

信用等级公告

联合[2016]1114号

南京地铁集团有限公司：

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南京地铁集团有限公司 2016 年公司债券进行了主动评级，确定：

南京地铁集团有限公司主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为“稳定”

南京地铁集团有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年八月二十六日

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>

南京地铁集团有限公司 2016 年公司债券主动评级报告

主体长期信用等级：AAA_{pi}

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AAA_{pi}

本期债券发行额度：26 亿元

债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，存续期的第 3、4、5、6、7 年分别兑付 20% 本金

发行目的：16 亿元用于地铁项目建设，10 亿元用于补充营运资金

评级时间：2016 年 8 月 26 日

财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	766.38	910.37	1,233.44
所有者权益（亿元）	240.26	275.74	396.45
长期债务（亿元）	454.86	562.84	761.22
全部债务（亿元）	477.39	595.23	783.16
营业收入（亿元）	17.49	12.65	14.01
净利润（亿元）	3.71	1.33	1.53
EBITDA（亿元）	8.50	6.23	6.85
经营性净现金流（亿元）	10.47	3.10	10.43
营业利润率（%）	9.21	-11.39	-24.63
净资产收益率（%）	1.55	0.48	0.39
资产负债率（%）	68.65	69.71	67.86
全部债务资本化比率（%）	66.52	68.34	66.39
流动比率（倍）	2.15	2.23	3.09
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.01	0.01
EBITDA 利息倍数（倍）	0.39	0.17	0.09
EBITDA 本期债券倍数（倍）	0.33	0.24	0.26

注：1、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；2、除特别说明外，均指人民币；3、已将长期应付款调至有息债务中。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对南京地铁集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为南京市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，得到政府支持力度大，以及在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有区位优势。同时，联合评级关注到地铁项目建设周期长、投资额大、投资回收期长以及公司债务规模大等因素对公司经营产生的不利影响。

公司多条线路已通车运营，运营规模效应已显现，且多条在建地铁线路也即将投入运行，线路网络效应增强，地铁资源开发不断成熟，公司自身的收入能力将逐步增强；公司土地资源丰富，未来预期收益良好；同时，南京市政府财政实力不断增强及对公司支持的持续，公司整体抗风险能力有望增强。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期公司债券设立了分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司未来集中偿付压力，南京市政府对地铁线路融资安排有助于增强本期公司债券本息偿付安全。基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿付能力的综合评估，联合评级认为，公司本期公司债券到期不能偿付的风险极低。

优势

1. 南京市经济持续增长、财政收入水平快速提高，为公司的发展提供了良好的外部环境。

2. 公司是南京市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，具有区位优势。

3. 南京市政府对公司支持力度大，对各条地铁线路均给予专项财政资金支持并无偿划拨地铁沿线土地作为项目建设及未来还本付息的保障。

4. 本期公司债券分期偿还的结构设计

在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力;南京市政府对各地铁线路融资安排有助于增强公司还本付息能力。

5. 公司在建地铁线路将逐步投入运行,线网网络效应增强,地铁资源将更加丰富,新票价执行与非票业务发展有利公司收入增长。

关注

1. 公司土地运作预期收益受南京市土地市场波动影响较大,存在一定不确定性。

2. 公司债务规模较大、债务水平较高,随着未来南京市轨道交通整体规划的快速推进,公司将维持较大规模的资本支出,具有一定投资压力。

3. 地铁项目具有前期投入大、投资回报周期长、定价机制非市场化等特点,加之近几年南京市处于地铁建设高峰期,在各项成本的挤压下,短期内公司自身盈利水平不高。

分析师

周 旭

电话: 010-85172818

邮箱: zhoulk@unitedratings.com.cn

王 越

电话: 010-85172818

邮箱: wangy@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京地铁集团有限公司提供，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，未因南京地铁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、评级人员与南京地铁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，联合评级将对南京地铁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

