

# 信用等级公告

联合〔2019〕1387号

联合资信评估有限公司通过对南京地铁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，确定维持南京地铁集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“15宁地铁MTN001”“16南京地铁债/16宁地铁”“18南京地铁MTN001”“18南京地铁债/18宁地铁”和“19南京地铁GN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



# 南京地铁集团有限公司跟踪评级报告

## 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AAA

上次主体长期信用等级: AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15宁地铁MTN001	20.00亿元	2020/7/17	AAA	AAA
16南京地铁债/16宁地铁	26.00亿元	2023/08/29	AAA	AAA
18南京地铁MTN001	20.00亿元	2023/03/05	AAA	AAA
18南京地铁债/18宁地铁	26.00亿元	2023/11/28	AAA	AAA
19南京地铁GN001	20.00亿元	2024/03/14	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019年6月14日

## 财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
现金类资产(亿元)	114.49	69.14	95.18	150.74
资产总额(亿元)	1476.96	1584.45	1771.97	1871.46
所有者权益(亿元)	485.02	581.95	644.07	664.71
短期债务(亿元)	56.99	88.36	95.51	104.31
长期债务(亿元)	762.60	780.04	880.26	929.45
全部债务(亿元)	819.59	868.40	975.77	1033.76
营业收入(亿元)	17.52	20.08	21.64	5.74
利润总额(亿元)	2.32	2.07	2.80	0.42
EBITDA(亿元)	13.81	14.37	16.92	--
经营性净现金流(亿元)	18.91	14.73	2.29	1.00
营业利润率(%)	-61.84	-61.13	-80.69	-84.44
净资产收益率(%)	0.45	0.33	0.34	--
资产负债率(%)	67.16	63.27	63.65	64.48
全部债务资本化比率(%)	62.82	59.88	60.24	60.86
流动比率(%)	186.34	178.40	169.94	179.71
经营现金流动负债比(%)	15.81	10.48	1.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	59.37	60.41	57.69	--

注: 2016~2017年财务数据根据审计报告中前期差错更正进行追溯调整; 公司2019年1~3月财务报表未经审计

分析师: 唐立倩 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

## 评级观点

南京地铁集团有限公司(以下简称“公司”)是负责南京市地铁项目投资建设、运营管理及资源开发的重要主体, 具有较强的建设运营管理能力和资源综合开发能力。跟踪期内, 南京市区域经济和政府财力稳定增长, 公司在项目资本金和运营补贴等方面持续获得较大的外部支持; 随着多条新线路运营逐步成熟, 公司运营收入持续增长。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 地铁项目建设周期长、投资回收慢、盈利能力较弱以及公司债务规模不断扩张等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司运营规模效应和线网效应逐步显现, 地铁资源开发模式日趋成熟, 未来盈利能力将有望得到改善; 同时, 公司持续获得项目资本金及运营补贴支持, 对经营形成良好保障。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合分析, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA, 并维持“15宁地铁MTN001”“16南京地铁债/16宁地铁”“18南京地铁MTN001”“18南京地铁债/18宁地铁”和“19南京地铁GN001”的信用等级为AAA, 评级展望为稳定。

## 优势

- 跟踪期内, 南京市区域经济实力和财政实力持续增强, 对公司提供强有力的支持。
- 跟踪期内, 公司在项目资本金、运营补贴和政府债务置换等方面持续获得较大的外部支持。
- 跟踪期内, 公司新线陆续投运, 路网效应增强, 运营收入持续增长。

## 关注

- 跟踪期内, 公司地铁运营持续亏损, 整体盈利能力较弱, 公司利润对财政补贴依赖高。

2. 跟踪期内，公司其他应收款仍保持较快增长，土地市场状况和房地产调控对公司“轨道+物业”资金平衡模式形成一定影响。
3. 公司债务规模较大，目前多条线路仍处于建设阶段，依然面临较大投资需求，未来债务规模仍将维持在较高水平。

## 声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

# 南京地铁集团有限公司跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于南京地铁集团有限公司（以下简称“公司”或“南京地铁”）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，公司实际控制人未发生变化，仍为南京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南京市国资委”）。2018年9月，厦门信托和紫金信托向南京市国资委受让其所持公司全部股权。<sup>1</sup>截至2019年3月底，公司公司注册资本和实收资本仍为276.72亿元，信托所持股权已全部退出，南京市国资委、国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）<sup>2</sup>分别持有公司92.82%和7.18%的股份。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2019年3月底，共有一级子公司7家。公司总部内设办公室、规划发展部、财务部、人力资源部等12个管理部门，合并范围员工共计13745人。

截至2018年底，公司合并资产总额1771.97亿元，所有者权益合计644.07亿元（其中少数股东权益71.41亿元）；2018年，公司实现营业收入21.64亿元，利润总额2.80亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额为1871.46亿元，所有者权益合计为664.71亿元（其中少数股东权益76.98亿元）；2019年

1~3月，公司实现营业收入5.74亿元，利润总额0.42亿元。

公司注册地址：南京市玄武区中山路228号地铁大厦；法定代表人：余才高。

## 三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年5月底，联合资信所评“15宁地铁MTN001”“16南京地铁债/16宁地铁”“18南京地铁MTN001”“18南京地铁债/18宁地铁”和“19南京地铁GN001”尚需偿还债券余额合计112.00亿元（详见表1），跟踪期内，“15宁地铁MTN001”“16南京地铁债/16宁地铁”和“18南京地铁MTN001”已按期支付债券利息，公司既往付息情况良好。

募集资金使用方面，截至2019年5月底，“15宁地铁MTN001”和“18南京地铁MTN001”募集资金均已全部用于偿还银行借款；“16南京地铁债/16宁地铁”募集资金中的10亿元已全部用于补充营运资金，16亿元已全部用于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段项目（以下简称“募投项目”）建设；“18南京地铁债/18宁地铁”募集资金中2.13亿元已用于补充营运资金，14.75亿元已用于募投项目（与“16南京地铁债/16宁地铁”为同一项目）建设，“19南京地铁GN001”募集资金中14.75亿元已按计划偿还借款。

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	到期兑付日
15宁地铁MTN001	20.00	20.00	2015/07/17	2020/7/17
16南京地铁债/16宁地铁	26.00	26.00	2016/08/29	2023/08/29
18南京地铁MTN001	20.00	20.00	2018/03/05	2023/03/05
18南京地铁债/18宁地铁	26.00	26.00	2018/11/28	2023/11/28
19南京地铁GN001	20.00	20.00	2019/03/14	2024/03/14
合计	112.00	112.00	--	--

资料来源：联合资信整理

<sup>1</sup>厦门信托和紫金信托2012年以其各自设立的信托资金共同向公司进行股权投资，金额合计50亿元（厦门信托40亿元，紫金信托10亿元），期限为6年。根据南京市国资委、厦门信托和紫金信托签订的《股权转让协议》（XMXT-NJDT[转]字第1201号）的约定，于2016年、2017年、2018年分三年进行股权转让。

<sup>2</sup>根据《国开发展基金投资合同》，国开基金注入的股权资金用途为投资南京地铁五号线工程项目，国开基金以货币资金方式分次共增资284000万元，其中198800万元计入注册资本，投资期限为20年，将于2034年、2035年、2036年由南京市国资委进行股权转让。

跟踪债券募投项目总投资 115.16 亿元, 截至 2019 年 5 月底项目已完工, 已使用募集资金 30.75 亿元。

#### 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、房地产和广告业的发展, 形成“地铁经济带”, 产生明显的经济效益。

###### (1) 行业发展概况

改革开放以来, 中国城市化进程逐步加快, 城市人口也相应增长, 2018年中国城镇常住人口8.31亿人, 城镇人口占总人口比重(城镇化率)为59.58%, 这使得大中城市的交通形势日趋严峻。为了解决交通拥堵, 提高环境质

