

信用等级公告

联合[2016]839 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 2016 年度第一期永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}，评级展望为“稳定”

南昌轨道交通集团有限公司发行的 2016 年第一期永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：

二零一六年六月二十九日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

南昌轨道交通集团有限公司

2016 年第一期可续期公司债券主动评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA⁺_{pi}

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA⁺_{pi}

本期债券发行额度: 5 亿元

本期债券期限: 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券。

偿还方式: 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。

发行目的: 项目建设及补充流动资金

评级时间: 2016 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	317.63	361.70	473.35
所有者权益 (亿元)	192.92	207.58	248.17
长期债务 (亿元)	102.75	134.87	191.25
全部债务 (亿元)	109.67	135.23	192.31
营业收入 (亿元)	1.22	4.22	6.93
净利润 (亿元)	13.76	4.72	7.48
EBITDA (亿元)	15.36	6.79	9.48
经营性净现金流 (亿元)	7.60	6.87	8.25
主营业务利润率 (%)	45.46	45.25	30.85
净资产收益率 (%)	6.56	2.43	2.91
资产负债率 (%)	39.26	42.61	47.57
全部债务资本化比率 (%)	36.24	39.45	43.66
流动比率 (%)	205.96	238.11	357.24
EBITDA 全部债务比 (倍)	7.14	19.92	20.28
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.76	3.88	6.54
EBITDA/本期发债额度 (倍)	3.07	1.36	1.90

注: 本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 报告中涉及货币内容除特别说明外, 均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对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, 在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有的综合优势。同时, 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带来的不利影响。

未来, 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, 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”。

基于对公司主体长期信用状况和本期公司债券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。

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, 居于区域垄断地位; 政府设立了地铁建设发展专项资金, 对于地铁建设资金的来源、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。

3. 2016 年南昌市地铁 1 号线正式运营, 未来地铁票价收入回流一定程度上补充了公司项目建设资金。

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，有助于保障本期债券还本付息的安全性。

关注

1. 南昌市地铁处于建设初期，尚未形成路网效益，同时公司地铁业务形成时间较短，尚处于起步阶段。

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. 近年来，公司债务规模持续增长，随着南昌市轨道交通整体规划的持续快速推进，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进度影响，拨付时间存在一定不确定性。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@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。

分析师：



一、主体概况

南昌轨道交通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。2016年1月20日，根据南昌市国资委文件洪国资字[2016]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》，国开发展基金公司（以下简称“国开基金”）总投入16亿元，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。截至2016年3月底，公司注册资本为24.25亿元，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2016年5月底，公司下设组织人事部（机关党总支）、监察审计部、文化宣传部、办公室、投融资部、企业管理部、财务部、开发事业部、前期工作部、合约部、总师室、质量安全部、执法大队、工会、团委等20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、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”）和南昌地铁电视有限公司6家子公司。

截至2015年底，公司合并资产总额473.35亿元，所有者权益248.17亿元，其中归属于少数股东所有者权益为1.10亿元；2015年公司实现营业收入6.93亿元，实现利润总额7.48亿元。

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、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2016年共计发行5亿元可续期公司债券（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。

2. 本期债券期限

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。本期债券以每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

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）。

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券。

（1）续期选择权

公司对本期债券具有续期选择权。本期债券的每个重定价周期末，公司有权选择将该品种债券期限延长一个重定价周期，或选择在该重定价末到期全额兑付该品种债券。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

（2）利率

本期采用浮动利率形式，单利按年计息，不计复利。在本期债券存续的前 4 个重定价周期（第 1 个计息年度至第 12 个计息年度）内，本期债券票面利率由基准利率加上基本利差确定。如果公司选择延长本品种债券期限，则第 5 个重定价周期（第 13 个计息年度至第 15 个计息年度）内，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（1 个基点为 0.01%，下同）；从第 6 个重定价周期（第 16 个计息年度起）起，每个重定价周期的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 600 个基点。本期债券票面利率计算公式如下：

表 1 本期债券票面利率确定方式

计息年度	票面利率公式
第 1 至 12 个计息年度	当期基准利率+基本利差
第 13 至 15 个计息年度	当期基准利率+基本利差+300 基点
从第 16 个计息年度开始的每个重定价周期	当期基准利率+基本利差+600 基点

资料来源：公司提供

首期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），其后每个重定价周期的当期基准利率为在该重定价周期内首个计息年度起息日前 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）。一周上海银行间同业拆放利率由全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网（www.shibor.org）上公布。

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。

（3）还本付息方式

本期债券采用单利按年计息，不计复利，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。

（4）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。

（5）利息偿付保障措施

公司承诺在账户及资金监管银行的监管下，优先将收到的轨道交通发展专项资金足额划入“偿债资金专户”中，用于本期债券的利息偿付。

（6）流动性支持

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，按照其商业银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。

综合以上条款，本期债券属债券创新品种，其中，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，联合评级同时关注到，本期债券第 5 个重定价周期（第 13 个计息年度至第 15 个计息年度）内，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。本期债券无担保。

（7）本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额不超过 5 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。

（8）本期债券投资项目概况

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 44.00 亿元，占总计划投资额 30.30%，截至 2016 年 4 月底，2 号线项目资本金总共到位 26.90 亿元，已完成投资 54.48 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、行业分析