南京地铁集团有限公司（以下简称“公司”）前身为 1999 年 5 月 28 日成立的南京市地下铁道工程建设指挥部（以下简称“南京地铁指挥部”）。成立初期，南京地铁指挥部与南京市地下铁道总公司合署办公，主要负责南京市地铁工程的规划、设计、筹资、建设、运营及与地铁相关的物业开发等工作，后于 2000 年 1 月 18 日经南京市政府批准组建成立南京地下铁道有限责任公司，2012 年 7 月 17 日变更为南京地铁集团有限公司。2015 年 12 月 31 日，经南京地铁集团有限公司股东会决议通过，同意新增股东国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）以货币方式出资 18.40 亿元，其中 12.88 亿元计入注册资本，其余 5.52 亿元计入资本公积；同时，同意南京市财政资金投入形成的资本公积 73.69 亿元转增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”）有的实收资本。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本增至 203.71 亿元，其中：南京市国资委出资 155.83 亿元，占注册资本的 76.50%；国开基金出资 12.88 亿元，占注册资本的 6.32%；厦门国际信托有限公司（以下简称“厦门信托”）出资 28.00 亿元，占注册资本的 13.74%；紫金信托有限责任公司（以下简称“紫金信托”）出资 7.00 亿元，占注册资本 3.44%¹。公司实际控制人为南京市国资委。

公司主要经营范围：城市轨道交通工程项目及沿线资源的投资和建设；轨道交通运营、资源经营及资产管理、土地开发。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。截至 2016 年 3 月底，公司共有全资子公司 6 家，控股子公司 3 家和 5 家参股子公司。公司本部下设办公室、规划企划部、财务部、监察室、人力资源部、资产管理部、组织宣传部、质量安全部 8 个业务管理部门。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 1,233.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 396.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益 380.47 亿元。2015 年，公司实现营业收入 14.01 亿元，净利润（含少数股东损益）1.53 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.10 亿元；经营活动现金流量净额为 10.43 亿元，现金及现金等价物净增加额 83.32 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。

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 年发行 26 亿元公司债券（以下简称“本期公司债券”）。本期债券为 7 年期固定利率债券，每年付息一次；在债券存续期内的第三、四、五、六、七年末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金，后五年利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

¹厦门信托和紫金信托以其各自设立的信托资金共同向公司进行股权投资（以下简称“本次投资”），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。南京市国资委将于本次投资生效第四年受让厦门信托持有公司 4.78% 股权，紫金信托持有公司 1.2% 股权；第五年受让厦门信托持有公司 9.56% 股权，紫金信托 2.4% 股权；最后一年受让厦门信托 9.56% 股权，紫金信托 2.4% 股权。同时，南京市国资委将于本次投资期限内每年核算日（5 月 21 日、11 月 21 日及届满之日）前 3 个工作日内向厦门信托和紫金信托支付股权投资溢价款。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金共计26亿元，16亿元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”），10亿元用于补充营运资金。

（1）项目建设内容

基于《省发展改革委关于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段项目可行性研究报告的批复》，募投项目的建设内容主要为建设以南京至高淳城际轨道一期工程禄口新城南站为起点，途经江宁区铜山镇、溧水区石湫镇、明觉镇，终点为高淳站的地铁线路项目，全长52.416km（其中地下线3.61km、地面线4.62km、高架线44.19km），包括车站6座（其中新建5座：铜山站、石湫站、明觉站、高淳北站、高淳站），车辆段1处，主变电所2座（其中利用既有1座，新建1座）。募投项目线路的控制中心是南京南控制中心。

（2）项目审批情况

江苏省发展和改革委员会（以下简称“江苏省发改委”）于2014年9月10日出具了《省发展改革委关于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段项目建议书的批复》（苏发改设施发[2014]973号）；江苏省维护稳定工作领导小组办公室于2014年12月26日出具南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段工程的社会稳定风险评估审定表，评定项目整体风险等级为低风险，属于可控范围，完成备案登记；江苏省环境保护厅于2015年6月23日出具《关于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段工程环境影响报告书的批复》（苏环审[2015]67号）；江苏省发改委于2015年9月10日出具《省发展改革委关于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段工程节能评估报告苏的审查意见》（苏发改能审[2015]66号）；江苏省国土资源厅于2015年10月15日出具《江苏省国土资源厅关于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段项目用地的预审意见》（苏国土资预[2015]153号）；江苏省发改委于2015年11月26日出具《省发展改革委关于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段项目可行性研究报告的批复》（苏发改设施发[2015]1350号）。