量, “十五”期间, 国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要, 并作为拉动国民经济, 特别是大城市经济持续发展的重大战略。

近年来, 全国多城市地铁在建, 国内轨道交通事业迅猛发展。近五年运营里程翻倍, 完成投资约1.5万亿。根据《城市轨道交通2018年度统计和分析报告》, 截至2018年底, 中国内地累计有35个城市建成投运城市轨道交通线路, 共计185条线路, 运营线路总长度达5761.4公里, 共有7种制式同时在运营。其中, 地铁4354.3公里, 占比75.6%; 轻轨255.4公里, 占比4.4%; 单轨98.5公里, 占比1.7%; 市域快轨656.5公里, 占比11.4%; 现代有轨电车328.7公里, 占比5.7%; 磁浮交通57.9公里, 占比1.0%; APM10.2公里, 占比0.2%。

图1 2012~2018年中国城市轨道交通运营里程



资料来源: 联合资信整理

图2 截至2018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: 联合资信整理

2018年, 中国城市轨道交通完成投资5470.2亿元, 同比增长14.9%。在建线路总规模6374公里, 同比增长2.0%, 其中北京、广州两

市建设规模超过400公里, 成都、武汉、杭州3市建设规模超过300公里。截至2018年底, 中国共有63个城市的城轨线网规划获批(含地方

政府批复的19个城市），其中，城轨交通线网建设规划正在实施的城市共计61个，在实施的建设规划线路总长7611公里（不含已开通运营线路），其中，国家发改委审批共44个城市规划线路，总计6864.4公里，占比90.2%，总投资达38911.1亿元。上海、北京、广州、杭州、深圳、武汉6市投资计划均超过2000亿元，6市规划线路投资总额达15438.8亿元。

未来30年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。“十三五”期间，预计新增通车里程超过4000公里，同比增长100%，投资将超过2万亿元，预计到2020年，中国轨道交通运营里程将达到7700公里。

#### （2）行业竞争概况

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

由于轨道交通只能服务于特定的区域，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，具有自然垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况、人口规模及城镇化水平等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也相对较早，目前的线路网初具规模，而内地二线城市目前还处于建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来轨道交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

#### （3）轨道交通建设投融资模式分析

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

的模式。

在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在30~40%左右，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业通过贷款、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）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场定价，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政府的财政补贴。

中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资将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，实现中国城轨交通行业可持续发展。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提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

#### （4）行业关注

面对城市轨道交通行业发展形势，规模经济约束、价格水平较低、原材料价格波动、资金不足等矛盾突出，成为行业持续健康发展的重点关注因素。

##### ① 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，中国轨道交通占城市公共交通运量不高，主要由于线网效应不明显，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较

高，中国大部分城市地铁运营环节均处于亏损状态。

② 价格水平较低，难以维持正常运营

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

③ 原材料价格波动对成本影响大

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

④ 资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇传统筹资难度增大的双重压力。从投入需求看，

建设规模和运营规模不断扩大，建设资金和运营费用大幅增加。从筹资能力看，贯彻《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》精神，要严防金融风险，严控过度举债；加之原先作为重要筹资手段的城市可转让土地受到国家政策控制，将对地方政府资金收入产生较大影响。因此，能否在防范金融风险的把控下进一步引入市场机制，扩充筹资渠道，成为城市轨道交通可持续发展的重要条件。

（5）行业政策

城市轨道交通行业特点之一是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大，一旦决策失误，其损失将不可估量，所以城市轨道交通建设门槛很高，国家和地方政府已出台一系列政策来保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表 2 城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发表单位	发布日期
1	《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》(国办发〔2003〕81号)	国务院	2003.09
2	《住房城乡建设部关于加强城市轨道交通线网规划编制的通知》(建城〔2014〕169号)	住建部	2014.11
3	《关于做好城市轨道交通项目环境影响评价工作的通知》(环办〔2014〕117号)	环保部	2014.12
4	《国家发展改革委关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》(发改基础〔2015〕49号)	发改委	2015.01
5	国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知(国发〔2015〕51号)	国务院	2015.09
6	《国家发展改革委、住房城乡建设部关于优化完善城市轨道交通建设规划审批程序的通知》(发改基础〔2015〕2506号)	发改委、住建部	2015.12
7	《城市公共交通“十三五”发展纲要》	交通运输部	2016.07
8	《交通基础设施建设重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	2016.11.
9	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016年本）的通知》(国发〔2016〕72号)	国务院	2016.12
10	《国家发展改革委关于进一步下放政府投资项目审批权的通知》(发改基础〔2017〕189号)	发改委	2017.01
11	国家发改委、教育部、人社部关于加强城市轨道交通人才建设的指导意见(发改基础〔2017〕74号)	发改委、教育部、人社部	2017.01
12	《十三五现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2017.02
13	关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见(发改基础〔2017〕1173号)	发改委、住建部、交通部、铁路局、铁总	2017.06
14	《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)发布	国务院	2018.07
15	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08

资料来源：联合资信整理

（6）行业发展

中国宏观经济稳定运行及城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。目前在国外大都市中，其高峰时段城市轨道交通占公

共交通出行的比重高达 60%以上，而在我国北京、上海等轨道交通最发达的城市，该项比例仅为 30%左右；国外的地铁承运率已经达到 70%~80%，而目前我国只有 40%，提升空间很大。

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

“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，预计新建3500公里左右，相当于前50年的总和，2020年底全国城市轨道交通运营线路预计7000公里左右，2025年底将超过1万公里，2030年底可能接近1.5万公里。

但在快速发展过程中，城市轨道交通线路新建申报要求将更加严格和全面，便于促进该行业的健康持续。《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，并指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，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。这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每小时3万人次以上、1万人次以上（以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整），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，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

## 2. 区域经济环境

公司是南京市轨道交通投资建设、运营管理及资源开发的重要实施主体。南京市的经济水平及未来发展规划对公司发展影响较大。

**跟踪期内，南京市经济持续发展，经济实力强，三产结构合理，人均可支配收入持续增长，城市总体竞争力很强。**

2016~2018年，南京市国内生产总值持续较快增长，年均复合增长10.48%。2018年，南京市实现地区生产总值12820.40亿元，同比增长8.00%；按常住人口计算人均生产总值达到15.20万元。其中，第一产业增加值273.42亿元，增长0.60%；第二产业增加值4721.61亿元，增长6.50%；第三产业增加值7825.37亿元，增长9.10%。三次产业结构由2017年的2.3:38.0:59.7调整为2.13:36.83:61.04。2018年，南京市完成全社会固定资产投资4718.05亿元，按不变价计算比上年增长8.50%，三次产业投资比例为0.14:19.64:80.22。

截至2018年底，南京市常住人口843.62万人，比上年底增加10.12万人，南京市全体居民人均可支配收入52916元，比上年增长9.10%。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为276.72亿元，公司控股股东和实际控制人均为南京市国资委，持股比例为92.82%。

### 2. 外部支持

**公司实际控制人为南京市国资委；南京市财政实力强，公司在增资、项目建设资本金、运营补贴方面持续获得大力支持。**

2018年，南京市完成一般公共预算收入

1470亿元，同口径增长11.1%。其中税收收入1242.5亿元，同口径增长13.3%，占一般公共预算收入的84.52%，财政收入质量高。全年一般公共预算支出1532.7亿元，比上年增长13.2%，财政自给率为95.91%，财政自给能力好。总体看，南京市财政实力强。