公司主营业务为轨道交通建设和房地产开发。行业分析主要针对轨道交通建设行业和房地产开发行业。

1. 轨道交通建设行业

(1) 行业概况

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。总体看，城市轨道交通作为公共交通系统的重要组成部分，发展前景良好。

(2) 行业需求

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%，2015 年，中国城镇化率已经达到 56.00%，但与发达国家 75%~90% 的城镇化率相比，仍有较大的提升空间。

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 1,395 公里。

“十二五”期间，中国轨道交通建设迅速展开，截至 2015 年底，中国城市轨道交通累计通车里程达到 3286 公里，根据发改委已经批复的城市轨道交通项目及各地的城市轨道交通建设规划，预计到 2020 年，中国城市轨道交通通车里程有望达到 8,500 公里，比 2015 年末增长 150% 以上。

“十二五”期间，中国轨道交通投资额达到 1.16 万亿元，年均投资额 2,300 亿元，预计“十三五”期间，累计投资额有望超过 2 万亿元。

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 7,300 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 年将是城市轨道交通建设快速发展的黄金时期。

总体看，伴随着我国城镇化进程的推进，我国城市轨道交通建设发展前景广阔。

(3) 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。

总体看，轨道交通由于其独有的垄断性以及其拥有的他公共交通运输方式所不具备的优势，其面对的市场竞争相对较少。

（4）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。

总体看，轨道交通对其相关产业有明显带动作用。

（5）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 2 所示。

表 2 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	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

	开发总公司（持股 34%）。		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。

总体看，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。

（6）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。

（7）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1,274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

(1) 行业概况

2015 年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下仍有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，比上年下降 14.0%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%。总体看，房地产行业波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

土地供应出现一定的下滑趋势。2015 年，全国 300 个城市共推出土地 31,686 宗，同比减少 14%；土地面积 113,235 万平方米，同比减少 18%；出让金总额为 21,793 亿元，同比减少 10%。土地溢价率方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，但土地供应量有所减少，土地市场溢价率相应有所好转，全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较去年同期上升 6 个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较同期上升 2 个百分点至 27%；二线城市较上年同期上升 10 个百分点至 17%；三四线城市较上年同期上升 2 个百分点至 8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨 19% 至 9,180 元/平方米；二线城市同比上涨 18% 至 1,565 元/平方米；三四线城市同比上涨 1% 至 751 元/平方米。总体看，在去库存压力下，土地供求量均出现较大下滑；但城市分化比较明显，一、二线城市土地市场热度较高，三线城市土地市场相对较为疲软。

在开发资金来源状况上，2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015 年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015 年全年商品房累计销售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%，增速较上年增加 14.10 个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，2015 年 12 月，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%，增速较去年下滑 10.50 个百分点，其中，住宅待售面积 4.52 亿平方米，同比增长 11.20%，增速较上年同期下滑 14.40 个百分点。总体上看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。销售价格上，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至 2015 年底，一线城市房价为 32,891.25 元/平方米，同比增长 17.20%。总体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，房

地产行业集中度进一步提升。2015年1~11月，房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.13%和22.84%，前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.58%和14.83%，预计2015年全年指标仍将超过上年。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（2）行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2015年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。

2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

（3）行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法计算的房地产板块资产负债率³为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。由于地产项目的成本高企，

³ Wind行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

（4）行业发展

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015 年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 企业规模和竞争力

截至2015年底，公司注册资本为24.25亿元，南昌市国资委持有公司92.80%股权，国开基金持有公司7.20%的股权，公司实际控制人为南昌市国资委。

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。

2. 人员素质

公司高级管理人员共12人，包括董事长1人，总经理1人，党委副书记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，南昌市政工程建设管理有限公司支部书记、副总经理，南昌市政工程建设管理有限公司董事长、总经理，南昌市公路管理局副局长、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月至现今，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2016年5月底，公司共有人员2,339名，其中，领导班子成员12名，中层副职以上干部68名、员工2,259名；员工学历本科及以上学历占30%（其中博士2人，研究生68人）；员工平均年龄31岁。

综合来看，公司高级管理人员具有丰富的行业和管理经验，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展。公司员工以生产人员为主，受教育程度可以满足目前的经营发展要求，符合行业特性。

3. 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），将金轨公司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。

根据南昌市人民政府2015年8月出具的《洪府厅抄字[2015]642号》和2015年10月出具的《洪府厅抄字[2015]656号》。市政府共拨付14.40亿元建设资本金，计入“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2016年1月20日南昌市国资委文件-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》，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。

2015年9月，根据南昌市财政局出具的《洪财预文[2015]189号》，市财政局安排3.00亿元用于补充轨道建设资本金，该笔资金2015年已经到位，计入“资本公积”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 2,493.4 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。

根据南昌市财政局、南昌市交通运输局联合发文-洪财建文[2015]年 60 号《南昌市财政局、南昌市交通运输局关于请求批准建设低碳交通运输体系区域性试点项目调整资金分配方案的请示》及南昌市人民政府-洪府厅字[2015]575 号《南昌市人民政府办公厅关于建设低碳交通运输体系区域性试点项目调整资金分配方案的批复》，公司于 2015 年 12 月公收到专项资金 1,860.00 万元。

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》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 221,670.61 万元，调整后的项目总投资额为 203.27 亿元。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 203.27 亿元，其中，资本金 45.00 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⁴44.00 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、

