：丁华伟

分析师：钟晓 张伟

二零一五年七月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2015 年第一期南昌轨道交通集团有限公司 可续期公司债券主动信用评级报告

本期企业债券信用等级: AA⁺Pi

公司主体信用等级: AA⁺Pi

评级展望: 稳定

本次发行规模: 品种一和品种二合计不超过
36 亿元

债券期限:

品种一: 公司选择全额兑付前长期存续
(附公司续期选择权)

品种二: 15 年(附公司调整票面利率选
择权及投资者回售选择权)

还本付息方式: 按年付息, 到期一次还本

评级时间: 2015 年 7 月 17 日

财务数据:

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	112.16	317.63	361.76
所有者权益(亿元)	25.63	192.92	207.72
长期债务(亿元)	79.60	102.75	134.87
全部债务(亿元)	79.60	109.67	135.23
营业收入(亿元)	0.03	1.22	4.28
净利润(亿元)	3.16	12.65	5.10
EBITDA(亿元)	4.84	15.36	6.85
经营性净现金流(亿元)	-1.25	7.60	6.87
主营业务利润率(%)	82.57	45.46	46.01
净资产收益率(%)	24.62	11.58	2.55
资产负债率(%)	77.14	39.26	42.58
全部债务资本化比率(%)	75.64	36.24	39.43
流动比率(%)	480.05	205.96	239.20
EBITDA 利息倍数(倍)	3.06	9.76	3.91
EBITDA/全部债务(倍)	0.06	0.14	0.05
EBITDA/本期发债额(倍)	0.13	0.43	0.19

注: 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 本报告财务数据及指标计算均是合并口径。

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重要主体, 受政府支持的力度较大, 在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有垄断地位。同时联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)也关注到, 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对带来的不利影响。

虽然大规模的投资支出将增大公司资金和债务压力, 但南昌市政府对公司支持明确, 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, 另外南昌市较强的财政实力有助于支撑公司整体信用水平。联合评级对公司的评级展望为稳定。

联合评级通过对相关条款的分析, 认为本期债券品种一为可续期长期债券; 品种二为普通债券。公司设立专项偿债专户, 同时中国工商银行股份有限公司江西省分行及中国农业银行股份有限公司江西省分行均对公司提供不低于本期债券本息偿还金额的流动性支持信贷, 有助于提高本期债券还本付息的安全性。综合考虑, 本期债券到期不能偿付的风险很低。

优势

1. 南昌市经济持续增长、财政收入水平快速提高, 为公司的发展创造了良好的外部环境。

2. 公司是南昌市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体, 具有区域垄断地位。

3. 南昌市设立了地铁建设发展专项资金, 对于资金的来源、筹资方式、归集和使用均有明确计划, 对地铁项目的建设运营、还本付息

保障程度高。

4. 多家银行对公司提供不低于本期债券本息偿还金额的流动性支持信贷，有助于提高本期债券还本付息的安全性。

关注

1. 南昌市地铁初步建设，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. 公司成立时间短，业务尚处于起步阶段，规模小。

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. 公司目前已投资的地铁 1、2 号线资本金到位比例不高，且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。

5. 2013 年并表金轨公司，持有的投资性房地产对应的资本公积规模大，但资产质量一般。公司本期品种一和品种二合计 36 亿可能存在集中兑付压力。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由南昌轨道交通集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因南昌轨道交通集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与南昌轨道交通集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对南昌轨道交通集团有限公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”或“南昌轨交集团”）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15,000万元，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5,000万元，其余10,000万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210,000万元²，公司实收资本为225,000万元。2011年12月，公司更名为现名。截至2014年底，公司注册资本为22.50亿元，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出口业务（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2014年底，公司下设组织人事部（机关党总支）、监察审计部、文化宣传部、综合部、投融资部、合约部、前期工作部、企业管理部、财务部、开发事业部、质量安全部、工会和总师室13个业务职能部门；拥有南昌轨道交通地产开发有限公司、南昌轨道交通地铁运营有限公司、江西兰叶新型材料科技有限公司、南昌轨道交通资产经营有限公司和南昌市金轨国有资产运营有限责任公司（以下简称“金轨公司”）5家子公司。

截至2014年底，公司合并资产总额361.76亿元，负债合计154.04亿元，所有者权益（含少数股东权益）207.72亿元。2014年公司实现营业总收入4.28亿元，净利润（含少数股东损益）5.10亿元；经营活动产生的现金流量净额6.87亿元，现金及现金等价物净增加额1.13亿元。

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：毛顺茂。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司计划于2015年共计发行48亿元可续期公司债券（分为两个品种），其中第一期发行不超过36亿元³（以下简称“本期债券”）。公司计划将募集资金用于南昌市轨道交通2号线工程建设。本期债券在条款设置上区别于普通公司债券，具有一定特殊性。本期债券无担保。

债券期限

品种一：债券于公司依照发行条款选择全额兑付前长期存续，并在公司依据发行条款选择全额兑付时到期。品种一以每3个计息年度为一个周期，在每3个计息年度末附公司续期选择权，公司有权选择将本品种债券期限延长3年，或选择在该计息年度末到期全额兑付本品种债

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）。

³各品种的最终发行规模将根据网下询价结果，由公司及各承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权后最终确定，但各品种的最终发行规模总额合计不超过36亿元。

券。

品种二：债券期限为 15 年。在第 5 和 10 个计息年度末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，在第 15 个计息年度末公司到期全额兑付本品种债券。

续期选择权

公司对本期债券品种一具有续期选择权。在本期债券每 3 个计息年度末，公司有权选择将品种一债券期限延长 3 年，或选择在该计息年度末到期全额兑付本品种债券。

调整票面利率选择权

公司对本期债券品种二具有调整票面利率选择权。在品种二债券存续期的第 5、第 10 个计息年度末，公司有权决定是否调整本品种债券的票面利率，调整的方向可向上或向下。

回售选择权

投资者对本期债券品种二具有回售选择权。在品种二债券存续期的第 5、第 10 个计息年度末，公司刊登关于是否调整本品种债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择将所持债券的全部或部分按面值回售给公司；或选择继续持有本品种债券。

利率

品种一：采用浮动利率形式，单利按年计息，不计复利。票面年利率由基准利率加上基本利差确定。基准利率每 3 年确定一次。首次基准利率为发行公告日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率（Shibor）的算术平均数（四舍五入保留两位小数），其后每 3 年的基准利率为在该 3 年计息周期起息日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数。若公司选择延长本期债券期限，则从第 13 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点，在第 13 个计息年度至第 15 个计息年度内保持不变；从第 16 个计息年度开始，每个计息周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上 600 个基点。

品种二：采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。本品种债券在存续期内前 5 年票面年利率由基准利率加上基本利差确定。基准利率为公告日前 5 个工作日一年期上海银行间同业拆放利率（Shibor）的算术平均数。

本期债券基本利差由公司和主承销商在发行时根据簿记建档结果确定，基本利差确定后在本期债券存续期保持不变。

还本付息方式

本期债券采用单利按年计息，不计复利。品种一：每年付息一次，（公司在使用全额兑付选择权时，一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。）；品种二：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

会计处理及偿付顺序

本期债券不设递延支付利息条款，根据《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》，公司将本期债券分类为金融负债。在公司破产清算时，本期债券持有人对本金和利息享有等同于普通破产债权人的权利。

综合以上条款，本期债券属债券创新品种，其中，品种一以每 3 个计息年度为一个周期，在每个计息年度末附公司续期选择权，公司有权选择将本品种债券期限延长一个周期，或选择在该计息年度末到期全额兑付本品种债券，联合资信同时关注到，品种一从第 13 个计息年度起将票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点（从债券市场看，信用等级为 AA⁺和 AA 的公司债券之间的票面利率极差小于 300 个基点），公司在第 12 个计息年度末

赎回该品种的可能性较大；品种二以每 5 个计息年度为一个周期，在每 5 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，公司到期全额兑付本品种债券。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券品种一为可续期长期债券；品种二为含权普通债券。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金总额不超过 36 亿元，全部用于南昌市轨道交通 2 号线项目（以下简称“2 号线项目”）一期工程建设。

项目概况

南昌市轨道交通 2 号线一期工程起始于高速客运西站，终点为玉带河站，沿线主要穿越了西客站规划区、红角洲片区、红谷滩新区、中央商务 CBD 区、旧城中心区、城东片区等，并在高速客运西站与玉带河站预留远期延伸条件。该项目线路全长约 23.3km，均为地下线，全线共设车站 21 座，平均站间距约 1.14km，其中换乘站 7 座