（3）项目资金来源

募投项目总投资额为119.38亿元，其中工程费用73.51亿元；工程建设其他费用26.52亿元；预备费8.00亿元；专项费用11.34亿元，其中车辆购置费2.70亿元，建设期贷款利息8.61亿元，铺底流动资金360万元。根据《市政府办公厅关于印发南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段工程项目资金平衡方案的通知》，募投项目资本金23.81亿元，资本金以外部分以银行贷款、产业基金、引入社会资本、发行债券等多种形式解决。募投项目拟使用本期债券募集资金16.00亿元，占总投资的13.40%。

（4）项目进度

根据《省发展改革委关于南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段项目可行性研究报告的批复》，募投项目建设周期为3年6个月。截至2016年3月底，已有4座车站完成土建主体结构，正在进行附属结构和上部钢结构施工；车站土建总体完成88%，区间桥隧土建贯通，车辆段正在全面开展房建主体工程施工；已累计完成投资58.40亿元，整体工程进度为48.90%。

（5）资金偿还来源

根据《市政府办公厅关于印发南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段工程项目资金平衡方案的通知》，募投项目资金偿还来源包括但不限于：项目运营票款收入，沿线上盖物业及物业用地的租金、出让收益；市轨道交通基金的预算安排；江宁区、溧水区及高淳区财

政预算资金。资本金及还本付息来源不足部分通过但不限于南京市轨道交通发展基金统筹解决补足。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9% 和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，

2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通是城市公共交通系统的一个重要组成部分，包括地下铁道、轻轨交通、磁悬浮线路等。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。

（1）行业需求分析

城市人口的增长使得大中城市的交通形势日趋严峻，中国传统的公共交通方式主要采用运量较小的公共汽车和无轨电车，无法有效的缓解客流高峰，此外，大城市道路设计不合理，行人车辆不遵守交通规则等原因也诱发了交通阻塞问题。近年来，随着中国城市汽车保有量的急剧上升，特别是私家车拥有率的不断提高，城市交通体系越来越难以承受庞大的重负。2004年与2000年前相比，公共交通承担的运量从35%下降到26.5%；小轿车承担的运量从6%上升到23.2%，城市交通拥挤现已成为城市发展的“瓶颈”。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续发展的重大战略。

“十二五”期间中国城市轨道交通完成投资达1.16万亿全国多城市地铁在建，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，全国共有25座城市的112条轨道交通线路开通运营（二期工程、支线和延伸线已合并计入线路主线），合计总里程达3,286.51公里，车站2,255座（换乘站重复计算），线路几乎包含所有轨道交通形式。正在建设或已经规划轨道交通的城市39个，预计到2020年，中国轨道交通运营里程将超过6,000公里，较2015年增加82.56%。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。预计十三五期间，各地对轨道交通投资仍将保持较高水平，由于劳动力成本以及拆迁成本的快速上升，轨道交通每公里造价现在已经从5亿元上升到七八亿元，北京甚至超过10亿元。

（2）行业竞争概况

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然的垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道

交通企业规模大，发展也快，而内地二线城市目前还处于酝酿阶段，竞争力相对较弱。

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

（3）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，宣传效果较好。

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。同样的轨道交通车站周边商业区聚集的大量人流，也会为轨道交通创造客流和票款收入。

（4）各地区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，投资额巨大，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）筹措剩余另外部分资金，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。2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。此外，也有少部分地铁线路采用特许经营权的模式，引进各方面投资主体。

目前，中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，其来源仍将是政府投资和银行贷款。地铁运营具有公益性，外部效益不能直接体现在运营企业自身收益中，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。

（5）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巴黎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，总体技术水平有待提高

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。最后，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。

（6）行业发展

中国城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，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。