由于城市轨道交通业具有较强的准公共产品特征，且建设投资额大，加之票价由政府制定，因此投入运营后通常都会亏损，以上因素决定了政府需要通过相应的机制平衡地铁项目建设及运营资金投入。

#### 项目资本金支持

公司地铁项目建设资金主要采取“政府资本金投入+市场化融资”方式筹集，其中项目资本金按照“市区共建”原则，由沿线各区与市本级根据站点比例分担。

2018年及2019年1~3月，公司获得的市区两级财政拨款合计分别为77.42亿元和28.41亿元，具体见下表。

表3 2016~2019年3月公司获得资金拨款情况  
(单位:万元)

年份	市级财政拨款	税费返还	区级拨款	合计
2016年	287920	7550.00	8580.96	<b>304050.96</b>
2017年	312700	0.00	147600.00	<b>460300.00</b>
2018年	416700	0.00	357526	<b>774226.00</b>
2019年1~3月	231500	0.00	52600	<b>284100.00</b>

注:公司税收返还主要来自市级营业税返还,受营改增影响,2017年起公司不再获得税收返还资金

资料来源:公司提供

南京市人民政府将轨道交通场站周边500米×500米范围划定为“轨道交通场站综合开发特定规划区”(以下简称“规划区”),其中200米×200米范围划定为“轨道交通场站综合开发核心区”(以下简称“核心区”)。轨道交通场站及周边土地收益应当用于支持轨道交通可持续发展。除上述划定的规划区及核心区范围内土地外,截至2019年3月底,南京市人民政府明确专项用于平衡各地铁项目建设的一级开发土地合计共67065亩。

#### 债务置换

截至2014年底,经审计认定的公司存量政府债务(一类债)总额为149.78亿元。2018年15.46亿元债务进行置换,在资产负债表中的资本公积和现金流量表中的吸收投资所收到的现金中体现。截至2018年底,公司政府债务余额10亿元,将根据置换债券发行计划置换。

#### 财政补贴

2018年及2019年1~3月,公司获得政府合计补贴资金(包括票务补贴)分别为20.12亿元和5.84亿元,未到款运营补贴反映在“其他应收款”,2018年底为2.10亿元。

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。

### 3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好;未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的《企业信用报告》(银行版,机构信用代码证:G10320102005685609)。截至2019年5月8日,公司已结清和未结清信贷中无关注类和不良类信贷,公司过往债务履约情况良好。

截至2019年5月30日,未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

### 六、管理分析

公司按现代企业制度要求设有股东会、董事会、监事会和经营管理层,跟踪期内公司治理结构无重大变化,并按要求召开会议,治理结构运行良好。

公司总部新设纪律监察室、工会工作部两个部门,内设管理部门数量由10个增加至12个。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,跟踪期内,公司管理体制无重大变化。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

**跟踪期内，公司收入构成未发生明显变化，随着多条线路投运，地铁路网效应增强，运营收入有所增长。**

2018年，公司实现主营业务收入20.78亿元，同比增长8.29%，主要系跟踪期间地铁4号线转入正式运营期，以及S7线投入试运营，路网效应进一步显现，带动运营收入增长所致，公司运营收入占主营业务的比重上升至

76.47%。租赁、广告、服务等资源开发板块对公司收入形成有益补充。

随着新线投运，折旧及管理成本扩大导致运营业务毛利率持续下降，2018年公司主营业务毛利率进一步降至-84.64%，其中运营业务毛利率下降23.64个百分点至-134.00%。

2019年1~3月，公司实现主营业务收入5.32亿元，为2018年的25.60%，随着4号线正式运营，运营收入持续增长。2019年1~3月，公司主营业务毛利率为-93.92%。

表4 2016~2019年3月公司主营业务收入情况（单位:亿元、%）

业务项目	2016年			2017年			2018年			2019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	收入	占比	毛利率
运营收入	12.75	75.70	-105.96	14.35	74.76	-110.36	15.89	76.47	-134.00	4.10	77.02	-146.03
广告	1.40	8.29	99.97	1.67	8.70	98.37	0.95	4.58	99.59	0.09	1.76	97.11
租赁	1.49	8.84	58.71	1.76	9.18	83.55	2.06	9.91	80.48	0.67	12.60	92.11
服务	0.41	2.46	98.34	0.31	1.64	67.17	1.08	5.20	95.46	0.09	1.74	100.00
物业管理	0.14	0.84	-232.35	0.24	1.25	-74.57	0.14	0.65	-262.92	0.08	1.46	-90.14
施工工程	0.19	1.12	72.41	0.16	0.84	30.42	--	--	--	0.24	4.59	100.00
咨询监测	0.46	2.76	52.95	0.70	3.64	59.67	0.66	3.19	64.44	0.04	0.80	23.55
<b>主营业务合计</b>	<b>16.85</b>	<b>100.00</b>	<b>-64.00</b>	<b>19.20</b>	<b>100.00</b>	<b>-63.69</b>	<b>20.78</b>	<b>100.00</b>	<b>-84.64</b>	<b>5.32</b>	<b>100.00</b>	<b>-93.92</b>

资料来源：审计报告及公司提供。

### 2. 主营业务分析

**跟踪期内，公司1条线路完工投运，地铁路网不断完善，运营质量水平较高，受4号线结束试运营开始计提折旧影响，公司运营板块持续亏损。考虑到南京地铁票价于2019年3月底执行新一轮调价，未来公司运营毛利率有望改善。**

#### 运营概况

截至2019年3月底，公司运营10条线路，具体包括：1号线（含南延线）、2号线（含东延线）、10号线、机场线、宁天城际一期和3号线、4号线、S3号线、S9号线和宁溧线，其中，宁溧线为试运营，未转固定资产。跟踪期间，4号线结束试运营转入正式运营期，宁溧线于完工后投入试运营。

表5 截至2019年3月底公司已运营地铁项目概况（单位：公里、亿元、个）

序号	线路	起讫站	完工时间	线路长度	总投资	车站数量
1	1号线（含南延线）	迈皋桥-中国药科大学	2005年9月；2010年5月（南延线部分）	38.9	167.56	27
2	2号线（含东延线）	油坊桥-经天路	2010年5月；2007年10月（东延部分）	37.6	153.21	26
3	10号线	雨山路-安德门	2014年7月	21.6	101.25	14
4	机场线	南京南站-空港新城江宁站	2014年7月	35.8	112.88	8
5	宁天城际一期	泰山新村-金牛湖	2014年8月	45.2	121.39	17
6	3号线	秣周东路	2015年4月	44.9	255.77	29
7	4号线	龙江-仙林湖	2017年1月	33.8	207.84	18

8	S3 号线(又称宁和城际一期)	南京南站---高家冲	2017 年 12 月	37.2	172.57	19
9	S9 号线(又称宁高城际二期)	翔宇路南-高淳	2017 年 12 月	52.4	115.16	6
10	S7 (又称宁溧线)	空港新城江宁站--无想山站	2018 年 5 月	30.16	106.69	10
合计				377.6	1514.60	174

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司运营的 10 条线路共有 174 座车站，线路总长 377.6 公里，构成覆盖南京全市 11 个市辖区的地铁网络。公司在运营车型 A 型（车宽 3.0 米）地铁列车地铁列车共计 174 列，并配备行业先进水平的西门子移动闭塞信号管理系统，运营 B 型车 117 列，总共 291 列。