项目批复

2012 年 4 月 1 日，中华人民共和国国土资源部出具《关于南昌轨道交通 2 号线一期工程建设用地预审意见的复函》（国土资预审字[2012]72 号），同意通过南昌轨道交通 2 号线用地预审。2010 年 9 月 14 日，中华人民共和国环境保护部出具《关于南昌市轨道交通二号线一期工程环境影响报告书的批复》（环审[2010]284 号），对环境影响进行批复。2012 年 4 月 1 日南昌市城乡规划局出具的《关于<轨道交通 2 号线一期工程线、站位选址方案>初审意见》（洪规字[2012]104 号）和 2012 年 4 月 6 日江西省住房和城乡建设厅出具的《关于南昌市轨道交通 2 号线一期工程规划选址意见的批复》（赣建复[2012]14 号），对南昌市轨道交通 2 号线选址给予同意批复。2012 年 10 月 26 日，项目已经国家发展和改革委员会《国家发展改革委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》（发改基础[2012]3427 号）批准。

项目进展情况

根据工程规模、施工方法、建设条件及目前所处阶段，南昌市轨道交通 2 号线一期项目于 2013 年 11 月份开工，计划 2017 年 7 月份建成通车。

2 号线项目一期工程计划投资总额 145.23 亿元，其中资本金占总计划投资额 30%，截至 2015 年 5 月底，2 号线项目资本金总共到位 13.30 亿元，已完成投资 40.00 亿元。

项目经济效益分析

根据南昌市轨道交通 2 号线一期工程可研报告财务评价分析，该项目的内部收益率为 9.90%。整体看，地铁项目公益性强。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636,463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1,322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量

提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262,394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502,005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264,335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140,350 亿元，比上年增加 11,140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64,490 亿元，比上年增加 4,292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75,860 亿元，比上年增加 6,849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119,158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151,662 亿元，比上年增加 11,449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22,570 亿元，比上年增加 2,098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129,092 亿元，比上年增加 9,351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8,900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1,000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 轨道交通建设行业

（一）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。

（二）行业需求分析

城市化水平是一个国家现代化程度的重要标志，自 1998 年以来，中国城市规模快速扩大，城市化水平每年都保持 1.5~2.2% 的速度增长，2011 年中国城镇化率首次超过了 50.00%，预计

到本世纪中叶，城镇化率将达到 70%。城市化的发展使城市人口越来越多，目前，中国 100 万人口以上的大城市已发展到 34 个，50~100 万人口之间的大城市也达到 43 个，预计到 2020 年城镇人口将超过 11 亿。

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。

“十一五”期间，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 2010 年底，中国已有北京、上海、广州、重庆、南京、武汉、长春、深圳、大连、成都、沈阳 12 座城市，先后建成并开通运营了 48 条城市轨道交通线，运营里程 1395 公里。

根据国家“十二五”规划，将实施公共交通优先发展战略，大力发展城市公共交通系统，提高公共交通出行分担比率。“十二五”时期将是中国转变交通发展方式、构建综合交通运输体系的关键时期。截至 2014 年底，我国城轨交通在建城市 40 个，在建线路 4,073 公里，首次突破 4,000 公里。其中地铁 3,154 公里，占 77.4%；轻轨 31 公里，占 0.8%；单轨 22 公里，占 0.5%；有轨电车 312 公里，占 7.7%；磁浮交通 29 公里，占 0.7%；市域快轨 526 公里，占 12.9%，首次呈现 6 种制式同时在建的新局面。2014 年 40 个在建城市全年完成投资 2,899 亿元，比上年增长 2,165 亿元增加 734 亿元，增长 33.9%。对于城市轨道交通而言，面临着新的发展形势和要求，大力发展轨道交通势在必行，这为轨道交通建设提供了千载难逢的发展机遇。到 2020 年，中国城市轨道交通累计营业里程将达到 7,395 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 11,700 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。截至 2014 年底，中国共有 22 座城市开通轨道交通运营线路，总里程 3,173 公里，其中地铁运营线路长 2,361 公里、轻轨运营线路 239 公里。

（三）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，在解决高密度客流的出行问题方面均有明显优势。

（四）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。

（五）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，国内几个主要城市的地铁投融资模式如表 1 所示。

表 1 中国主要城市地铁投融资模式

	投资主体及背景	投融资模式	投融资模式特点
广州	广州地铁总公司，广州市政府 100% 持股。	全部资金来自政府投入和以政府信用为担保的信贷资金，其中政府投入占轨道交通总投资资金的 60%，其余是商业银行贷款。	广州市轨道交通建设、运营和资源开发全部由广州地铁总公司负责，实行一体化经营，投融资由广州市发改委专设“地铁筹资办公室”统筹解决，投融资模式单一，财政压力较大。
上海	上海申通集团有限公司，股东为上海市久事公司（控股 66%）和上海市城市建设投资开发总公司（持股 34%）。	直接投资开发，其中股东投资 30%；国内外贷款 50%；发行债券、资产置换、上市融资等直接融资方式 20%。	基本实现了融资渠道的多元化，但政府财政支持和银行信贷资金仍占主要部分，直接融资比重仍然偏低，政府财政压力较大，信贷资金需求规模较大。
北京	北京市基础设施投资有限公司。	主要采用政府投入资本金，企业进行对外融资的模式，但北京地铁奥运支线采用 BT 模式。	BT 模式可以缓解政府项目短期资金压力，拓宽基础设施的融资渠道，可以降低项目建设成本，提高建设效率。
	北京京港地铁有限公司，北京首都创业集团有限公司和香港地铁集团各占 49%，北京市基础设施投资有限公司占 2%。投资建设北京 4 号线地铁	PPP（public—private—partnership）模式，即公共部门与私人企业合作模式，北京地铁 4 号线是国内地铁建设中首个以 PPP 模式进行合作投资的项目，由京港地铁建设，并获得 30 年的特许经营权，在 30 年的特许经营期内负责 4 号线运营和管理，在特许经营期结束后，将项目设施完好、无偿移交给北京市政府。	PPP 模式下，项目经营的直接收益和通过政府扶持所转化的效益是偿还贷款的资金来源，可以使民营资本更多地参与到项目中，以提高效率，降低风险。

资料来源：公开信息整理

上表中列示了中国主要城市地铁建设的投融资模式，其中按照由上至下的顺序，其投融资

的灵活性和多样性逐步提高，而集中、单一的特点则逐步降低。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。

（六）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 个地铁车站，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。

（七）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。预计“十二五”期间城市市政基础设施方面的固定资产投资额在 7 万亿元左右。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的空间，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，2013年5月，按照国务院发布的《关于取消和下放行政审批项目等事项的决定》，城市轨道交通项目审批权下放，开始由省级投资主管部门按照国家批准的规划核准。截至2014年底，根据国家发改委的相关统计，全国共批准了38个城市的轨道交通建设规划，并已全部开工建设；随着多个城市最新提交规划，预计2015年中国将有40个城市建设轨道交通，合计在建里程近4,000公里，其中地铁近3,000公里，轻轨60公里，单轨80公里，有轨电车350公里，市域快轨425公里。按照规划，2020年中国将建成地铁总里程将达6,100公里，2011年至2015年地铁建设投资规模规划额将达11,568亿元，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年将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。

同时，国务院于2013年8月9日发布《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》（国发[2013]33号，以下简称《意见》），《意见》指出应加快“十二五”铁路建设，争取超额完成2013年投资计划，切实做好明后两年建设安排。提出的具体意见包括以下几方面：

（1）推进铁路投融资体制改革，多方式多渠道筹集建设资金。向地方政府和社会资本放开城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁路和支线铁路的所有权、经营权，鼓励社会资本投资建设铁路。研究设立铁路发展基金，以中央财政性资金为引导，吸引社会法人投入。铁路发展基金主要投资国家规定的项目，社会法人不直接参与铁路建设、经营，但保证其获取稳定合理回报；（2）不断完善铁路运价机制，稳步理顺铁路价格关系；（3）建立铁路公益性、政策性运输补贴的制度安排，为社会资本进入铁路创造条件；（4）加大力度盘活铁路用地资源，鼓励土地综合开发利用。按照土地利用总体规划和城市规划统筹安排铁路车站及线路周边用地，适度