⁴ 2016 年项目建设资本金比例有所调整，故此跟踪披露资本金数据与 2015 年跟踪有所差异。

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。2015年，南昌市财政局出具《南昌市财政局关于下达2015年财政补助资金的通知》（洪财预[2016]32号），同意向公司拨款6.53亿元，用于补充公司企业发展基金，以上财政补贴计入公司“营业外收入”会计科目，2013~2015年，公司分别收到政府补贴资金9.41亿元、6.33亿元和6.53亿元。

4. 区域经济

（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 2015 年国民经济和社会发展统计公告》，2015 年，南昌市地区生产总值（GDP）4,000.01 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.6%。其中南昌县超 600 亿元，完成 609.06 亿元；青山湖区超 500 亿元，完成 501.10 亿元；超 400 亿元县区 2 个，为高新开发区、西湖区，分别完成 454.53 亿元、430.05 亿元。全市三次产业结构调整为 4.3: 54.5: 41.2。人均生产总值 75,879 元，按年均汇率折算为 12,183 美元，按可比价格计算，增长 8.3%。在全市生产总值中，非公有制经济实现增加值 2,155.03 亿元，按可比价格计算，增长 9.7%。

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。投资总量方面，全市 500 万元及以上项目共完成投资额 4,000.07 亿元，比上年增长 17.0%，其中，工业投资 1552.73 亿元，增长 11.5%；房地产开发投资 485.37 亿元，增长 17.2%。全年全市投资施工项目 7337 个，其中新开工项目 6,186 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 35.63 亿元，增长 12.8%；第二产业投资 1,596.61 亿元，增长 11.7%；第三产业投资 2,367.83 亿元，增长 20.3%。三次产业在固定资产投资中所占比重由 2014 年的 0.9:41.8:57.3 调整为 2015 年的 0.9:39.9:59.2。从投资主体看，全市 500 万元以上固定资产投资中国有经济完成投资 787.86 亿元，比上年下降 0.1%。非国有经济完成投资 3,212.21 亿元，增长 21.4%，其中，民间投资完成 3,006.88 亿元，增长 24.3%。从城市建设来看，2015 年，南昌启动大规模旧城改造，推动现代化新城建设，城市规模不断扩大，承载功能不断完善，生态环境持续向好。轨道交通、快速

路网、万达文化旅游城、绿地国际博览城、瑶湖湿地公园、赣江风光带、一江两岸灯光秀等一大批重大城市功能性项目全面开工推进。抓超大基础设施建设有新突破，增建穿江跨湖桥隧工程，开建三条地铁线，其中地铁 1 号线正式营运，朝阳大桥竣工通车；抓“一江两岸”布局有新突破，省级行政中心搬迁、整合大昌北为城市跨江发展铸就新的里程碑。全年全市完成基础设施投资达到 594.54 亿元，增长 11.8%；新开通公交线路 18 条，公交线路已达到 231 条；城市道路总长度 2,102.62 公里，增长 27.6%；城市道路总面积达到 3,963.21 万平方米，增长 14.6%；自来水供水管道长度 4561.05 公里，增长 18.1%。

南昌市 2015 居民消费价格总水平（CPI）比上年上涨 1.6%。其中，消费品价格上涨 1.5%，服务价格上涨 2.6%，商品零售价格上涨 0.5%。工业生产者出厂价格指数 97.29，工业生产者购进价格指数 94.96。

（2）地方财政实力

2010~2015 年，南昌市 GDP 总量持续快速增长，财政收入也保持同步增长。2015 年，南昌市地方财力持续增强，全年完成财政总收入 727.20 亿元，比上年增长 13.90%，其中，地方公共财政预算收入 389.20 亿元，增长 13.70%；全年地方公共财政预算支出 547.50 亿元，比上年增长 15.70%。

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的稳定增长为公司提供稳定的财政资金来源。

综合以上，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。

五、管理分析

1. 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. 管理体制

公司下设组织人事部（机关党总支）、监察审计部、文化宣传部、办公室、投融资部、企业管理部、财务部、开发事业部、前期工作部、合约部、总师室、质量安全部、执法大队、工会、团委等 20 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，能够保障日常经营工作的正常运行。

六、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。

从收入构成看，公司收入主要构成主要包括房地产开发经营和其他业务，其他业务收入主要为售予地铁施工公司的钢铁等建筑材料收入。2013 年，金轨公司划转至公司，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；2015 年公司实现主营业务收入 6.93 亿元，较 2014 年大幅增长 81.89%，主要系公司子公司南昌轨道交通资产经营有限公司（以下简

称“南轨资产”）及孙江西公司兰叶新型材料科技有限公司（以下简称“兰叶新材”）销售增加所致，其中房地产开发收入 1.75 亿元，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。

从毛利率看，房地产开发经营业务毛利率较高且保持稳定，2013~2015年分别为97.46%、98.34%和97.00%；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，毛利率较低，2014和2015年分别为19.01%和16.45%。整体看，2013~2015年公司主营业务毛利率分别为63.05%、51.67%和36.74%，呈下降趋势。

表 3 2013~2015 年公司主营业务收入构成情况（单位：万元，%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发经营	6,824.88	62.47	97.46	15,690.19	41.17	98.34	17,466.94	25.20	97.00
其他	4,100.27	37.53	5.79	22,421.59	58.83	19.01	51,850.39	74.80	16.45
合计	10,925.15	100.00	63.05	38,111.78	100.00	51.67	69,317.33	100.00	36.74