2. 南京市区域经济环境

公司主要从事南京市地铁投资建设及沿线土地综合开发等工作，南京市经济状况与地铁综合开发规划对公司的发展有重要意义。

（1）南京市区位状况

南京是江苏省省会，现辖玄武、秦淮、鼓楼、建邺、秦淮、雨花台、栖霞、江宁、六合、浦口、溧水、高淳 11 个区。辖区总面积 6,597 平方公里，市区面积 4,730 平方公里，城市化水准超过 75%。至 2015 年底，全市常住人口约 823.59 万人。南京市是国家区域中心城市，长三角地区重要门户城市，也是“一带一路”战略与长江经济带战略交汇的节点城市，是中国交通最便捷的城市之一，是东部地区重要的航空港，铁路枢纽及国家级公路枢纽，拥有国内最大内河港口，公共交通发达。

（2）南京市经济状况

根据《南京市2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年南京市国民经济保持稳定增长。全年实现地区生产总值9,720.77亿元，按可比价格计算，比上年增长9.3%。其中，第一产业增加值232.39亿元，增长3.4%；第二产业增加值3,916.11亿元，增长7.2%，其中全部工业增加值3,395.26亿元，增长8.0%；第三产业增加值5,572.27亿元，增长11.3%。按常住人口计算，全年人均地区生产总值达到118,171元。

2015年，南京市固定资产投资保持较快增长，全年完成全社会固定资产投资5,484.47亿元，比上年增长0.4%；全年完成房地产开发投资1,429.02亿元，比上年增长27.0%。

2015年，南京市全年公共财政预算收入1,020亿元，比上年增长9.3%。其中，税收收入占公共财政预算收入的比重为82.2%。全年公共财政预算支出1,045.2亿元，比上年增长13.5%。

2015年，南京市全年全体居民人均可支配收入40,455元，比上年增长8.5%；农村居民人均可支配收入19,483元，增长10.3%。

总体看，南京市城市经济不断发展，城市总体竞争力持续提升，地方财政稳步增长，为公司提供良好的发展平台和强大的经济支持。

（3）南京市地铁建设项目背景

根据南京市城市总体规划及《南京城市轨道交通第二期建设规划》，南京市确定了“以线网规划为基础，加密中心城区网络，改善交通状况，优化城市空间布局，加强重点区域交通基础设施配套建设”的轨道交通建设原则。其远期（2020年），包括城际铁路和有轨电车，将形成13条运营线路、总长540公里的轨道交通网络。2015-2020规划建设项目总长157.2公里，总投资1202.20亿元，其中资本金比例40%，合计481.00亿元，由南京市、区两级政府资金解决。资本金以外的资金利用国内银行贷款等融资方式解决。近期建设项目由南京市政府组织实施，制定相关政策并安排专项资金用于保证建设和保障正常运营。南京地铁集团有限公司作为项目业主，负责轨道交通项目投融资、建设和运营管理。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司于2000年1月18日经南京市政府批准组建成立，截至2016年3月底，公司注册资本203.71亿元，其中：南京市国资委占注册资本76.50%；国开发展基金有限公司占注册资本的

6.32%；厦门信托占注册资本13.74%；紫金信托占注册资本3.44%。公司实际控制人为南京市国资委。

2. 企业规模

政府对城市轨道交通行业具有主导作用。自1999年4月15日南京地铁南北线一期工程项目经国务院批准正式立项起，公司即开始负责南京地铁建设的相关工作，是南京城市轨道交通建设、运营、资源开发的唯一主体。

公司的主要任务和经营范围为以下几项：（1）根据政府授权，履行地铁工程甲方业主职能，实施对南京市快速轨道交通建设全面管理，包括总体规划，工程项目前期运作，委托设计、监理、施工、组织验收和交付使用；（2）管理地铁设施和运营；（3）按市场经济运作方式进行筹融资；（4）利用地铁沿线地理优势和政府优惠政策进行资源开发、经营、销售、广告、商贸服务等综合经营开发业务，为地铁建设筹资和弥补运营经费。公司在地铁投资运营业务方面具有绝对垄断地位。