提高开发建设强度。创新节地技术，鼓励对现有铁路建设用地的地上、地下空间进行综合开发；（5）强化企业经营管理，努力提高资产收益水平；（6）加快项目前期工作，形成铁路建设合力。

总体看，国家为有效推进铁路建设，致力于从投融资体制改革，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。

2. 房地产行业

2014 年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入 2014 年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014 年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中，住宅投资 6.4 万亿元，增长 9.2%，增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点；办公楼投资 0.6 万亿元，增长 21.3%，增速较 2013 年回落 16.9 个百分点；商业营业用房投资 1.4 万亿元，增长 20.1%，增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，住宅新开工面积 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米，同比下降 9.1%，销售额为 6.2 万亿元，同比下降 7.8%；办公楼销售面积为 2,498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2,944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9,075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8,906 亿元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18,782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房

地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11 月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是

2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17,348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合评级将密切关注国内房地产市场的发展情况。

3. 区域经济环境

（一）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 2014 年国民经济和社会发展统计公告》，2014 年，南昌市地区生产总值(GDP) 3,667.96 亿元，比上年增长 9.8%。南昌市三次产业结构调整为 4.5: 55.0: 40.5。人均生产总值 70373 元，增长 8.7%。在全市生产总值中，非公有制经济实现增加值 2125.79 亿元，增长 10.1%，占全市生产总值的比重由上年的 57.6%提高到 58.0%。

近年来，南昌市重视加快城市基础设施建设投资，全社会固定资产投资增幅明显。2014 年南昌市全市 500 万元及以上项目共完成投资额 3,434.25 亿元，比上年增长 18.6%，其中，工业投资 1,397.46 亿元，增长 12.5%；房地产开发投资 414.07 亿元，增长 2.0%。全年全市投资施工项目 6,842 个，其中新开工项目 5783 个；从投资结构看，第一产业完成投资 31.59 亿元，比上年增长 24.8%；第二产业完成投资 1,435.07 亿元，增长 12.0%；第三产业完成投资 1,967.59 亿元，增长 23.8%。三次产业在固定资产投资中所占比重由 2013 年的 0.9:44.2:54.9 调整为 2014 年的 0.9:4.9:57.3。

南昌市 2014 年居民消费价格总水平(CPI)比上年上涨 2.5%。其中，消费品价格上涨 2.2%，服务价格上涨 3.4%，商品零售价格上涨 1.1%。工业生产者出厂价格指数 99.34，工业生产者购进价格指数 97.62。

（二）地方财政实力

2009~2014 年，南昌市 GDP 总量持续快速增长，财政收入也保持同步增长。2014 年，南昌市地方财力持续增强，全年完成财政总收入 638.30 亿元，比上年增长 14.4%，其中，地方公共财政预算收入 342.21 亿元，增长 17.2%；全年地方公共财政预算支出 473.40 亿元，比上年增长 13.3%。

总体看，南昌市作为江西省省会，经济发展势头良好，财政实力较强。南昌市地方财政收入保持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. 产权状况

截至 2014 年底，公司注册资本为 22.50 亿元，南昌市国资委持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

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垄断地位，竞争优势较为明显。

3. 人员素质

公司高级管理人员共 11 人，包括董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 4 人，纪委书记 1 人，总经济师 1 人，工会主席 1 人，总会计师 1 人，总工程师 1 人。

董事长毛顺茂先生，汉族，1976 年 9 月生，1996 年 8 月参加工作，工商管理硕士，教授级高级工程师。曾任南昌市玉带河改造工程项目部副经理，南昌市政建设公司副总经理、总支委员，南昌市政工程投资建设管理有限公司董事、副总经理、支部书记，南昌市政建设公司总经理，南昌市政工程投资建设管理有限公司支部书记、副总经理，南昌市政工程造价咨询有限公司董事长、总经理，南昌市政公路管理局副局长、党委委员，南昌市城乡建设委员会副主任、党委委员，自 2010 年 11 月至今，任公司董事长、党委书记。

总经理王朝华，男，汉族，1965 年 3 月生，1987 年 1 月参加工作，在职大学学历，教授级高级工程师。曾任南昌市政开发一公司施工科长，南昌市凯华建筑公司经理，南昌市政开发公司二公司经理，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，南昌轨道交通集团有限公司副总经理、党委委员；现任南昌轨道交通集团有限公司总经理、党委副书记。

总经济师林洁，女，汉族，1973 年 9 月生，1993 年参加工作，在职硕士研究生学历。曾任江西省国际信托投资公司交易员，中国平安财产保险江西分公司业务部主任，南昌市政公用投资控股有限责任公司财务部部长助理，南昌市政公用投资控股有限责任公司资产经营部部长，南昌市政公用投资控股有限责任公司计划财务部部长，南昌轨道交通集团有限公司副总会计师；现任南昌轨道交通集团有限公司总经济师。

截至 2015 年 5 月底，公司共有人员 1476 名，其中，领导班子成员 11 名，中层副职以上干部 52 名、员工 1413 名；员工学历本科及以上学历占 98%（其中博士 2 人，研究生 17 人）；员工中 80% 为专业技术人才（其中教授级高工 2 人，高级工程师 25 人，工程师 58 人，助理工程师 210 人），享受政府津贴 4 人；员工平均年龄 33 岁。

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。

资产及资金注入

2008 年，根据《关于成立南昌轨道交通有限公司的通知》批准，公司于 10 月 6 日正式成立，注册资本 1.50 亿元，由南昌市国资委以货币资金 5,000 万元和 10,000 万元位于南昌市朝阳洲路以北、桃花河以南土地使用权进行注资。

2011 年 11 月，根据《南昌市人民政府办公厅抄告单》（洪府厅抄字[2011]886 号）和南昌市国资委《关于你司增加注册资本金的通知》（洪国资产权字[2011]36 号），南昌市人民政府同意将 2009 年至 2011 年地方政府债券中拨付 21 亿元以注册资本金形式注入公司，由南昌市国资委代表政府履行出资人职责。

2013 年 2 月 1 日，根据《南昌市人民政府办公厅抄告单》（洪府厅抄字[2013]57 号），将南昌市金轨国有资产运营有限责任公司 100% 股权无偿划拨给南昌市国资委，再由南昌市国资委划拨注入公司，成为公司全资子公司。截至 2014 年底，南昌市金轨公司资产总额 151.24 亿元，其中投资性房地产账面价值 108.27 亿元；土地使用权账面价值 31.39 亿元，值得注意的是南昌市政府注入的房地产自身盈利性差。经中铭国际评估，上述资产公允价值为 139.66 亿元（中铭评报字[2015]第 2021 号），评估增值 -2.40 亿元。公司以金轨公司资产总额 151.24 亿元计入“资本公积”科目，以评估价值 139.66 亿元计入“投资性房地产”科目。

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，税收入市级库，列市本级收入，县区不参与分成。

根据南昌市财政局出具的《关于注入南昌轨道交通集团有限公司资本金的通知》（洪财预[2012]28 号），2008~2011 年轨道交通项目建设期间缴纳的税收市、区留成部分 2493.4 万元作为市政府资本金注入公司，专项用于轨道交通项目建设。

项目建设资本金支持

根据国家发改委《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》，南昌市人民政府将按公司目前在建的轨道交通1号线项目工程总投资181.10亿元，其中，资本金72.44亿元由南昌市财政承担；根据南昌市人民政府出具的《关于承诺为南昌市城市轨道交通建设投资的函》，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145.23亿元，其中，资本金59.55亿元由南昌市财政承担，其余资金通过银行贷款及其他融资渠道解决。

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。

（一）留成土地出让金专项同于轨道交通建设、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。

（二）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。

2012年12月29日，南昌市财政局出具《南昌市财政局关于下达2012年财政补助资金的通知》（洪财预[2012]114号），同意向公司拨款32,274.93万元，其中包括市土地储备中心收储公司土地给予的土地补偿款，用于补充公司企业发展基金，增强公司资本运营能力，缓解公司资金运转压力。2013年12月30日，南昌市财政局出具《南昌市财政局关于下达2013年财政补助资金的通知》（洪财预[2013]155号），同意向公司拨款94,060.38万元，其中包括市土地储备中心收储公司土地给予的土地补偿款，用于补充公司企业发展基金，增强公司资本运营能力，缓解公司资金运转压力。2014年12月31日，南昌市财政局出具《南昌市财政局关于下达2014年财政补助资金的通知》（洪财预[2014]237号），同意向公司拨款63,257.29万元，用于补充公司企业发展基金，增强公司资本运营能力，缓解公司资金运转压力。以上财政补贴计入公司“营业外收入”会计科目，2012~2014年，公司分别收到政府补贴资金3.23亿元、9.41亿元和6.33亿元。