资料来源：公司审计报告

总体看，近年来公司营业收入逐年增长，虽然毛利率逐年下降，但仍保持在较高水平。

2. 轨道交通投资

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 221670.61 万元，调整后的项目总投资额为 203.27 亿元。截至 2016 年 5 月底 1 号线完成投资，其中，南昌市人民政府按规定出具资本金 51.51 亿元。1 号线设站 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 2016 年 5 月底，1 号线全线开通运营。1 号线起步价 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。1 号线开通至 2016 年 5 月底，共形成票价收入 8029.78 万元。

2 号线项目一期工程概算为 145.23 亿元，截至 2016 年 4 月底已完成投资 54.48 亿元，南昌市人民政府按规定出具资本金 59.54 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。2018 年通车段全长 11.88 公里，设 11 座车站及 1 个过江中间风井，截至 2016 年 5 月底，过江中间风井已完成负三~五层主体结构施工；5 座车站（雅苑路站、红谷中大道站、青山路口站、八一广场站、辛家庵站）在进行主体结构施工，6 座车站（阳明公园站、福州路站、永叔路站、丁公路南站、南昌火车站站、洪都中大道站）及福~八明挖区间在进行围护结构施工，红~阳区间、洪~辛区

间正在盾构施工。

截至 2016 年 4 月底，南昌市财政局累计支付地铁建设资本金 86.06 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 6.33 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，以财政补贴形式拨付 6.53 亿元，以资本金形式拨付 17.40 亿元，计入“资本公积”。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 4 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	串联长堍、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

3. 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 2015 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，南昌轨交集团

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。截至 2015 年年底项目已经 100%完工。

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 1,000 万元。截至 2016 年 4 月，项目累计完成投资 6.76 亿元，1#楼完成至主体结构封顶，砌筑 35 层，2#楼装修移交完成；3#塔吊拆除，厨卫间、阳台墙地砖完成，4#、5#楼二遍腻子施工完成 60%，6#楼完成装修湿作业，6#东西山墙淋水、铝窗淋水关闭，公共部位湿作业完成 20-33 层，7#、8#一遍腻子完成 60%；9#楼保温施工完成，国土局大楼完成砌筑工程。

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金轨公司经营。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，2015 年，资产经营公司实现房地产开发经营收入 850.94 万元，较 2014 年增长 8.85%。金轨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，2015 年，实现收入 14509.70 万元。目前公司房地产开发业务 2014 年和 2015 年分别实现收入 15,690.19 万元和 17,466.94 万元。

总体看，近年来公司房地产开发业务稳步发展，未来随着公司地铁项目的建设，公司“地铁+社区”的运营模式将逐步铺开，公司房地产开发业务有望进一步发展。

4. 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筑材料收入。2015 年，实现其他收入 5.20 亿元，较 2014 年大幅增长 131.27%，主要系子公司销量大幅增长所致。其中，钢贸收入 21,974.86 万元；混凝土业务收入 30,276.43 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。

5. 经营效率

从经营效率看，2013~2015 年，公司应收账款周转次数分别为 0.83 次、6.64 次和 4.41 次；存货周转次数分别为 0.01 次、0.07 次和 0.18 次；总资产周转次数分别为 0.01 次、0.01 次和 0.02 次。

总体看，公司整体经营效率低，符合行业特点。

6. 经营关注

轨道交通建设资金需求较大

目前公司轨道交通业务尚处于发展初期阶段，未来随着公司轨道交通建设项目的陆续铺开，公司对资金的需求将明显提升，未来公司融资需求较大，资金压力较大。

票价水平较低

轨道交通由于其公共基础设施的属性，票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，价格

普遍处于较低水平。在地铁投入运营，特别是在投入运营初期，覆盖地铁正常运营成本的能力较差。

7. 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 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 2016 年计划投资 65.01 亿元，主要是轨道交通建设投资 45 亿元，土地收储投资 15 亿元，未来公司建设逐步开展，面临一定的融资压力。

总体看，公司未来发展思路清晰，随着公司轨道交通建设的逐步铺开，对公司进一步发展帮助较大；同时，公司面临着较大的融资压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年三年连审审计报告及 2015 年审计报告已经大华会计师事务所⁵（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 2015 年底，公司合并范围内子公司 6 家。合并范围变化方面，2013 年新增合并单位 2 家，其中金轨公司 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。2015 年公司合并范围单位新增一家，为南昌地铁电视有限公司，持股比例为 51%，为公司与南昌广播电视台合作运营南昌地铁电视，合作期 10 年。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 2015 年底，公司合并资产总额 473.35 亿元，所有者权益 248.17 亿元（含少数股东权益 1.10 亿元）；2015 年公司实现营业收入 6.93 亿元，实现利润总额 7.48 亿元。

⁵ 针对 2016 年 5 月 13 日，中国证监会对大华会计师事务所、兴华会计师事务所、瑞华会计师事务所及银信等 3 家资产评估机构启动立案调查事项，大华会计师事务所出具说明：南昌轨道交通集团有限公司 2015 年度财务报表审计项目的签字注册会计师未曾参与证监会立案调查项目。