运营收入方面，随着线网培育日趋成熟，公司客运总量逐步增长。2018 年，地铁客运总量为 11.15 亿人次，同比增长 14.12%。2018 年日均客流量约 305.45 万人次，运营票务收入（含试运营线路收入 0.64 亿元）16.53 亿元，同比增长 10.2%，随着新线不断开通及路网效应显现，未来运营票务收入将进一步增长。

轨道交通运营成本主要由资产折旧、人力和能耗构成。跟踪期间，受 4 号线进入正式运营期开始计提折旧影响，地铁运营成本快速增长，2018 年同比增长 23.19% 达 37.19 亿元，主要由资产折旧（占 35.57%）、人力成本（占 37.29%）和能耗成本（占 27.14%）构成。

2019 年 1~3 月，公司实现运营收入 4.10 亿元，为 2018 年全年的 25.77%，毛利率为 -146.03%，考虑到南京地铁票价于 2019 年 3 月底上调，未来公司运营毛利率有望改善。

服务质量方面，公司根据客流增长态势，灵活调整列车运行图，调整后，一号线高峰上线列车达 47 列，共线区段最小间隔维持 2 分 20 秒、南延线最小间隔压缩至 3 分 39 秒；2 号线最高上线列车达 41 列，最小列车间隔 2 分钟 30 秒。公司近三年列车正点率一直在 99.95% 以上。（详见附件 1-3）

#### 地铁票价情况

公司运营票价实行政府定价机制，由政府

物价主管部门举行票价听证以确定票价方案，并报政府批准后实施。南京地铁于 2019 年 3 月 31 日起执行新票价（具体见下表），2 元起步价可乘里程由 10 公里降至 4 公里，4 公里以上部分，票价每增加 1 元的晋级里程为 5、5、7、7、9、11、13、15 公里。相较于中国其他主要城市，本轮价格调整后，南京地铁票价逐步由此前的较低水平趋向合理区间。

表 6 南京地铁票价-乘坐里程表

分段	乘坐里程	票价
1	0≤里程≤4	起步价 2 元
2	4<里程≤14	每 1 元可乘 5 公里
3	14<里程≤28	每 1 元可乘 7 公里
4	28<里程≤37	每 1 元可乘 9 公里
5	37<里程≤48	每 1 元可乘 11 公里
6	48<里程≤61	每 1 元可乘 13 公里
7	61<里程	每 1 元可乘 15 公里

资料来源：宁发改价服字〔2019〕73 号

公司积极开发地铁资源，跟踪期间，广告租赁等非票收入整体规模较为稳定；地铁沿线土地价值上升明显，土地开发及物业开发收益为地铁线路还本付息提供了重要偿债资金来源。

公司资源开发业务主要包括：广告、租赁等授权资源经营、上盖物业开发，以及工程服务、物业管理及咨询监测，相关业务主要由公司本部及子公司南京地铁资源开发有限责任公司（以下简称“资源开发公司”）负责。

2018 年，公司租赁、服务、广告板块分别实现收入 2.06 亿元、1.08 亿元和 0.95 亿元，2018 年公司广告收入下滑主要系该板块进行业态调整，部分广告业务调整至租赁板块；2018 年服务收入增长系由于接口资源收入、项

目代建收入等增加所致。2019年1~3月,公司分别实现租赁、广告和服务收入0.67亿元、0.09亿元和0.09亿元。

为强化公司融资能力和自身盈利能力,南京市政府给予公司部分轨道交通沿线配套土地用于平衡项目建设投入。截至2019年3底,公司获得批复可专项用于平衡地铁项目建设的沿线及上盖物业可开发的土地面积为67065亩。2018年,公司土地出让面积为14.44万平方米,出让金额为50.55亿元,出让均价较高,主要系出让地块位于主城核心区域。2018年,公司收到土地拨款40.67亿元。2019年1~3月,公司土地出让金额1.53亿元,到位土地拨款16.51亿元。总体看,专项土地出让收益可持续作为公司地铁项目建设及运营资金的重要来源。

表7 2016~2019年3月公司地铁专项土地出让情况  
(单位:万平方米、万元/平方米、亿元)

年份	出让面积	出让均价	出让金额	预计土地收益	到位土地款(含以前年度出让收益)
2016年	25.69	3.10	79.63	49.02	54.08
2017年	36.12	1.46	52.71	33.20	15.85
2018年	14.44	3.50	50.55	14.64	40.67
2019年1~3月	2.73	0.56	1.53	0.72	16.51

注:土地出让金额和土地出让收益差额为财政刚性计提直接扣除部分

资料来源:公司提供

上盖物业开发方面,2号线金马路站周边地块由公司摘牌取得后,通过项目公司部分股权转让的方式引入战略投资者进行后续合作开发,公司于2018年实现该项目公司部分股权转让,获得2.01亿元投资收益。未来,公司将更多通过“定向拿地+合作开发”的模式进行上盖物业运作,即公司通过协议拿地和招拍挂(附带开发条件)拿地两种方式取得地铁上盖土地开发权,土地经评估后,以评估作价出资,与业内领先企业组建项目公司共同进行合作开发。上盖物业可供开发空间较大,预计未来将成为公司重要的收益来源之一。

### 3. 未来发展

随着在建线路持续推进,公司未来投资规模仍将持续扩大,公司面临一定的融资压力。

截至2019年3月底,公司共有5号线、1号线北延、7号线、二号线西延、宁句城际和S8南延线6条在建线路,总长度共约130.89公里。二号线西延、宁句城际和S8南延线为跟踪期内新开工线路。公司在建线路计划投资额合计1006.15亿元,目前已累计投资369.33亿元;同时,未来两到三年公司拟启动建设地铁线路包括6号线、3号线三期、9号线一期和10号线二期,计划总投资632.31亿元,未来投资规模将维持在较高水平,公司对外融资需求较大。

表8 截至2019年3月底公司在建地铁项目概况(单位:亿元)

序号	项目	计划投资	项目资本金	已到位资本金	建设期	已投资(形象进度)	计划投资		
							2019年4~12月	2020年	2021年
1	5号线	339.70	135.90	82.57	2016~2021	167.30	50.00	70.00	52.40
2	1号线北延	74.25	28.53	4.00	2017~2021	27.10	15.00	20.00	12.15
3	7号线	319.77	95.93	27.45	2017~2022	79.50	50.00	60.00	130.27
4	二号线西延	47.95	19.18	1.00	2018~2022	13.50	7.00	10.00	17.45
5	宁句城际	209.75	83.90	2.50	2018~2023	12.80	20.00	30.00	146.95
6	S8南延线	14.73	5.89	0.45	2018~2021	3.30	3.00	5.00	3.43
<b>合计</b>		<b>1006.15</b>	<b>369.33</b>	<b>117.97</b>	--	<b>303.50</b>	<b>145.00</b>	<b>195.00</b>	<b>362.65</b>

注:1、5号线的投资额含集团自建部分和PPP项目公司投资建设部分;2、已投资额根据项目形象进度核算,其中试运行阶段的S3、S9和S7号线未在上表统计

资料来源:公司提供

表 9 截至 2019 年 3 月底公司拟建地铁项目概况 (单位: 公里、亿元)

序号	线路	起讫站	实施年度	线路长度	总投资	拟融资金额
1	6 号线	栖霞山—南京南	2019~2023	32.37	310.87	186.52
2	3 号线三期	吉印大道—秣陵街道	2019~2023	6.60	21.50	12.90
3	9 号线一期	丹霞路—滨江公园	2019~2022	16.68	194.04	116.42
4	10 号线二期	安德门—石扬东路	2019~2023	13.87	105.90	63.54
合计				69.52	632.31	379.38