总体看，在地铁投资建设方面，南昌市政府对公司的发展的支持力度大，上述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。

六、公司管理

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。

公司不设股东会，由南昌市国资委依法履行股东职责，行使如下职权：南昌市国资委依法授权公司董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项，但公司的合并、分立、解散、申请破产、增加或者减少注册资本和发行公司债券，必须由市国资委审核后，报南昌市人民政府批准。

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。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司融资计划及资本运营方案；拟订公司年度财务预、决算方案，利润分配及弥补亏损方案；拟订公司内部的劳动用工方案和内部分配方案；拟订公司的内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制定公司的具体规章；董事会授予的其他职权。

总体来看，公司形成了较为完善的法人治理结构。

2. 管理水平

公司下设组织人事部（机关党总支）、监察审计部、文化宣传部、综合部、投融资部、合约部、前期工作部、企业管理部、财务部、开发事业部、质量安全部、工会和总师室13个业务职能部门，能够满足日常管理的需要。根据经营管理的特点，公司建立了一整套较详细的管理制度。

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《规划与报建管理制度》、《工程环境调查及评估管理办法》、《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，能够保障日常经营工作的正常运行。

七、经营分析

1. 经营现状

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，目前公司地铁项目正处于前期建设阶段，公司收入主要为房地产开发收入以及商品销售收入，收入规模小。

2012年，公司仅有房地产收入，为156.45万元。2013年，南昌市金轨国有资产运营有限责任公司划转至公司，导致房地产开发经营收入大幅增长，此项业务目前主要为物业出租及管理收入。2013年公司实现主营业务收入1.09亿元，其中房地产开发收入0.68亿元，其他收入0.41亿元。2014年公司实现主营业务收入3.81亿元，其中房地产开发收入1.57亿元，其他收入2.24亿元。

从毛利率看，房地产开发经营业务毛利率较高，2012~2014年分别为77.34%、97.46%和98.34%；公司其他收入主要为售予地铁施工公司的钢铁等建筑材料收入，毛利率较低，2013和2014年分别为5.79%和19.01%。整体看，2012~2014年公司主营业务毛利率分别为77.34%、63.05%和51.67%。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2012年		2013年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产开发经营	156.45	77.34	6,824.88	97.46	15,690.19	98.34
其他	-	-	4,100.27	5.79	22,421.59	19.01
合计	156.45	77.34	10,925.15	63.05	38,111.78	51.67

资料来源：公司审计报告

2. 主营业务

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号线一期工程及2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。

1 号线项目一期工程线路全长 28.7 公里，计划总投资 181.10 亿元，根据局南昌市人民政府于 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 221,670.61 万元，调整后的项目总投资额为 203.27 亿元。截至 2015 年 5 月底 1 号线完成投资 168.67 亿元，南昌市人民政府按规定出具资本金 51.51 亿元。1 号线拟设站 24 座，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，止于奥体中心站。截止 2015 年 5 月底，全线 24 个站点均完成结构封顶。1 号线出入口/风亭/联络通道共有 92 个/59 组/29 个，正在施工 35 个/27 组/0 个，累计完成 48 个/31 组/29 个。1 号线 48 条单线区间全部实现洞通。全线轨道共 61,944m，开通 61,944m，完成率 100%。预计可于 2015 年底通车。

2 号线项目一期工程概算为 145.23 亿元，截至 2015 年 5 月底投资 40.00 亿元，南昌市人民政府按规定出具资本金 13.30 亿元。2 号线线路起自站前南大道站，终于辛家庵站，正线单线全长约 23.78 公里，均为地下线，全线共设车站 21 座，均为地下站，平均站间距为 1.14 公里，其中换乘站 6 座，分别与轨道交通 1 号线及线网规划中的其它 3 条轨道交通线路进行换乘。截至 2015 年 5 月底，2 号线项目一期工程已全线开工建设，9 座车站（南昌西站、卧龙山站、地铁大厦站、龙岗站、岭北三路站、学府大道东站、前湖大道站、翠苑路站、雅苑路站（封堵墙以南部分））已完成结构封顶及南昌西站南北广场区间已完成，2 座车站（站前南大道站、国体中心站）在进行主体结构施工，9 座车站（红谷中大道站、阳明公园站、青山路口站、福州路站、八一广场站、永叔路站、南昌火车站站、洪都中大道站、辛家庵站）及福~八明挖区间在进行围护结构和土方施工，剩下 1 座车站（丁公路南站）在进行前期施工准备。目前 3 个单线区间贯通，开累完成 6,237 米/5,197 环。

截至 2015 年 5 月底，南昌市财政局累计支付地铁建设资本金 64.81 亿元。其中，2009~2011 年每年分别拨付资本金 7.00 亿元，计入公司“实收资本”；2012 年以财政补贴形式拨付 3.56 亿元；2013 年以财政补贴形式拨付 16.24 亿元（扣除土地整理业务成本后计入公司 2013 年“营业外收入”），地方债转贷资金 4.00 亿元，合计 20.24 亿元。2014 年以财政补贴形式拨付 7.72 亿元，计入“营业外收入”，地方债转贷资金 11 亿元，计入“资本公积”。2015 年 5 月底前，以财政补贴形式拨付 1.3 亿元。南昌市人民政府对公司的 1 号线和 2 号线的资本金拨付相对工程投资进度滞后。

根据《南昌市城市总体规划（2001 年~2020 年）》制定的城市道路交通发展目标，截至 2020 年底，南昌市要整体实现交通方式结构的优化，遵循“公交优先的城市交通发展战略”，加强轨道交通的规划和建设。除已开工建设的轨道交通 1、2 号线外，南昌市城市规划亦将地铁 3、4、5 号线纳入了交通线规划。未来，南昌市轨道交通线网将呈“网格+放射状”结构，线网由 5 条线路构成，全程约 168 公里，共设站 128 座，其中换乘站 15 座。公司未来将承揽 3、4、5 号线轨道交通的建设和运营。

表 3 南昌市地铁总体规划

线名	线路功能	起讫点	长度 (km)	车站数 (座)	平均站 间距 (km)
1 号线	线网中一条重要的东西向客运轴线，覆盖“人形”客流主走廊，为昌南、昌北两大核心区提供最为直接和便捷的快速交通联系，支持昌北新城及城东、城南、乐化组团和蛟桥、瑶湖片区的发展。	昌九城际铁路乐化站～江西师范大学	35.8	26	1.43
2 号线	线网中最重要的一条南北向骨干线路，覆盖“人形”客流主走廊，连通新旧两城的核心区域，并分别覆盖了昌南老城与昌北新城南北向走廊上最重要的地区。	望城～罗家镇	41.6	34	1.26
3 号线	纵贯昌南老城的一条南北向骨干线，途经旧城核心区最重要的商业服务区，加强旧城核心区与南部莲塘组团中心区的联系。	莲塘～京东大道	26.8	22	1.28
4 号线	连接城东片区、朝阳片区以及红角洲片区的辅助线路，加强外围片区间的快速联通。	望城～京东大道	38.2	29	1.36
5 号线	串联长堎、朝阳、城南、城东、瑶湖等六大外围片区，连接产业园区中心和大学园区中心，引导外围片区和城镇组团的发展。	下罗地区～高新大道～民科路	34.2	25	1.42

资料来源：公司提供

房地产开发

公司房地产开发运营模式，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”的运营模式是南昌地铁运营的核心模式。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，截至 2014 年底上述项目账面价值 6.89 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 亿元。项目整体定位为超甲 A 级写字楼。项目建成后，南昌轨道交通集团可持有 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 3,900 万元。此项目预计 2015 年年底全面投入使用。

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 83,846 平方米。项目将打造成集住宅、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 1,000 万元。

公司房地产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。南昌轨道交通资产经营有限公司主营的房地产类业务包括物业管理、房地产经纪以及自有房产租赁等，2014 年，实现房地产开发及物业租赁、管理经营

收入 415.18 万元；南昌市金轨国有资产运营有限责任公司主营房地产开发、自有房屋租赁、酒店企业管理以及实业投资，2014 年，实现收入 14,907.06 万元。目前公司房地产开发业务 2013 年和 2014 年分别实现收入 6,824.88 万元和 15,690.19 万元。