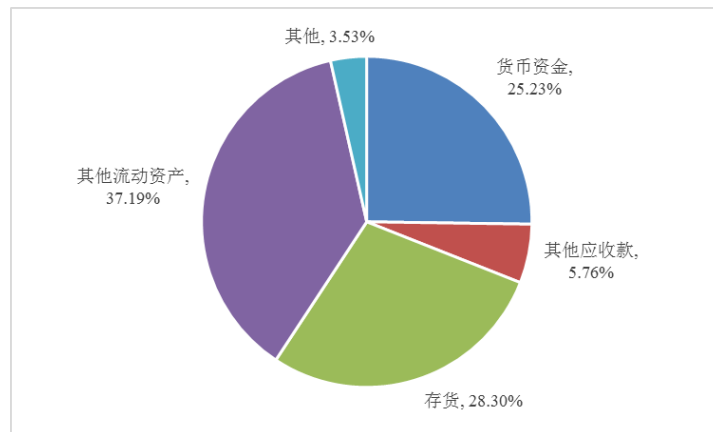
2. 资产质量

2013~2015 年，随着业务的增长和产业链的延伸，公司资产总额快速增长，年复合增长率为 43.54%，截至 2015 年底为 473.35 亿元。从资产结构看，公司以非流动资产为主（占 79.93%），非流动资产占比较 2014 年有所下降。

流动资产

2013~2015 年公司流动资产快速增长，年均复合增长率为 48.57%，主要系其他流动资产和货币资金增长所致。截至 2015 年底为 95.01 亿元。公司流动资产主要由存货（占 28.30%）、货币资金（占 25.23%）、其他流动资产（占 37.19%）和其他应收款（5.76%）构成。

图 1 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015，公司货币资金稳定增长，年复合增长率为 36.08%，其中，2015 年底公司货币资金余额较 2015 年初大幅增长 69.59%，主要是由地铁建设资金需求量较大，公司借款增加所致。截至 2015 年底，公司货币资金 23.97 亿元，主要为银行存款。货币资金中受限资金为 0.24 亿元，受限比率 1.00%，货币资金流动性高。

公司其他应收款主要是保证金和往来款，2013~2015 年分别为 0.48 亿元、5.70 亿元和 5.47 亿元。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。2015 年，公司其他应收款 5.47 亿元，较 2014 年微幅下降 3.99%，应收前五大欠款方款项合计 3.35 亿元，占比 61.21%，集中度较高。

表 5 2015 年底其他应收款前五名欠款情况（单位：亿元，%）

单位名称	金额	占比	性质
南昌地铁时代置业有限公司	2.93	53.58	往来款
南昌银行工人支行	0.25	4.60	保函押金
江西南昌供电公司	0.11	1.93	押金及往来款
中共江西省委办公厅机关后勤服务中心	0.03	0.55	借款
南昌市第一建筑工程公司	0.03	0.55	工程借款
合计	3.35	61.21	

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年公司存货有所波动，年均复合下降 3.79%，截至 2015 年底为 26.88 亿元，主要由地铁沿线土地（22.03 亿元）及房地产开发成本（4.70 亿元）构成。2014 年存货同比增长 22.41%，

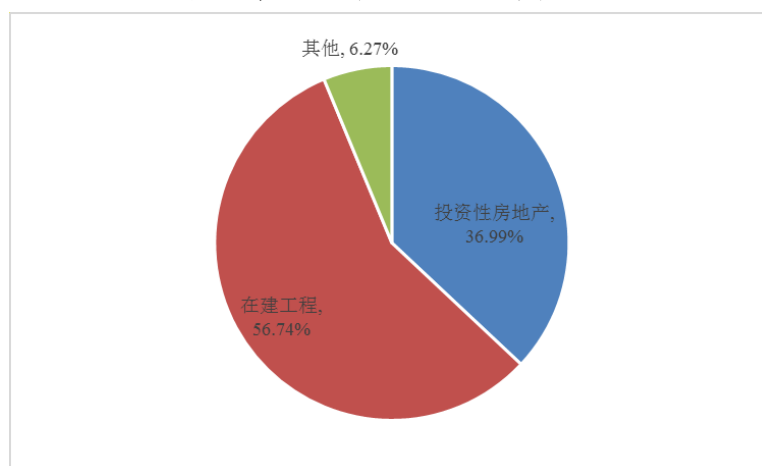
主要是商业开发成本增长所致。

2013~2015 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 1,069.51%，其中公司 2015 年底其他流动资产较 2015 年初大幅增长 2,239.11%，主要系公司 2015 年购买理财产品所致。截至 2015 年底，公司其他流动资产包括银行理财（占 94.87%）和增值税待抵扣进项税（占 5.13%）。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产有所增长，年复合增长率为 17.38%，主要是在建工程的增加所致。截至 2015 年底，公司非流动资产为 378.34 亿元，主要由在建工程（占 56.74%）、投资性房地产（占 36.99%）和其他非流动资产（占 3.19%）构成。

图 2 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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，金轨资产初始入账价值为 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金轨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 2015 年底，公司投资性房地产经中铭国际评估公允价值为 139.95 亿元（中铭评报字[2015]第 2021 号），评估价值增加 0.35 亿元。2015 年公司投资性房地产较 2014 年减少 4.92%，减少系原划拨房地产部分划回原单位，根据南昌市国资委批复下账，减少投资房地产公允价值变动 59.38 万元，原划拨资本公积 494.22 万元。

2013~2015 年，公司在建工程快速增加，年均增长 38.84%，截至 2015 年底，公司在建工程 214.67 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。2014~2015 年，公司在建工程同比增长分别为 36.54%和 41.17%，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。