资料来源: 公司提供

## 八、财务分析

公司提供了 2018 年合并财务报表, 北京永拓会计师事务所对报表进行审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论; 公司提供的 2019 年 1 季度报表未经审计。

2018 年, 公司合并范围新增 1 家一级子公司, 为江苏苏宁句轨道交通有限公司 (以下简称“宁句轨道”), 公司持股比例 58.70%; 2019 年 1~3 月, 公司合并范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底, 公司合并范围内拥有 7 家一级子公

司 (详见附件 1-2)。跟踪期内, 合并范围新增子公司为公司投资设立, 整体看, 公司财务数据可比性较强。

### 1. 资产质量

跟踪期内, 随着地铁线路投资逐步增加, 公司资产总额持续增长; 流动资产中其他应收款占比进一步增长, 非流动资产以地铁资产和在建工程为主, 公司资产结构合理, 资产流动性较弱。

表 10 公司主要资产构成 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	114.49	7.75	69.14	4.36	95.18	5.37	150.74	8.05
其他应收款	73.96	5.01	140.33	8.86	187.19	10.56	197.28	10.54
<b>流动资产</b>	<b>222.84</b>	<b>15.09</b>	<b>250.65</b>	<b>15.82</b>	<b>334.39</b>	<b>18.87</b>	<b>406.23</b>	<b>21.71</b>
固定资产	796.84	53.95	777.93	49.10	881.64	49.76	878.39	46.94
在建工程	376.28	25.48	463.24	29.24	456.61	25.77	487.51	26.05
无形资产	74.74	5.06	73.25	4.62	81.74	4.61	81.74	4.37
<b>非流动资产</b>	<b>1254.12</b>	<b>84.91</b>	<b>1333.81</b>	<b>84.18</b>	<b>1437.58</b>	<b>81.13</b>	<b>1465.23</b>	<b>78.29</b>
<b>资产总额</b>	<b>1476.96</b>	<b>100.00</b>	<b>1584.45</b>	<b>100.00</b>	<b>1771.97</b>	<b>100.00</b>	<b>1871.46</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司审计报告及财务报表

截至 2018 年底, 公司资产总额 1771.97 亿元, 较上年底增长 11.83%, 主要系固定资产、其他应收款等增长所致。其中流动资产占 18.87%、非流动资产占 81.13%。

截至 2018 年底, 公司流动资产 334.39 亿元, 同比增长 33.41%, 主要系其他应收款大幅增长所致, 构成上主要以货币资金和其他应收款为主。

截至 2018 年底, 公司货币资金 95.18 亿元, 同比增长 37.67%, 货币资金主要以银行存款

(占比 93.66%)与其他货币资金(占比 6.34%)为主。其中受限资金 6.04 亿元, 全部为保函保证金。截至 2018 年底, 公司存货 16.45 亿元, 同比增长 7.66%, 主要系周转材料和开发产品增加所致。截至 2018 年底, 公司其他应收款为 187.19 亿元, 同比增长 33.40%, 增长主要来自线路转固后的借款利息, 未来将通过土地综合开发收益平衡, 土地市场状况和房地产调控对公司资金平衡模式形成一定影响。公司其他应收款中账龄在 1 年以内的占 45.44%、1~2

年的占 46.04%，整体账龄较短。从欠款单位来看，前五名欠款单位合计占 77.00%，主要为借款利息挂账、委托南京鼓楼房产经营有限公司处置地铁沿线部分房屋形成的往来款和应收运营亏损补贴款等。

表 11 截至 2018 年底公司其他应收账款前五名情况  
(单位: 亿元、%)

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占比
借款利息	融资费用	130.65	3年以内	69.79
南京鼓楼房产经营有限公司	往来款	6.17	2年以内	3.30
南京金干线轨道交通投资公司	借款	3.35	3年以上	1.79
财政补贴	运营亏损补贴	2.10	1年以内	1.12
南京市土地矿产市场管理中心	土地出让保证金	1.88	1年以内	1.00
<b>合计</b>	--	<b>144.15</b>	--	<b>77.00</b>

资料来源: 公司审计报告

截至 2018 年底, 公司非流动资产 1437.58 亿元, 主要以固定资产和在建工程为主; 同比增长 7.78%, 主要系固定资产增长所致。截至 2018 年底, 公司固定资产为 881.64 亿元, 同比增长 13.33%, 主要系地铁四号线试运营到期后由在建工程暂估结转入 142.47 亿元、三号线投资额审计核减 25.87 亿元的综合影响。公司固定资产以房屋及建筑物(占比 71.69%)、机器设备(占比 16.72%)和运输工具(占比 11.45%)为主, 固定资产累计折旧 60.02 亿元。截至 2018 年底, 公司在建工程 456.61 亿元,

较上年底减少 1.43%, 主要系四号线试运营结束后暂估转出(142.47 亿元入固定资产、8.49 亿元入无形资产), 以及在建线路投入增长(主要包括五号线增加 16.12 亿元、七号线 37.97 亿元、宁高城际 14.61 亿元、宁溧城际 14.63 亿元和宁和城际 11.41 亿元)的综合作用。截至 2018 年底, 公司无形资产 81.74 亿元, 同比增长 11.60%, 主要系四号线土地使用权(已付征地拆迁款)转入所致。

截至 2019 年 3 月底, 公司资产总额 1871.46 亿元, 较上年底增长 5.61%, 其中流动资产占比上升至 21.71%。公司货币资金快速增长 58.38% 至 150.74 亿元, 主要系发行债券及长期借款等筹资行为带来的资金增长; 其他应收款 197.28 亿元, 较上年底增长 5.39%, 主要系线路借款利息及应收运营亏损补贴持续增长所致; 固定资产 878.39 亿元, 较上年底变动不大; 在建工程 487.51 亿元, 较上年底增长 6.77%, 系重点在建线路投入持续增长所致。

截至 2019 年 3 月底, 公司受限资产包括保函保证金 6.04 亿元。此外, 公司用于融资租赁的轨道、列车等资产账面原值 108.00 亿元。

## 2. 资本结构

跟踪期内, 受益于政府持续划拨项目资本金, 公司所有者权益持续增长。

2018 年底, 公司所有者权益 644.07 亿元, 同比增长 10.67%, 主要系财政拨款导致资本公积快速增长。

表 12 公司所有者权益主要构成 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	203.71	42.00	276.72	47.50	276.72	42.96	276.72	41.63
资本公积	230.81	47.59	243.91	41.91	269.08	41.78	282.99	42.57
未分配利润	18.95	3.91	21.55	3.70	23.59	3.66	24.75	3.72
归属于母公司权益合计	456.30	94.08	545.26	93.70	572.66	88.91	587.72	88.42
少数股东权益	28.72	5.92	36.69	6.30	71.41	11.09	76.98	11.58
<b>所有者权益合计</b>	<b>485.02</b>	<b>100.00</b>	<b>581.95</b>	<b>100.00</b>	<b>644.07</b>	<b>100.00</b>	<b>664.71</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司审计报告及财务报表

2018年，公司实收资本未发生变化，仍为276.72亿元，厦门信托和紫金信托向南京市国资委受让其所持公司全部股权，信托持股已全部退出。2018年底，公司资本公积269.08亿元，同比增长10.32%，主要系政府持续划拨项目资本金影响。2018年底，公司少数股东权益71.41亿元，同比增长94.65%，主要系合并宁句轨道新增的少数股东权益。