总体来看，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

公司本部有董事长、总经理、副总经理、总会计师等 10 名高管人员，均具有本科以上学历。公司高层领导均具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长余才高先生，1965 年 1 月出生，硕士研究生学历。曾任南京市市政设计院助理工程师，南京市地铁筹建处总师室副主任，南京市建委城建处副处长，南京市地铁筹建处副主任，南京地下铁道有限责任公司总工办副主任、主任，公司副总经理、总经理等职。现任公司董事长职务。

公司总经理朱斌先生，1960 年 8 月出生，硕士研究生学历。曾任中建八局三公司技术员，南京市招标办科员，南京市建委基建处副、正主任科员，南京市建委外经处副处长、南京市建委基建处处长，南京地下铁道有限责任公司计划处处长，公司副总经理、党委副书记，现任公司总经理职务。

截至2016年3月底，公司共有在职职工10,265人。其中，职称方面，研究员级38人，占比0.37%；高级职称239人，占比2.33%，中级职称员工462人，占比4.5%，初级职称员工3,368，占比32.81%，其他的员工占比为59.99%。学历方面，研究生243人，占比2.37%；本科生5102人，占比49.70%；大专4619人，占比45.00%；高中中专301人，占比2.93%。年龄方面，公司35岁及以下9354人，占比91.13%；36至40岁454人，占比4.42%；41至45岁260人，占比2.53%；46至50岁124人，占比1.21%；51岁以上73人，占比0.71%。

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；在职人员专业职称、学历水平较高，能够满足日常工作需要。

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，加之票价由政府制定，因此投入运营后通常都会亏损，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。

（1）政府资本金注入

2015 年 12 月 31 日，根据南京地铁集团有限公司股东会决议，同意新增股东国开基金以货币方式出资 18.40 亿元，其中 12.88 亿元计入实收资本，其余 5.52 亿元计入资本公积；同时，同意南京市财政资金投入形成的资本公积 73.69 亿元转增南京市国资委持有的实收资本。

（2）项目建设资本金支持

公司地铁项目建设资本金来自轨道交通发展专项基金以及区政府征地拆迁投入。

轨道基金方面，2015 年 11 月，南京市政府出台《南京市轨道交通建设发展基金募集和管理办法（试行）》（宁政发[2015]245 号），规定轨道交通建设发展基金是兼顾财政职能和市场效益的政策性基金，基金作为母基金出资引导设立子基金，按照市场化运作的原则，引入合作机构，发挥财政资金的杠杆效应。母基金资金来源包括：（一）市级财政专项资金。

1、土地出让收入统筹部分。每年统筹安排不少于市级土地出让收入总价款 5%；2、市级财政预算安排部分。市财政按照各线路资金平衡方案，每年视财力收入情况安排的专项资金；3、上级补助收入等其他财政资金收入。（二）区级财政专项资金。各区按照各线路资金平衡方案应承担资金额，通过区级预算、区级土地出让收入及其他来源安排。（三）基金（含子基金）运作取得的收益。（四）其他资金。子基金的资金来源包括：母基金的出资；合伙人的出资；社会募集资金和其他资金。

区政府征地拆迁投入方面，公司每条地铁线路均配套有相应的融资方案。在融资方案中，规定了相关的轨道基金投入和区政府征地拆迁投入情况。截至 2016 年 3 月底，公司在建的地铁线路包括：4 号线一期、宁溧城际、宁高二期和宁和城际一期。目前在建地铁线路资本金筹措方案如下：

4 号线一期

根据《南京地铁 4 号线一期工程建设融资方案》（宁政办发[2011]132 号）和《市政府关于补充地铁 4 号线一期工程融资土地的批复》（宁政复[2013]54 号），地铁 4 号线一期工程总投资 200.12 亿元，资本金为 60.04 亿元，来源为：①市财政安排 45.24 亿元，2011~2016 年分年到位；②其余部分以上盖物业用地和储备土地运作净收益解决，其中上盖物业用地合计 2,646 亩，储备土地合计 15,000 亩。按照轨道交通发展基金管理办法，上述各项纳入轨道基金运作。