其他收入

公司其他收入主要为售予地铁施工公司的钢铁等建设材料收入。2014 年，实现其他收入 2.24 亿元。其中，钢贸收入 10,625.22 万元；混凝土业务收入 11,796.37 万元。

总体看，公司成立时间短，目前主要承担南昌市轨道交通建设，业务尚处于起步阶段，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。

公司 2015 年计划投资 111.13 亿，其中：轨道建设投资 79.82 亿，地产开发（含地铁配套建设项目）计划投资 12.50 亿，土地收储计划投资 8.00 亿，运营开支 2.00 亿，建设期利息 8.81 亿。

表 4 南昌市轨道交通集团 2015 年投资计划

投资任务	年度计划投资（万元）
轨道交通建设	798,198
地产开发	125,000
土地收储	80,000
运营开支	20,000
建设期利息	88,056
合计	1,111,254

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年三年连审审计报告已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2014 年底，公司合并范围内子公司 5 家。合并范围变化方面，2013 年新增合并单位 2 家，其中南昌市金轨国有资产运营有限责任公司 100.00% 股权全部无偿划转注入南昌轨道交通集团有限公司；子公司南昌轨道交通地产开发有限公司新投资全资设立南昌地铁时代置业有限公司，导致 2013 年合并范围资产、权益和收入等科目大幅增长。2014 年公司合并范围单位减少和新增各 1 家，其中上期设立的子公司南昌地铁时代置业有限公司因股权转让不再纳入合并报表范围中；公司新投资江西兰叶新型材料科技有限公司，持股比例为 22.50%，因对其实际控制，所以在本期被纳入合并报表范围中。总体看，合并范围的变化对公司财务数据可比性影响较大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 361.76 亿元，负债合计 154.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）207.72 亿元。2014 年公司实现营业总收入 4.28 亿元，净利润（含少数股东损益）5.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.87 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.13 亿元。

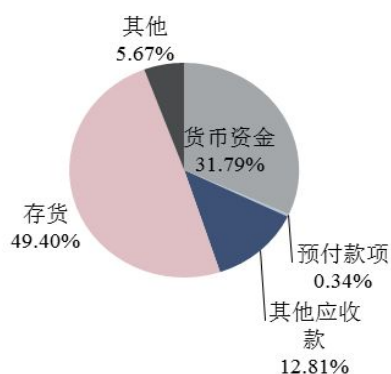
2. 资产质量

近年来随着地铁项目建设的推进，公司资产快速增长，截至 2014 年底为 361.76 亿元。从资产结构看，公司以非流动资产为主（占 87.71%）。

流动资产

2012~2014 年公司流动资产增长速度较快，年均复合增长率为 15.70%，截至 2014 年底为 44.46 亿元。公司流动资产主要由存货（占 49.40%）、货币资金（占 31.79%）和其他应收款（12.81%）构成。

图 1 截至 2014 年底流动资产结构



资料来源：审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金 14.13 亿元，主要为银行存款。2014 年公司货币资金余额

同比增加 9.19%，主要是由地铁建设资金需求量较大，公司借款增加所致。

公司应收账款科目主要是子公司南昌轨道交通资产经营有限公司供给施工单位用于地铁建设的钢材销售款，应收账款本期较上年增加，系本期因合并范围增加，本期增加了江西兰叶新型材料科技有限公司销售水泥款增加所致。截至 2014 年底为 1.01 亿元，其中账龄在一年以内占比 99.07%。公司预付账款规模小主要为预付工程款，由于公司地铁建设尚处于前期阶段，投入较小，仅为 0.15 亿元。

公司其他应收款主要是保证金和往来款，近三年分别为 7.85 亿元、0.48 亿元和 5.70 亿元。2013 年，公司其他应收款同比大幅下降，主要是：2012 年应收 3.61 亿元财政补贴于 2013 年度到账和收到南昌市政公用投资控股有限责任公司偿还的 2.00 亿元借款。2014 年公司其他应收款同比大幅上升，主要是与南昌地铁时代置业有限公司的往来款增至 5.09 亿元。

随着一号线、二号线及三号线的陆续动工，2012~2014 年公司存货波动增长，年均复合增长 18.06%，截至 2014 年底为 21.96 亿元，主要由地铁沿线土地（14.63 亿元）及房地产开发成本（6.89 亿元）构成。2014 年存货同比下降 24.39%，主要是商业开发成本大幅下降 56.05% 所致。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年复合增长率为 100.48%，主要是投资性房地产和在建工程的增加所致。截至 2014 年底，公司非流动资产为 317.30 亿元，主要由在建工程（占 47.94%）、投资性房地产（占 44.01%）、和其他非流动资产（占 4.35%）构成。

公司投资性房地产公司投资性房地产主要为根据南昌市人民政府办公厅抄告单洪府厅抄字（2013）57 号文件注入的南昌金轨国有资产运营有限责任公司，以投资性房地产入账核算所致。经中铭国际评估后，金轨资产初始入账值为 154.80 亿元（中铭评报字[2014]第 2004 号），其中房地产项目 126.28 亿元，土地使用权 28.52 亿元。2014 年公司董事会决议通过将子公司南昌市金轨国有资产运营有限责任公司部分投资性房地产按公允价值转为自用房地产 11.20 亿元，公允价值变动-5.51 亿元。截至 2014 年底，公司投资性房地产经中铭国际评估公允价值为 139.66 亿元（中铭评报字[2015]第 2021 号），评估增值-2.40 亿元。

2012~2014 年，公司在建工程快速增加，年均增长 49.69%，截至 2014 年底，公司在建工程 152.13 亿元，主要为地铁 1、2 号线项目建设，以及地铁 3 号线的前期准备工作。2013~2014 年，公司在建工程同比增长分别为 64.04% 和 36.60%，均主要受地铁 1、2 号线一期工程的投资金额增加影响。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。

公司固定资产主要是随着近两年地铁 1、2 号线的陆续动工，公司购进的电子、运输及机器设备，截至 2014 年底为 11.08 亿元，2013 年年底仅为 0.07 亿元，大幅增长原因主要系公司房屋建筑物大幅增加所致。

近三年公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长 12.41%，截至 2014 年底为 13.79 亿元。公司其他非流动负债主要为根据 2012 年 12 月洪府厅（2012）513 文件，公司对江西省铁路投资集团公司投资 1.70 亿元，该投资尚在进行中计入其他非流动资产；项目分公司预付工程款（11.09 亿元）。公司 2014 年其他非流动资产大幅增长主要是项目分公司预付工程款增加所致。

随着南昌市城市建设的快速发展，南昌市政府对基础设施建设与公用事业的投资力度不断加大，公司作为南昌市唯一的轨道交通设施建设主体，南昌市政府给予了公司大力的支持，将

国有资产以作价出资和划拨的形式注入公司，以及地铁工程施工的推进，使得资产规模逐年增长。整体看，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

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长率为 184.66%，主要是公司资本公积和未分配利润增长所致。截至 2014 年底，公司所有者权益为 207.72 亿元（包含少数股东权益 0.86 亿元），其中，实收资本占比 10.88%，资本公积占比 79.07%，盈余公积占比 0.91%，未分配利润占比 9.15%。

截至 2014 年底，公司资本公积 163.56 亿元，主要是根据 2013 年 1 月南昌市人民政府办公厅抄告单洪府厅抄字[2013]47、57 号文件，将南昌市金轨国有资产运营有限责任公司 100% 股权于 2013 年 2 月 8 日武昌划转注入南昌轨交，股权划拨日金轨公司净资产为 150.64 亿元，主要为土地及房地产；根据 2013 年 9 月 26 日南昌市人民政府办公厅抄告单洪府厅抄字[2013]573 号文件，公司收到政府拨入建设资本金 4 亿元。根据 2014 年 9 月 23 日南昌市人民政府办公厅抄告单洪府厅抄字（2014）513 号文件，公司收到政府拨入建设资本金 11 亿元。

总体看，公司所有者权益结构稳定性好。

负债

2012~2014 年，公司负债合计快速增长，年复合增长率为 33.43%，截至 2014 年底，公司负债合计 154.04 亿元，其中流动负债占 12.07%，非流动负债占 87.93%。

2012~2014 年，公司流动负债快速增长，年复合增长率 63.90%。截至 2014 年底，公司流动负债为 18.59 亿元，其中占比较高的有应付账款（占 52.86%）、短期借款（占 1.61%）、和其他应付款（占 40.60%）。