截至2019年3月底，公司实收资本仍为276.72亿元，南京市国资委、国开基金分别持

有公司92.82%、7.18%的股份；公司资本公积282.99亿元，较上年底增长5.17%，主要系拨付的轨道建设资金及专项土地出让收益增加所致；公司少数股东权益同比增长94.65%至76.98亿元，主要系宁句轨道纳入合并范围带动少数股东持股增加所致。

**跟踪期间，公司债务规模持续扩大，债务结构以长期债务为主，债务负担较重。考虑到公司多条线路仍处于建设阶段，依然面临较大投资需求，未来债务规模仍将维持在较高水平。**

表13 公司主要负债构成(单位:亿元、%)

项目	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	32.80	3.31	25.80	2.57	35.85	3.18	44.65	3.70
其他应付款	21.70	2.19	16.29	1.63	32.11	2.85	50.17	4.16
一年内到期的非流动负债	24.19	2.44	62.56	6.24	59.66	5.29	59.66	4.94
其他流动负债	2.47	0.25	3.29	0.33	32.40	2.87	39.92	3.31
<b>流动负债合计</b>	<b>119.59</b>	<b>12.06</b>	<b>140.50</b>	<b>14.01</b>	<b>196.77</b>	<b>17.45</b>	<b>226.05</b>	<b>18.73</b>
长期借款	697.49	70.32	714.71	71.29	769.09	68.19	798.48	66.17
应付债券	65.10	6.56	65.33	6.52	111.17	9.86	130.97	10.85
长期应付款	85.98	8.67	66.04	6.59	45.38	4.02	40.62	3.37
<b>非流动负债合计</b>	<b>872.36</b>	<b>87.94</b>	<b>862.01</b>	<b>85.99</b>	<b>931.13</b>	<b>82.55</b>	<b>980.71</b>	<b>81.27</b>
<b>负债合计</b>	<b>991.94</b>	<b>100.00</b>	<b>1002.50</b>	<b>100.00</b>	<b>1127.90</b>	<b>100.00</b>	<b>1206.76</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告及财务报表

2018年底，公司负债总额1127.90亿元，同比增长12.51%。其中流动负债占17.45%，非流动负债占82.55%，公司债务结构仍以非流动负债为主，符合地铁项目建设周期特点。

2018年底，公司流动负债196.77亿元，同比增长40.05%；公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、其他应付款、其他流动负债和应付账款构成。

截至2018年底，公司短期借款35.85亿元，同比增长38.95%，公司短期借款均为信用借款；公司应付账款27.37亿元，同比减少2.18%，主要为工程款、物资款和设备款；公司其他应付款32.11亿元，同比增长97.08%，主要系与施工单位、设备提供方等的往来款增长所致；公司一年内到期的非流动负债59.66亿元，全部为一年内到期的长期借款；公司其他流动负

债32.40亿元，同比快速增长29.11亿元，主要系公司发行合计金额29亿元的三期超短融所致，票面利率3.60~3.75%。

2018年底，公司非流动负债931.13亿元，同比增长8.02%，主要系长期借款和应付债券增长所致。2018年底，公司长期借款769.09亿元，同比增长7.61%；长期借款中质押借款、保证借款和信用借款分别占58.81%、38.32%和2.87%，质押物为各线路收益权及部分资源开发收入。2018年底，公司应付债券111.17亿元，同比增长70.18%，系发行20亿元5年期“18南京地铁MTN001”（票面利率5.39%）和26亿元5年期“18南京地铁债”（票面利率4.22%）所致。公司长期应付款全部为地铁设备的融资租赁款，2018年底为45.38亿元，同比减少31.27%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 1206.76 亿元，较 2018 年底增长 6.99%，其中流动负债、非流动负债分别占 18.73% 和 81.27%。公司其他应付款 50.17 亿元，较上年底增长 56.27%，主要系往来款及暂借暂收款增长所致。公司长期借款增长 3.82% 至 798.48 亿元、应付债券增长 17.82% 至 130.97 亿元，系公司为配合地铁项目建设进度加大对外融资所致。公司新发债券包括 20 亿元“19 南京地铁 GN001”和金额合计 20 亿元的两期超短融。

随着项目不断推进，公司全部债务快速增长，2018 年底为 975.77 亿元，同比增长 12.36%。将长期应付款中的融资租赁款计入有息债务核算，2018 年底公司调整后全部债务 1050.15 亿元，同比增长 12.38%，其中调整后长期债务占 58.97%。公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率小幅增长至 63.65% 和 61.98%，调整后长期债务资本化比率下降 0.28 个百分点至 58.97%。2019 年 3 月底，公司调整后全部债务 1113.38 亿元，较上年底增长 6.02%，考虑到公司多条线路仍处于建设阶段，面临较大投资需求，未来债务规模仍将维持在较高水平；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 64.48%、62.62% 和 59.34%，整体债务负担较重。截至 2018 年底，公司调整后全部债务于 2019~2023 年到期规模分别为 124.51 亿元、37.66 亿元、43.41 亿元和 46.61 亿元。

### 3. 盈利能力

**跟踪期内，地铁运营业务持续亏损，公司持续获得政府补贴支持，但整体盈利能力仍弱。**

2018 年公司实现营业收入 21.64 亿元，较 2017 年增长 7.73%，主要来自运营收入增长。同期，由于新增线路固定资产计提折旧持续增长，公司营业成本快速增长 20.63%，增速高于营业收入，公司营业利润率持续下滑，2018 年为 -80.69%。

跟踪期内，公司期间费用占营业收入比重较稳定，2018 年，公司期间费用为 2.00 亿元，占营业收入的 9.26%，同比增长 1.49 个百分点，主要系管理费用增长所致。

2018 年，公司获得投资收益 2.02 亿元，主要系转让金马路上盖物业项目公司股权所致，上盖物业开发未来将成为公司重要的收益来源之一。同时，为弥补地铁运营亏损和增强公司盈利能力，政府持续给予公司补贴支持。2018 年，公司其他收益 20.12 亿元，主要为运营补贴 18.31 亿元和其他补贴及税费返还。2018 年，公司实现利润总额 2.80 亿元，利润总额对政府补贴及投资收益依赖大。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为 0.13% 和 0.34%，同比变动不大。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.74 亿元，相当于 2018 年全年的 26.52%，同期营业利润率 -84.44%；公司当期发生期间费用 0.57 亿元，占营业收入的 9.98%；公司获得其他收益 5.84 亿元，主要包括运营亏损补贴 2.85 亿元和综合补贴 2.99 亿元；同期公司利润总额为 0.42 亿元，对政府补贴依赖大。

### 4. 现金流分析

**跟踪期内，公司现金收入质量较好，投资规模较大，公司对外部融资依赖较大。**

2018 年，公司经营活动现金流入 37.36 亿元，同比减少 30.26 亿元，主要系本年度获得的土地出让收益主要用于补充项目资本金，计入吸收投资收到的现金，未在经营活动中体现所致。同期，公司经营活动流出 35.07 亿元，经营性现金流量净额为 2.29 亿元。2018 年，公司现金收入比分别为 120.42%，依然维持在较高水平。

2018 年，公司投资活动现金流出主要包括地铁在建线路投资支付的现金 110.94 亿元，投资支付的现金 28.02 亿元，主要为对地铁项目公司的投资；收回投资收到现金 12.33 亿元，

为信托受益权转让收入。2018年，公司投资活动现金流量净额为-135.30亿元。

2018年，筹资活动现金流入量为349.82亿元，主要为吸收投资所收到的现金和借款收到的现金，其中吸收投资收到的现金为126.87亿元，主要为轨道基金拨款、土地款以及政府债务置换。同期，公司借款及发行债券分别获现148.15亿元和74.76亿元。公司筹资活动现金流出主要反映为偿还债务所支付的现金和分配股利、利润和偿付利息所支付的现金；2018年，公司筹资活动净流入158.96亿元，有效弥补了投资活动现金流出。