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。

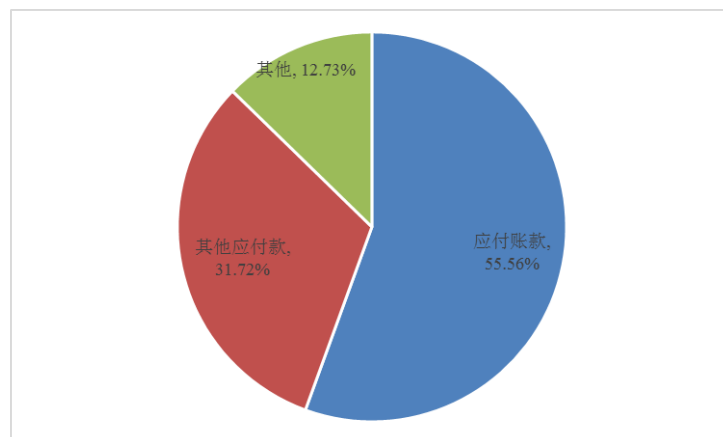
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债合计快速增长，年复合增长率为 34.38%。截至 2015 年底，公司负债合计 225.18 亿元，其中流动负债占 11.81%，非流动负债占 88.19%。

2013~2015 年，公司流动负债波动增长，年复合增长率 12.81%，主要系应付账款增长所致。截至 2015 年底，公司流动负债为 26.60 亿元，主要包括应付账款（占 55.56%）和其他应付款（占 31.72%）构成。

图 3 截至 2015 年底公司流动负债结构



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 99.63%，主要系随着公司地铁一号线、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款增加所致。截至 2015 年底，公司应付账款为 14.87 亿元，其中账龄 1 年以内（含 1 年）占 43.44%，1~2 年（含 2 年）占 36.23%，2~3 年（含 3 年）占 18.49%，3 年以上占 1.84%。

2013~2015 年，公司其他应付款波动下降，年复合下降 4.59%，截至 2015 年底为 8.44 亿元，主要为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。

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 38.31%，主要系应付债券及长期应付款增加所致。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 198.58 亿元，主要包括长期借款（占 78.23%）和应付债券（占 18.08%）。

2013~2015 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 22.96%，主要系随着公司地铁建设的推进，融资需求增长所致。截至 2015 年底，公司长期借款余额 155.35 亿元，较 2015 年初增长 15.19%，主要系新增质押借款 14.08 亿元和保证借款 10.00 亿元所致。

2015 年公司新增 6.47 亿元长期应付款，主要为公司地铁项目管理分公司与工银金融租赁有限公司签订融资租赁合同，应付工银租赁融资租赁款项 5.99 亿元。

2013~2015 年公司有息债务规模快速增长，年均复合增长 34.63%。截至 2015 年底公司债务总额为 198.78 亿元，其中，短期债务占比 0.55%，长期债务占比 99.45%，公司债务以长期债务为主，符合地铁建设回收期长的特征。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。2013~2015 年，随着公司债务规模的增加，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呈持续上升趋势，截至 2015 年底分别为 47.57%、43.66%和 43.52%。公司整体债务负担较轻。

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。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益稳定增长，年复合增长率为 13.42%，主要是公司资本公积和未分配利润增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益为 248.17 亿元（包含少数股东权益 1.10 亿元），其中，实收资本占比 9.77%，资本公积占比 78.64%，盈余公积占比 1.04%，未分配利润占比 10.11%。

截至 2015 年底，公司资本公积 195.16 亿元，较 2014 年增加 31.60 亿元，主要为：2015 年 5 月 6 日，根据南昌市国有资产监督管理委员会《洪国资产权字[2015]9 号》文件，关于将西湖区朝阳住宅小区 31 栋 1 单元 142 室等 2 套解困房产权划回原单位，下账房产 64.76 万元；2015 年 8 月 15 日，根据南昌市人民政府办公厅抄告单《洪府厅抄字[2015]642 号》文件，市财政局拨付 4.40 亿元建设资本金；2015 年 8 月 31 日，根据国开发展基金投资协议及 2016 年 1 月 20 日南昌市国有资产监督管理委员会文件洪国资字[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》，国开发展基金公司投入 16 亿元资金，其中 1.75 亿元计入实收资本，14.25 亿元计入资本公积；2015 年 9 月 2 日，根据南昌市财政局《洪财预文[2015]189 号》，市财政安排 3.00 亿元用于补充轨道资本金；2015 年 10 月 10 日，根据南昌市人民政府办公厅抄告单《洪府厅抄字[2015]656 号》文件，市财政局拨付给公司 10 亿元建设资本金。

总体看，公司所有者权益结构稳定性好。

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。2013~2015 年，公司营业收入快速增长，截至 2015 年底为 6.93 亿元。

从期间费用看，2013~2015 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 91.60%，主要系管理费用增长所致。截至 2015 年底，公司期间费用合计 1.55 亿元，其中销售费用 0.43 亿元（占 27.69%），同比增长 270.62%，主要系南轨资产和兰叶新材产生的销售费用增长所致；管理费用 1.14 亿元（占 73.32%），同比增长 26.59%，主要系职工薪酬和折旧费增长所致；财务费用由 2014 年的 0.11 亿元下降到 2015 年的 -0.02 亿元（占 -1.00%），对期间费用的影响较小。