截至 2014 年底，公司短期借款为 0.30 亿元，为江西省信用担保股份有限公司所担保的银行贷款。公司短期借款期初余额为 6.70 亿元，其中国家开发银行江西分行借款 3.70 亿元，中信信托有限责任公司取得信托借款 3.00 亿元，已于 2014 年底前清偿。

近三年公司应付账款快速增长，截至 2014 年底为 9.83 亿元，主要是随着地铁一号线、二号线和三号线建设项目陆续启动，公司应付施工方相应的工程保留金增加所致。

2012~2014 年，公司其他应付款波动增长，年复合增长率为 11.11%，截至 2014 年底为 7.55 亿元，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。

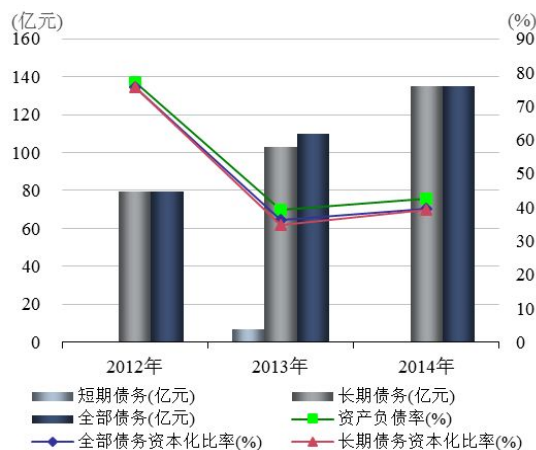
公司非流动负债主要为长期借款，近三年快速增长，年均复合增长率为 30.45%，截至 2014 年底为 135.46 亿元。2012~2014 年随着公司地铁建设的推进，公司长期借款快速增长，分别为 79.60 亿元、102.75 亿元和 134.87 亿元。2013 年，公司长期借款余额同比增长 29.07%，主要为国开行江西省分行贷款增加 27.15 亿元。2014 年，公司长期借款余额同比增长 31.26%，主要为质押借款新增 25.39 亿元和北京银行南昌分行新增抵押贷款 5 亿元所致。

2012~2014 年公司债务快速增长，截至 2014 年底公司债务总额为 135.23 亿元。随着南昌市地铁建设的逐步推进，预计公司债务将进一步增加。从债务期限结构看，公司债务以长期债务为主符合地铁建设回收期长的特征。截至 2014 年底，短期债务占比 0.27%，长期债务

占比 99.73%，公司债务以长期债务为主。

从 2012~2014 年，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈波动下降趋势，2014 年底分别为 42.58%、39.43%和 39.37%，公司整体债务负担较轻。

图 2 2012 年~2014 年公司债务负担



资料来源：审计报告

整体看，公司债务以长期债务为主，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

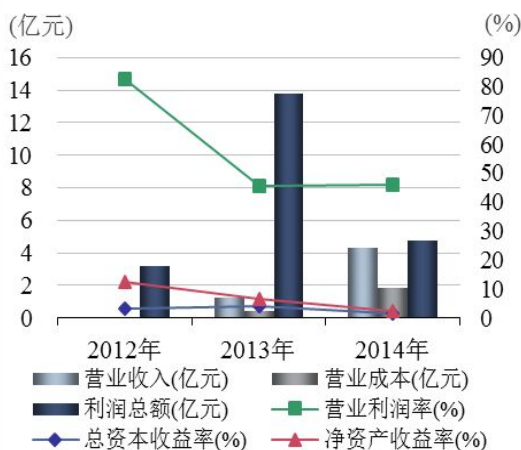
公司是南昌市轨道交通投资建设、运营管理和资源开发的实施主体，目前公司地铁项目正处于前期建设阶段，公司收入主要为商品销售收入，物业租赁管理收入和其他业务收入规模较小。2012~2014 年，公司营业收入快速增长，截至 2014 年底为 4.28 亿元。

从期间费用看，2012~2014 年，公司期间费用规模小，经营费用表现为管理费用。2012~2013 年，由于公司将建设期利息支出资本化，公司无费用化利息支出。2014 年公司费用化利息支出为 0.13 亿元。

2012~2014 年公司营业外收入分别为 3.23 亿元、9.41 亿元和 6.33 亿元，主要为根据南昌市财政局洪财预[2014]第 237 号文件下达的财政补助资金，用于专项补贴南昌轨交的企业发展基金。2014 年，公司公允价值变动损益-2.42 亿元，为金轨公司投资性房地产较期初公允价值减值。在营业外收入的有力补充下，近三年公司利润总额快速增长，分别为 3.14 亿元、13.76 亿元和 4.78 亿元。整体看，公司利润总额对政府补贴的依赖性强。

从公司的各项盈利指标上来看，由于 2013 年南昌市金轨国有资产运营有限责任公司资产划转，导致公司营业收入大幅增长。2014 年营业收入为 4.28 亿元，同比大幅增长 349.80%。公司近三年的营业利润率指标可比性较差，2014 年为 46.01%。近三年，公司总资本收益率小幅波动下降，净资产收益率波动下降，三年均值分别为 3.11%和 5.66%，2014 年分别为 2.00%和 2.46%。

图3 2012~2014年公司盈利能力情况



资料来源：审计报告

总体而言，由于公司处于投建初期，其经营业务尚未完全开展，另外公司轨道交通项目建设周期较长，短期难以形成经营收入，公司目前收入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

经营活动方面，2012~2014年，公司经营活动产生的现金流入波动增长，2014年为6.87亿元。2014年，公司收到其他与经营活动有关的现金27.62亿元，主要是往来款21.26亿元、财政补贴资金6.33亿元。2012~2014年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为5.11亿元、14.27亿元和6.09亿元，主要为土地平整开发支出。2014年，公司支付其他与经营活动有关的现金16.74亿元，同比大幅度增加1649.87%，主要系支付手续费10亿元和支付往来款6.43亿元的大幅增长所致。近三年，公司经营性现金流净额分别为-1.25亿元、7.60亿元和6.87亿元。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，均值为98.93%，2014年为76.57%，现金收入质量一般。

投资活动方面，2012~2014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-62.04亿元、-32.48亿元和-35.25亿元。

筹资活动方面，2012~2014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下降，分别为57.16亿元、28.32亿元和29.52亿元。2014年收到其他与筹资活动有关的现金11亿元，为南昌市政府拨付的地铁项目建设资金。

总体看，近三年伴随着地铁建设工作的推进，投资活动现金净流出规模大。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，2012~2014年，流动比率和速动比率波动下降，近三年均值为

277.40%和 131.08%，2014 年底分别为 239.20%和 121.04%；近三年，公司经营现金流动负债比三年均值为 25.78%，2014 年为 36.96%。总体看，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，2012~2014 年随着利润规模增长公司 EBITDA 波动增长，近三年分别为 4.84 亿元、15.36 亿元和 6.85 亿元；同期公司 EBITDA 全部债务比波动上升，近三年均值为 15.31 倍，2014 年为 19.75 倍。从指标上看，由于公司营业收入及财政补贴相对较低，使得公司 EBITDA 对全部债务的保障能力弱。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，公司整体偿债能力适宜。

公司银行授信以地铁项目授信为主。截至 2015 年 5 月底，南昌地铁 1 号线项目总授信额度为 157.00 亿元，总计已使用额度为 113.94 亿元，未使用额度为 43.06 亿元；地铁 2 号线项目总计获得人民币贷款 103.00 亿元，已使用额度为 20.19 亿元，未使用额度为 82.81 亿元。此外，地铁 2 号线项目已经分别获得了世界银行和德国复兴银行 2.50 亿美元和 1.00 亿欧元的贷款，目前公司已实际提款 0.3 亿美元。总体看，公司融资渠道畅通，外部资金支持充裕。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2015 年 3 月 3 日中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（B201503030068911329），截至 2015 年 3 月 3 日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及南昌市区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到南昌市政府对于公司在项目建设资金、偿债保证、运营补贴等方面的各项支持，公司整体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期公司债券拟发行额度 36 亿元，在公司赎回前长期存续，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券在清偿顺序和利息支付等方面均与其他普通债券相关特征接近，可将其视为公司普通有息债务。发行后将在现有全部债务的基础上增加 36 亿元有息债务，占 2014 年底公司长期债务的 26.69%，公司全部债务的 26.62%，对现有债务影响大。

截至 2014 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 42.58%、39.43%和 39.37%，以 2014 年底财务数据为基础测算，本期公司债券发行后，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将分别上升至 47.78%、45.19%和 45.13%。