2019年1~3月，公司经营活动现金主要以票款收入、补贴收入、营运支出及往来款为主，经营活动现金流量净额1.00亿元。公司投资活动现金流量净额-18.08亿元，主要系在建线上投资流出。公司吸收投资收到现金22.26亿元，主要为政府投入的项目资本金；取得借款及发行债券获现74.00亿元，偿还债务本息支付23.07亿元，筹资活动净流入72.64亿元。

## 5. 偿债能力

**公司现金类资产对短期债务覆盖较好，短期支付能力较强；跟踪期内，公司长期偿债能力有所下滑，但考虑到用于还本付息的配套沿线土地价值较高以及持续的外部支持，公司整体偿债风险极小。**

从短期偿债指标来看，2018年底，公司流动比率和速动比率分别为169.94%和161.58%，同比下降8.46个百分点和5.94个百分点；2018年，公司经营现金流动负债比为1.16%，受经营活动现金流量净额收缩影响同比快速下降9.32个百分点。同期，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别由0.78倍上升至1.00倍。截至2019年3月底，受对外融资带动现金类资产增长影响，公司流动比率、速度比率分别上升至179.71%、171.36%，现金类资产150.74亿元，为短期债务的1.45倍。公司短期支付能力较强。

从长期偿债指标来看，2017~2018年，公司EBITDA分别为14.37亿元和16.92亿元，公司调整后全部债务/EBITDA分别为65.01倍和62.08倍，跟踪期内，公司长期偿债能力有所下滑。

截至2019年3底，专项用于平衡地铁项目建设的沿线及上盖物业可开发土地面积为67065亩，上述土地开发收益用于配套线路的部分资本金投入和还本付息。根据目前南京土地出让均价700万元/亩计算，公司拥有轨道交通土地价值合计4000多亿元，扣除土地成本和各项刚性计提，预计可实现净收益达2000亿元，土地价值大。

截至2019年3月底，公司获得各金融机构的授信额度合计为1204.26亿元。其中已使用额度为815.91亿元、未用额度为388.35亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年3底，公司对外担保余额为13.62亿元，担保比率为2.05%，全部为对国有企业南京市溧水区交通建设投资有限公司的保证担保。公司担保比率低，或有负债风险相对较低。

## 6. 母公司财务情况

截至2018年底，母公司资产规模1368.96亿元，同比增长4.78%。其中，流动资产占29.43%，主要由其他应收款和货币资金构成；非流动资产占70.57%，主要由固定资产、在建工程和长期股权投资构成。

截至2018年底，母公司负债规模783.95亿元，同比增长4.76%。其中，流动负债占20.91%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他应付款构成；非流动负债占79.09%，主要由长期借款和应付债券构成。

2018年，母公司实现营业收入3.52亿元，较上年减少27.93%，获得其他收益6.68亿元。母公司营业利润10.94亿元，利润总额0.85亿元。

## 九、存续债券偿债能力分析

**截至2019年5月底，公司存续债券余额160.00亿元，需于一年内偿付本金43.20亿元，公司现金类资产充足，存续期债券偿债能力较强。**

截至2019年5月底，经联合资信评定的公司存续债券余额合计112.00亿元，公司存续债券余额合计160.00亿元，公司需于一年内偿付债券本金43.20亿元<sup>3</sup>，未来偿债高峰期为2020年，当年需偿付债券本金合计45.20亿元<sup>4</sup>，2018年底，公司现金类资产95.18亿元；2018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37.36亿元、2.29亿元和16.92亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表14 截至2019年5月底公司存续债券保障情况  
(单位:亿元、倍)

项目	2018年
一年内到期债券余额	43.20
未来待偿债券本金峰值	45.20
现金类资产/一年内到期债券余额	2.20
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.83
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.05
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.37

资料来源：联合资信整理

公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强，经营活动现金流入量对公司待偿债券本金峰值的保障程度一般。未来随着公司后续地铁线路联网和资源开发业务拓展，公司对单年待偿债券本金峰值的保障程度可能会有较大的提高。

根据各地铁线路融资方案，资本金出资来源和还本付息收益如有不足，由南京市政府或市政府授权部门通过轨道交通发展专项基金或根据该基金管理办法中的来源筹集资金，统

筹解决，该项安排将极大的增强公司存续债券的还本付息能力。

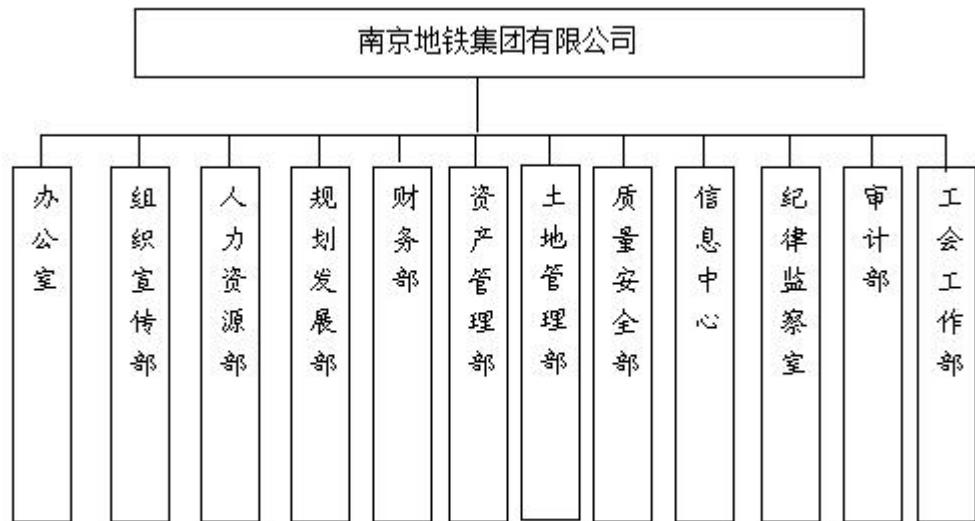
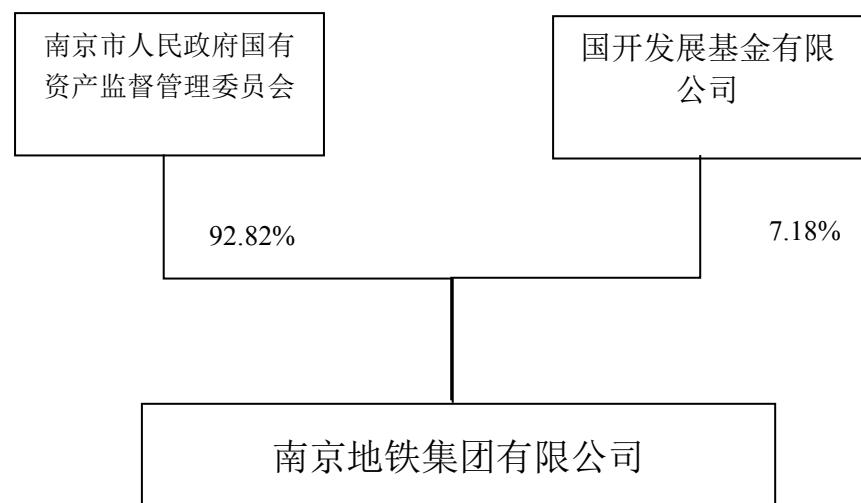
## 十、结论