2013~2015 年，公司营业外收入分别为 9.41 亿元、6.33 亿元和 6.62 亿元，分别占公司利润总额的 68.35%、133.98%和 88.59%。公司营业外收入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，可持续性较强。整体看，公司营业外收入可持续性较强，公司利润总额对营业外收入的依赖性较强。

从盈利指标上来看，由于 2013 年金轨公司资产划转，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%。2015 年营业收入为 6.93 亿元，同比大幅增长 64.35%，主要系子公司南轨资产及孙公司兰叶新材销售增加所致。公司近三年的营业利润率指标可比性较好，2015 年为 30.85%。近三年，公司总资本收益率波动下降，净资产收益率波动上升，三年均值分别为 2.35%和 3.49%，2015 年分别为 1.64%和 2.91%。

从盈利指标来看，2013~2015 年，随着公司营业成本的增长，公司营业利润率呈下降趋势，分别为 45.46%、45.25%和 30.85%，但仍处于较高水平。2013~2015 年，受公司净利润波动下降影响，公司总资本收益率和净资产收益率均呈波动下降趋势，总资本收益率分别为 6.54%、1.62%和

1.86%、净资产收益率分别为 4.94%、2.52%和 3.17%；受公司利润总额波动下降影响，公司总资产报酬率波动下降，近三年分别为 6.47%、1.44%和 1.82%。整体上看，公司整体盈利能力有待提高。

总体看，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，2013~2015 年，受销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金共同影响，公司经营活动产生的现金流入波动下降，三年分别为 23.15 亿元、30.90 亿元和 16.99 亿元，2015 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 11.10 亿元，主要是往来款 3.42 亿元、财政补贴资金 6.62 亿元。2013~2015 年，公司经营活动现金流出波动下降，三年分别为 15.55 亿元、24.03 亿元和 8.74 亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金波动下降所致，2015 年，公司支付其他与经营活动有关的现金 1.10 亿元，同比大幅下降 93.41%，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 7.60 亿元、6.87 亿元和 8.25 亿元。从现金收入实现质量方面来看，2015 年公司费用收入比为 85.02%，较 2014 年上升 7.39 个百分点，现金收入质量有所提升。

投资活动方面，2013~2015 年，公司投资活动现金流入分别为 0.36 亿元、0.15 亿元和 32.08 亿元，其中 2015 年投资活动现金流入规模较大，主要系理财产品到期使公司收到的现金大幅增长所致；公司投资活动现金流出分别为 32.85 亿元、35.40 亿元和 112.25 亿元，其中 2015 年流出规模较大，主要系公司购买理财产品 65.00 亿元所致。近三年，投资活动产生的现金流量净额分别为 -32.48 亿元、-35.25 亿元和 -80.17 亿元。

筹资活动方面，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入分别为 49.05 亿元、45.70 亿元和 115.07 亿元，其中 2015 年筹资活动现金流入规模较大，主要系公司长期借款及公司发行“15 洪轨债 02”所致，2015 年收到其他与筹资活动有关的现金 3.67 亿元，其中 3.00 亿元为南昌市政府拨付的地铁项目建设资金；公司筹资活动现金流出分别为 20.72 亿元、16.18 亿元和 33.50 亿元，主要系偿还债务支付的现金波动所致。公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 28.32 亿元、29.52 亿元和 81.57 亿元。

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，2013~2015 年，受益于公司流动资产规模的扩大，公司流动比率和速动比率均呈上升趋势，流动比率近三年分别为 2.06 倍、2.38 倍和 3.57 倍；速动比率分别为 0.67 倍、1.20 倍和 2.56 倍；近三年，公司现金短期债务比分别为 1.87 倍、39.35 倍和 22.67 倍。总体看，公司短期债务较少，货币资金充裕，短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2013~2015 年公司 EBITDA 波动下降，近三年分别为 15.36 亿元、6.79 亿元和 9.48 亿元，其中 2015 年 EBITDA 由折旧（占 5.04%）、摊销（占 1.79%）、计入财务费用

的利息支出（占 1.39%）和利润总额（占 91.78%）构成；同期受 EBITDA 波动影响，公司 EBITDA 利息倍数波动下降，近三年分别为 122.98 倍、30.17 倍和 72.07 倍。近三年，随着公司债务规模的扩大，公司 EBITDA 对债务的覆盖能力有所下降，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.13 倍、0.04 倍和 0.04 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖能力有待提高，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，综合以上，公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 4 月底，南昌地铁 1 号线项目总授信额度为 196.20 亿元，总计已使用额度为 139.27 亿元，未使用额度为 56.93 亿元；地铁 2 号线项目总计获得人民币贷款 151.00 亿元，已使用额度为 57.69 亿元，未使用额度为 93.31 亿元。此外，地铁 2 号线项目已经获得了世界银行 2.50 亿美元的贷款，目前公司已实际提款 2.99 亿人民币。总体看，公司融资渠道畅通，外部资金支持充裕。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10440306001166004），截至 2016 年 4 月 26 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力指标虽有待提高，但考虑到公司受到政府支持力度较大，公司整体偿债能力较强。

八、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 5 亿元，在公司赎回前长期存续，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。发行后将在现有全部债务的基础上增加 5 亿元有息债务，占 2015 年底公司长期债务的 2.61%、公司全部债务的 2.60%，对现有债务影响小。