本期公司债券的发行对公司整体债务规模和结构有较大影响。本期公司债券发行后，公司债务负担将有一定程度加重。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券预设两个品种，合计发行额度不超过 36 亿元，其中品种一兑付前永续存续，品种二采用 5+5+5 的存续结构。

2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为 7.58 亿元、23.15 亿元和 30.90 亿元，分别为本期债券发行额度的 0.21 倍、0.64 倍和 0.86 倍；2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 4.84 亿元、15.36 亿元和 6.85 亿元，分别为本期债券发行额度的 0.13 倍、0.43 倍和 0.19 倍；经营活动现金流入量、EBITDA 保障能力弱。考虑到本期债券品种设置结构，若品种一和品种二集中兑付，2014 年公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券 36 亿元拟发行额度的 0.86 倍和 0.19 倍，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券拟发行额度集中偿付时的保障能力差。

总体看，本期债券的发行规模较大，公司债务负担将有所加重。公司经营活动现金流入量、EBITDA 对本期债券的保障能力差。但考虑到南昌市政府对公司支持力度大，本期公司债券到期不能偿付的风险较低。

3. 本期债券偿债资金来源

本期债券偿债资金来源主要为企业日常经营、地铁票务收入、地铁附带的通信、传媒业务等综合收入，土地资源管理收入以及物业管理收入等。

（1）公司盈利对本期债券的保障

由于目前地铁板块尚处于项目建设期，未产生营运收入，目前公司收入主要来自房地产开发经营收入。2012~2014 年，公司营业收入逐年递增，分别为 299.70 万元、12,232.69 万元和 42,790.13 万元；利润总额波动增长，分别为 3.14 亿元、13.76 亿元和 4.78 亿元；净利润分别为 3.16 亿元、12.65 亿元和 5.10 亿元。整体看，近三年企业营业收入、利润总额和净利润整体呈波动增长态势，未来随着公司在建地铁项目的建成及地铁周边物业的开发利用，公司盈利能力有望提升，对本期债券偿还的保障能力将逐步提高。

（2）公司未来现金流对本期债券的保障

目前正在建设的地铁 1 号线一期工程计划将于 2015 年底通车，从 2015 年至 2019 年每年通车一条地铁线。至 2020 年，南昌地铁将完成 5 条线网建设。据公司规划测算，至 2016 年 1、2 号线通车后，全日客流量将达到 59.36 万人次，以目前市场平均票价水平计算，公司年票务收入预计超过 7.58 亿元人民币。未来随着轨交 3、4、5 号线的陆续开通，公司票务收入还将有巨大的提升空间。

（3）政策支持对本期债券的保障

为缓解南昌市交通拥堵问题，同时进一步提升中心城区功能，南昌市政府对公司的城市轨道交通建设给予大力支持。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。同时，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。南昌市财政局在国家开发银行江西省分行设立“轨道交通发展专项资金”专户，负责对资金的筹集、分配和使用进行监督和管理，这为本期债券的期偿还提供了进一步的保障。

综合考虑，公司对于本期债券具有较强的偿付能力。

十、债权保护条款分析

专项资金账户

为了保证募集资金合理使用，以及按时足额还本付息，公司聘请中国农业银行南昌青山湖支行作为本期债券品种一的账户及资金监管银行，中国工商银行股份有限公司南昌阳明路支行作为本期债券品种二的账户及资金监管银行，并签署《账户及资金监管协议》。公司将于账户及资金监管银行开立募集资金使用专户、偿债资金专户和利息偿付保证金专户，并按照《账户及资金监管协议》的约定使用上述专户，接收、存储及划转相关资金，并接受账户及资金监管银行的监管。

流动性支持

根据公司与中国工商银行股份有限公司江西省分行及中国农业银行股份有限公司江西省分行均签署了《流动性支持贷款协议》，本期债券存续期内，当公司对本期债券本息偿付发生资金流动性不足时，中国工商银行股份有限公司江西省分行及中国农业银行股份有限公司江西省分行限于在国家法律法规信贷政策允许的范围或条件下，依据上级行的管理要求，可根据公司的申请，按照中国工商银行股份有限公司江西省分行的内部规定程序进行评审，经评审合格后，对公司提供不低于本期债券本息偿还金额的流动性支持信贷。

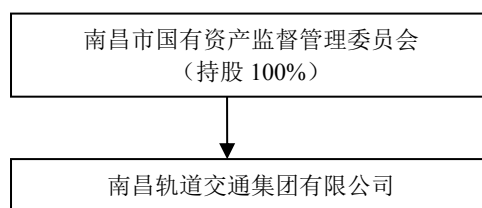
十一、结论

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垄断地位，以及政府支持力度大等方面的优势。

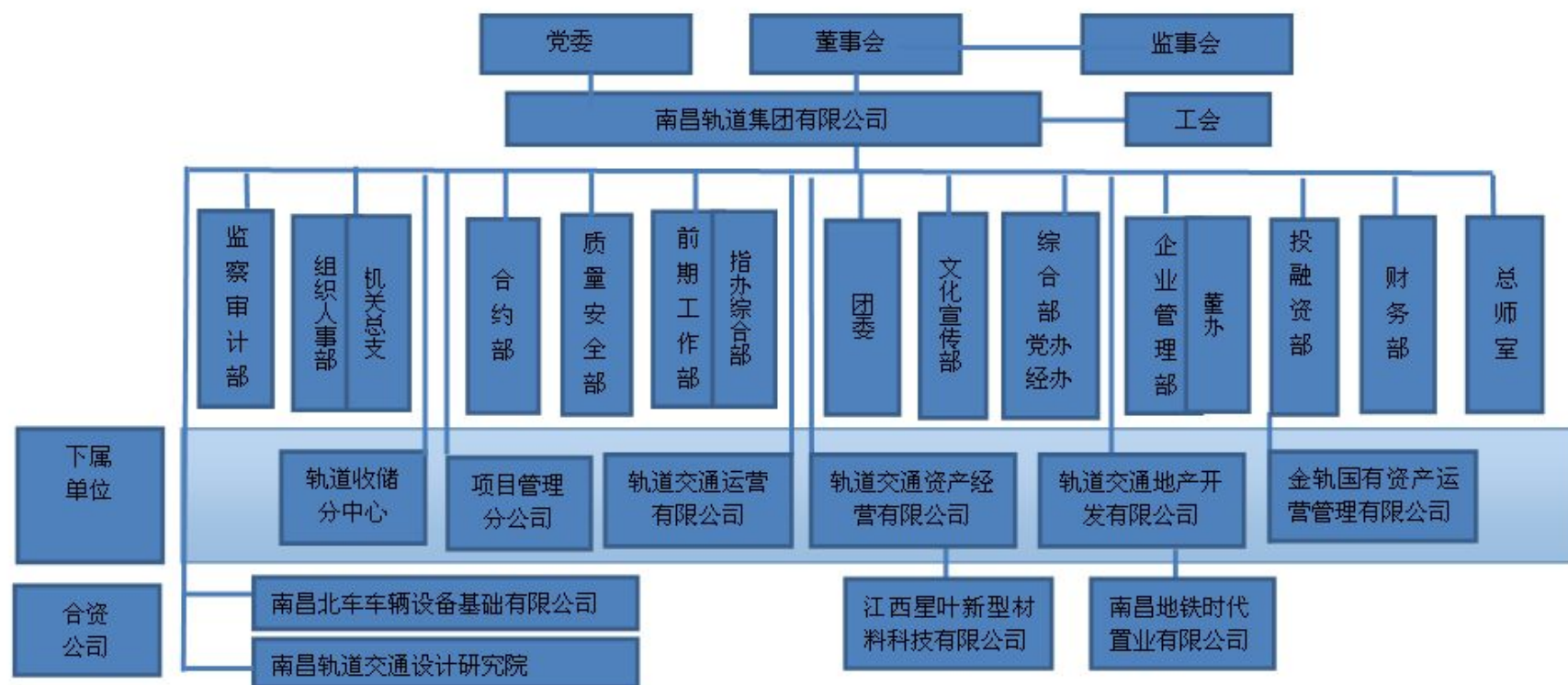
本期债券属债券创新品种，其中，品种一以每3个计息年度为一个周期，在每个计息年度末附公司续期选择权，公司有权选择将本品种债券期限延长一个周期，或选择在该计息年度末到期全额兑付本品种债券；品种二以每5个计息年度为一个周期，在每5个计息年度末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，公司到期全额兑付本品种债券。联合评级通过对相关条款的分析，认为本期债券在清偿顺序和利息支付等方面均与其他普通债券相关特征接近，可将其视为公司普通有息债务。目前公司地铁项目均处于建设期，公司EBITDA和经营活动现金流入量保障能力弱。但考虑到，南昌市政府对公司支持明确，对在建的地铁项目均由财政提供资金以保障项目建设资本金投入和债务的还本付息。同时，公司设立专项偿债专户，同时中国工商银行股份有限公司江西省分行及中国农业银行股份有限公司江西省分行均对公司提供不低于本期债券本息偿还金额的流动性支持信贷，有助于提高本期债券还本付息的安全性。总体看，本期公司债券到期不能偿付的风险较低。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债务偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期公司债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1-1 南昌轨道交通集团有限公司股权结构图