综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，并维持“15宁地铁MTN001”“16南京地铁债/16宁地铁”“18南京地铁MTN001”“18南京地铁债/18宁地铁”和“19南京地铁GN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

<sup>3</sup> 截至2019年5月底，公司需于一年内偿付债券包括“16南京地铁/16宁地铁”分期本金5.20亿元，“18南京地铁SCP003”8亿元，“19南京地铁SCP001”10亿元，“19南京地铁SCP002”10亿元和“15南京地铁PRN001”10亿元。

<sup>4</sup> 2020年公司需偿付债券包括“15南京地铁PRN001”10亿元、“15宁城铁MTN001”20亿元、“16南京地铁债/16宁地铁”分期本金5.20亿元和“19南京地铁SCP002”10亿元。

## 附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织架构图



## 附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司下属一级子公司情况

企业名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
南京地铁建设有限责任公司	建筑业、服务业	600	100.00
南京地铁运营有限责任公司	服务业	200000	100.00
南京地铁资源开发有限责任公司	建筑业、服务业	30600	100.00
南京宁北轨道交通有限公司	城市轨道交通投资及管理	100000	37.71
南京宁高轨道交通有限公司	城市轨道交通投资及管理	100000	69.85
南京地铁小镇开发建设集团有限公司	土地整理开发	100000	70.00
江苏宁句轨道交通有限公司	城市轨道交通投资及管理	503850	58.70

资料来源：公司提供

## 附件 1-3 公司各线路运营指标

序号	线路	开始运营时间	线路长度(千米)	运营指标	2016年	2017年	2018年
1	1 号线	2005.9	38.9	运营收入(万元)	46196.38	46693.75	46111.70
				客运总量(万人次)	28345.21	31241.59	32910.80
				平均日客运量(万人次)	77.45	85.59	90.17
				列车正点率(%)	99.94	99.97	99.97
				运营里程(万车公里)	3909.17	3964.82	3980.21
2	2 号线	2010.5	37.6	运营收入(万元)	37370.16	36766.83	37459.05
				客运总量(万人次)	24901.03	26288.11	28346.09
				平均日客运量(万人次)	68.04	72.02	77.66
				列车正点率(%)	99.95	99.95	99.96
				运营里程(万车公里)	3061.89	3059.04	3236.84
3	10 号线	2014.7	21.6	运营收入(万元)	5952.58	6407.85	6953.80
				客运总量(万人次)	4261.47	4602.58	5487.98
				平均日客运量(万人次)	11.64	12.61	15.04
				列车正点率(%)	99.97	99.96	99.98
				运营里程(万车公里)	1363.11	1360.65	1457.14
4	机场线(S1)	2014.7	35.8	运营收入(万元)	5728.8	6468.93	9269.79
				客运总量(万人次)	2046.53	2267.29	3085.11
				平均日客运量(万人次)	5.59	6.21	8.45
				列车正点率(%)	99.98	99.98	99.98
				运营里程(万车公里)	1467.48	1557.10	1813.63
5	宁天城际(S8)	2014.8	45.2	运营收入(万元)	5984.2	6821.39	7529.80
				客运总量(万人次)	3060.46	3574.44	3894.14
				平均日客运量(万人次)	8.36	9.79	10.67
				列车正点率(%)	99.97	99.98	99.98
				运营里程(万车公里)	1371.32	1433.64	1,559.70
6	3 号线	2015.4	44.9	运营收入(万元)	33770.11	40266.55	43215.22
				客运总量(万人次)	20453.21	24752.45	27591.42
				平均日客运量(万人次)	55.88	67.81	75.59
				列车正点率(%)	99.97	99.97	99.97
				运营里程(万车公里)	3203.38	3419.90	3660.28
7	4 号线	2017.01	33.8	运营收入(万元)	--	6394.06	8398.86
				客运总量(万人次)	--	4890.78	6930.77
				平均日客运量(万人次)	--	14.05	18.99
				列车正点率(%)	--	99.96	99.98
				运营里程(万车公里)	--	2171.45	2364.27

8	宁和城际 (S3/12 号线)	2017.11	37.2	运营收入(万元)	--	217.30	3400.93	
				客运总量(万人次)	--	117.33	2383.55	
				平均日客运量(万人次)	--	4.51	6.53	
				列车正点率(%)	--	99.93	99.99	
				运营里程(万车公里)	--	99.12	1471.21	
9	宁高二期 (S9)	2017.12	52.4	运营收入(万元)	--	24.33	2416.80	
				客运总量(万人次)	--	6.80	616.43	
				平均日客运量(万人次)	--	3.40	1.69	
				列车正点率(%)	--	99.51	99.94	
				运营里程(万车公里)	--	3.24	748.46	
10	宁溧线 (S7)	2018.5	30.2	运营收入(万元)	--	--	538.12	
				客运总量(万人次)	--	--	243.47	
				平均日客运量(万人次)	--	--	0.67	
				列车正点率(%)	--	--	99.99	
				运营里程(万车公里)	--	--	346.60	
合计			377.6	运营收入(万元)	135002.23	150060.99	165294.07	
				客运总量(万人次)	83067.91	97741.37	111489.77	
				平均日客运量(万人次)	207.90	276.01	305.45	
				列车正点率(%)	99.95	99.97	99.98	

注：此表中运营收入包含 S3、S9 和 S7 线路的试运营期收入（试运营期一般历时一年），较主营业务收入中的运营收入有差异

资料来源：公司提供

## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	114.49	69.14	95.18	150.74
资产总额(亿元)	1476.96	1584.45	1771.97	1871.46
所有者权益(亿元)	485.02	581.95	644.07	664.71
短期债务(亿元)	56.99	88.36	95.51	104.31
调整后短期债务(亿元)	56.99	88.36	124.51	143.31
长期债务(亿元)	762.60	780.04	880.26	929.45
调整后长期债务(亿元)	848.57	846.07	925.65	970.08
全部债务(亿元)	819.59	868.40	975.77	1033.76
调整后全部债务(亿元)	905.56	934.43	1050.15	1113.38
营业收入(亿元)	17.52	20.08	21.64	5.74
利润总额(亿元)	2.32	2.07	2.80	0.42
EBITDA(亿元)	13.81	14.37	16.92	--
经营性净现金流(亿元)	18.91	14.73	2.29	1.00
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	8.41	10.77	14.46	--
存货周转次数(次)	3.11	2.23	2.44	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	126.33	124.51	120.42	74.78
营业利润率(%)	-61.84	-61.13	-80.69	-84.44
总资本收益率(%)	0.16	0.13	0.13	--
净资产收益率(%)	0.45	0.33	0.34	--
长期债务资本化比率(%)	61.12	57.27	57.75	58.30
调整后长期债务资本化比率(%)	63.63	59.25	58.97	59.34
全部债务资本化比率(%)	62.82	59.88	60.24	60.86
调整后全部债务资本化比率(%)	65.12	61.62	61.98	62.62
资产负债率(%)	67.16	63.27	63.65	64.48
流动比率(%)	186.34	178.40	169.94	179.71
速动比率(%)	174.96	167.52	161.58	171.36
经营现金流动负债比(%)	15.81	10.48	1.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	59.37	60.41	57.69	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	65.60	65.01	62.08	--

注：2016~2017 年财务数据根据审计报告中前期差错更正进行追溯调整；公司 2019 年 1~3 月财务报表未经审计；调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中超短期融资券，调整后长期债务=长期债务+长期应付款中融资租赁款，调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

### 附件3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(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%
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

### 附件 4-2 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