截至 2015 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 47.57%、43.66%和 43.52%，以 2015 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 48.12%、44.29%和 44.16%。本期公司债券的发行对公司整体债务规模和结构有一定程度影响。本期公司债券发行后，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2013~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为 23.15 亿元、30.90 亿元和 16.99 亿元，分别为本期债券发行额度的 4.63 倍、6.18 倍和 3.40 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强；2013~2015 年公司 EBITDA 分别为 13.90 亿元、5.21 亿元和 8.14 亿元，分别为本期债券发行额度的 2.80 倍、1.04 倍和 1.63 倍。

总体看，本期债券发行后，公司债务负担将有所加重，但仍处于较低水平。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券保障较强，且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很低。

九、债权保护条款

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及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。

总体看，本期债券偿债资金主要来源于项目收益，在债券存续期内，项目收入对本期债券的本息覆盖程度一般，但考虑到公司自身的偿债能力以及政府对公司的有力支持。综合分析，本期债券到期不能偿还的风险低。

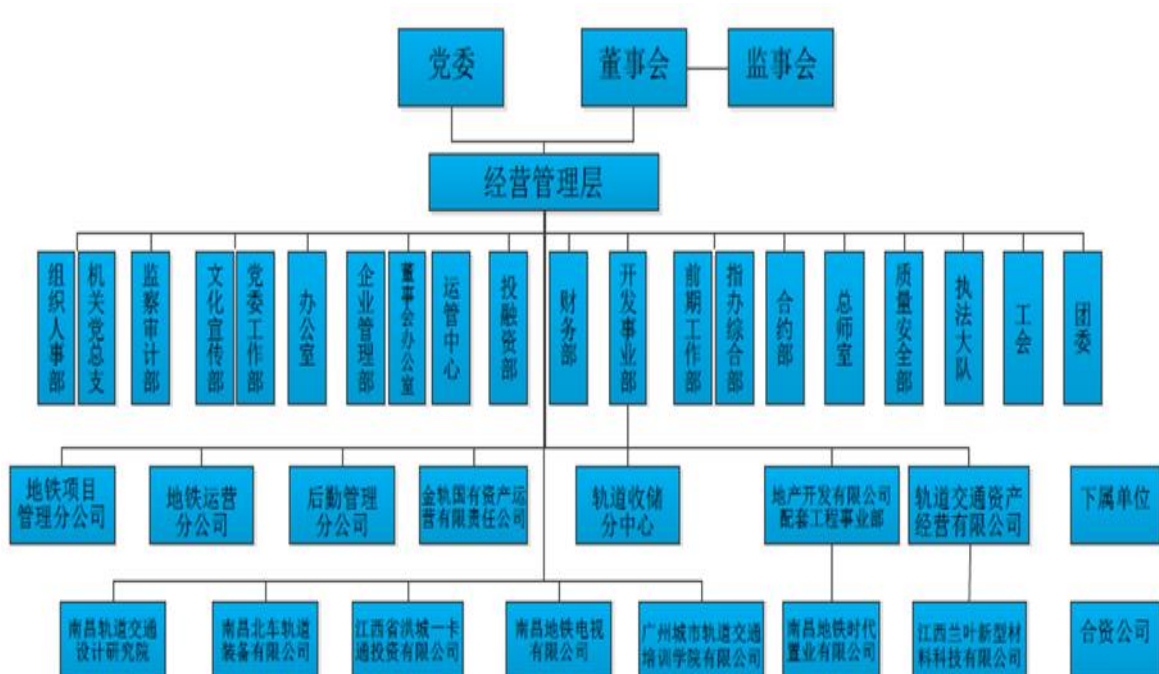
十、综合评价

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，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，公司经营活动现金流入量对本期债券保障较强，EBITDA、经营活动现金净流量对本期债券的保障能力一般。并且考虑到，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，本期公司债务到期不能偿付的风险很低。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券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很低，安全性很高。

附件 1 南昌轨道交通集团有限公司组织结构图



附件 2 南昌轨道交通集团有限公司
2013 年~2015 年主要财务指标（单位：人民币亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额	317.63	361.70	473.35
所有者权益	192.92	207.58	248.17
短期债务	6.92	0.36	1.06
长期债务	102.75	134.87	191.25
全部债务	109.67	135.23	192.31
营业收入	1.22	4.22	6.93
净利润	13.76	4.72	7.48
EBITDA	15.36	6.79	9.48
经营性净现金流	7.60	6.87	8.25
应收账款周转次数（次）	0.83	6.64	4.14
存货周转次数（次）	0.03	0.07	0.18
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.02
现金收入比率（%）	135.38	77.63	85.02
总资本收益率（%）	4.70	1.98	1.97
总资产报酬率（%）	6.47	1.44	1.82
净资产收益率（%）	6.56	2.43	2.91
营业利润率（%）	45.46	45.25	30.85
费用收入比（%）	34.50	26.60	22.35
资产负债率（%）	39.26	42.61	47.57
全部债务资本化比率（%）	36.24	39.45	43.66
长期债务资本化比率（%）	34.75	39.38	43.52
EBITDA 利息倍数（倍）	9.76	3.88	6.54
EBITDA 全部债务比（倍）	7.14	19.92	20.28
流动比率（倍）	205.96	238.11	357.24
速动比率（倍）	66.98	120.49	256.15
现金短期债务比（倍）	1.87	39.35	22.67
经营现金流动负债比率（%）	36.36	36.79	31.04
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.07	1.36	1.90

附件 3 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%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 ×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%
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

附件 4 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。