附件 1-2 南昌轨道交通集团有限公司组织结构图



附件 2-1 南昌轨道交通集团有限公司
2012 年~2014 年合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	95,046.90	129,427.98	141,325.51	21.94
交易性金融资产				
应收票据			33.56	
应收账款		2651.46	10,057.73	
预付款项	331.32	540.62	1,496.55	112.53
应收利息				
应收股利				
其他应收款	78,491.32	4,777.62	56,957.88	-14.81
存货	157,568.10	290,453.34	219,620.44	18.06
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	700.00	2,583.31	15,105.53	364.54
流动资产合计	332,137.64	430,434.33	444,597.18	15.70
非流动资产：				
可供出售金融资产	80.00	80.00	80.00	0.00
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	303.89	352.54	3,205.12	224.76
投资性房地产		1,548,021.32	1,396,579.47	
固定资产	723.55	673.53	110,752.56	1137.20
在建工程	678,914.66	1,113,697.38	1,521,277.64	49.69
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	25.54	81.23	1,559.87	681.46
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	7.97	5.32	1,637.61	1333.08
递延所得税资产	237.36	346.33	6.31	-83.70
其他非流动资产	109,148.81	82,559.42	137,932.27	12.41
非流动资产合计	789,441.79	2,745,817.07	3,173,030.84	100.48
资产总计	1,121,579.43	3,176,251.40	3,617,628.02	79.60

附件 2-2 南昌轨道交通集团有限公司
2012 年~2014 年合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款		67,000.00	3,000.00	
交易性金融负债				
应付票据		2,179.00	592.35	
应付账款	7,377.05	37,075.58	98,251.30	264.95
预收款项	0.28	6,282.19	5,957.71	14539.20
应付职工薪酬	16.11	17.53	500.82	457.57
应交税费	666.53	3,762.97	2,106.88	77.79
应付利息			3.59	
应付股利				
其他应付款	61,128.12	92,670.68	75,459.02	11.11
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	69,188.09	208,987.96	185,871.67	63.90
非流动负债：				
长期借款	796,045.00	1,027,495.00	1,348,688.61	30.16
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债		10,534.30	5,868.49	
其他非流动负债				
非流动负债合计	796,045.00	1,038,029.30	1,354,557.10	30.45
负债合计	865,233.09	1,247,017.26	1,540,428.77	33.43
所有者权益：				
实收资本(或股本)	225,000.00	225,000.00	225,000.00	
资本公积	19.47	1,546,403.09	1,635,585.22	28883.69
减：库存股				
盈余公积	3,233.37	12,571.86	18,772.15	140.95
未分配利润	28,093.49	145,259.19	189,264.35	159.56
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	256,346.33	1,929,234.15	2,068,621.72	184.07
少数股东权益			8,577.53	
所有者权益合计	256,346.33	1,929,234.15	2,077,199.25	184.66
负债和所有者权益总计	1,121,579.43	3,176,251.40	3,617,628.02	79.60

附件 3 南昌轨道交通集团有限公司

2012 年~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	299.70	12,232.69	42,790.13	1094.89
减: 营业成本	35.46	4,036.54	18,418.67	2179.23
营业税金及附加	16.79	2,635.70	4,685.82	1570.64
销售费用		91.70	1,157.46	
管理费用	2,852.56	4,215.45	8,973.70	77.37
财务费用	-126.58	-86.29	1,092.82	
资产减值损失			25.23	
加: 公允价值变动收益		42,137.19	-24,177.81	
投资收益	1,718.79	84.91	403.67	-51.54
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	-759.73	43,561.68	-15,337.72	349.32
加: 营业外收入	32,281.93	94,061.28	63,261.94	39.99
减: 营业外支出	75.35	0.30	118.76	25.54
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	31,446.86	137,622.66	47805.46	23.30
减: 所得税费用	-109.26	11118.47	-3227.52	443.50
四、净利润	31,556.12	126,504.19	51,032.98	27.17
其中: 归属于母公司的净利润	31,556.12	126,504.19	50,205.45	26.13
少数股东损益			827.53	
被合并方合并前的净利润				

附件 4 南昌轨道交通集团有限公司

2012 年~2014 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	300.16	16,560.19	32,762.62	944.75
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	75,514.32	214,942.15	276,248.47	91.26
经营活动现金流入小计	75,814.49	231,502.34	309,011.09	101.89
购买商品、接受劳务支付的现金	51,125.34	142,667.85	60,866.92	9.11
支付给职工以及为职工支付的现金	1,329.35	1,875.24	2,653.81	41.29
支付的各项税费	150.23	1,407.00	9,400.42	691.03
支付其他与经营活动有关的现金	35,705.61	9,566.00	167,392.31	116.52
经营活动现金流出小计	88,310.53	155,516.09	240,313.47	64.96
经营活动产生的现金流量净额	-12,496.04	75,986.25	68,697.62	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	1,600.00	3,597.00	300.00	-56.70
取得投资收益收到的现金	1,626.21	36.26		-100.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额		1.34		
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	3,226.21	3,634.60	1,500.00	-31.81
购建固定资产、无形资产等支付的现金	605,912.48	328,069.93	346,508.33	-24.38
投资支付的现金	17,669.80	400.00	1,540.00	-70.48
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金			6,000.00	
投资活动现金流出小计	623,582.28	328,469.93	354,048.33	-24.65
投资活动产生的现金流量净额	-620,356.06	-324,835.33	-352,548.33	-24.61
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金			7,750.00	
取得借款收到的现金	610,945.00	449,950.00	339,229.08	-25.48
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	40,500.12	110,000.00	#DIV/0!
筹资活动现金流入小计	610,945.00	490,450.12	456,979.08	-13.51
偿还债务支付的现金	14,000.00	151,500.00	82,035.46	142.07
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	25,350.52	55,719.96	74,188.17	71.07
支付其他与筹资活动有关的现金			5,599.56	
筹资活动现金流出小计	39,350.52	207,219.96	161,823.19	102.79
筹资活动产生的现金流量净额	571,594.48	283,230.17	295,155.88	-28.14
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-61,257.63	34,381.08	11,305.18	
加: 期初现金及现金等价物余额	156,304.52	95,046.90	129,427.98	-9.00
六、期末现金及现金等价物余额	95,046.90	129,427.98	140,733.16	21.68

附件 5 南昌轨道交通集团有限公司

主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	--	9.23	6.73
存货周转次数（次）	--	0.02	0.07
总资产周转次数（次）	--	0.01	0.01
现金收入比率（%）	100.15	135.38	76.57
盈利能力			
总资本收益率（%）	4.50	4.70	2.00
总资产报酬率（%）	8.22	7.14	1.92
净资产收益率（%）	12.31	6.56	2.46
主营业务毛利率（%）	77.34	63.05	51.67
营业利润率（%）	82.57	45.46	46.01
费用收入比（%）	909.56	34.50	26.23
财务构成			
资产负债率（%）	77.14	39.26	42.58
全部债务资本化比率（%）	75.64	36.24	39.43
长期债务资本化比率（%）	75.64	34.75	39.37
偿债能力			
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.14	0.05
经营现金债务保护倍数（倍）	-0.02	0.07	0.05
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.79	-0.23	-0.21
流动比率（倍）	480.05	205.96	239.20
速动比率（倍）	252.31	66.98	121.04
现金短期债务比（倍）	--	1.87	39.35
经营现金流动负债比率（%）	-18.06	36.36	36.96
经营现金利息偿还能力（倍）	-0.79	4.83	3.93
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-40.03	-15.82	-16.22
本期公司债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.13	0.43	0.19

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
主营业务利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。