宁和城际一期

宁和城际一期工程，线路全长 36.26 公里，设 18 座车站，概算总投资 172.57 亿元，建设周期为 2012 年 12 月至 2016 年 6 月底，根据《市政府办公厅关于印发南京至和县城际轨道南京南站至黄里段工程建设融资方案的通知》（市政办发[2015]3 号），资本金 51.77 亿元，占总投资的 30%。来源为：①财政预算拨款 44.53 亿元，其中市级财政出资 27.25 亿元，河西管委会出资 13.53 亿元，浦口区出资 3.75 亿元，于建设期内逐年到位；②河西管委会承担拆迁资金 900 万元，浦口区承担拆迁资金 7.15 亿元。

宁溧城际

宁溧城际线路全长约 30.787 公里，全线共设 9 座车站，根据项目可研批复（苏发改设施发[2015]493 号），工程投资总额为 106.69 亿元，项目投资由江宁、溧水两区政府承担，其中资本金 21.34 亿元，占总投资的 20%。其来源包括但不限于：财政预算 7.72 亿元（江宁区

出资 2.37 亿元、溧水区出资 5.35 亿元，于建设期内逐年到位）和由溧水区通过自筹资金承担征地拆迁资金 13.62 亿元。

宁高二期项目

宁高二期工程，线路全长 52.42 公里，新设车站 5 座，总投资 119.38 亿元，其中资本金 23.81 亿元，占总投资的 20%。其来源包括但不限于：财政预算 12.17 亿元（江宁区出资 1.65 亿元，溧水区出资 5.13 亿元，高淳区出资 5.39 亿元，于建设期内逐年到位）和征地拆迁资金 11.64 亿元（江宁区承担 3.11 亿元，溧水区承担 4.39 亿元，高淳区承担 4.14 亿元）。

2013~2015 年，公司获得的轨道基金划拨分别为 30.77 亿元、37.47 亿元和 76.10 亿元。轨道基金（扣除用于归还利息部分）计入公司资本公积。2015 年公司获得的轨道基金划拨为 76.10 亿元，包括 50.50 亿元的财政拨款、20.28 亿元的土地运作收益、1.44 亿元的税费返还和区级拨款 3.88 亿元，其中 30.17 亿元用于还本付息，其他计入公司资本公积。2016 年 1~3 月公司获得的轨道基金划拨为 12.06 亿元，分别为市级财政拨款 11.2 亿元、区级拨款 0.86 亿元。

2013 年，区政府拆迁投入为 4.21 亿元，在实际运作中，为确保地铁征地拆迁迅速启动，公司一般先行筹集一定的资金借予区政府实施统一拆迁。

表 1 2013~2016 年 3 月公司获得资本金明细（单位：万元）

年份	项目	轨道基金				区政府征地 拆迁投入
		市级财政拨款	土地运作收益	税费返还	区级拨款	
2013 年	3 号线	119,600	--	--	--	--
	4 号线	81,000	--	--	--	--
	10 号线	20,000	1,900	--	--	--
	宁和城际	15,000	--	--	--	--
	机场线	5,000	--	--	--	7,564.19
	1 号线	50,000	--	6,050	--	--
	2 号线	--	--	9,198	--	--
	宁天城际	--	--	--	--	34,508.75
小计		290,600	1,900	15,248	0	42,072.94
2014 年	1 号线	90,000	--	--	--	--
	3 号线	87,136	8,035	--	--	--
	10 号线	66,700	--	--	--	--
	4 号线	35,300	--	--	--	--
	宁天城际	30,000	--	--	8,380.09	--
	宁和城际	35,000	--	--	4,428.92	--
	宁高二期	--	--	--	3,381.8	--
	宁溧城际	--	--	--	6,311.15	--
小计		34,4136	8,035	0	22,501.96	0
2015 年	1 号线	160,000	--	4,400	--	--
	南延线	--	--	--	--	--
	3 号线	150,000	300	--	--	--
	4 号线	140,000	43,630	10,000	--	--
	10 号线	--	21,550	--	--	--
	宁和城际	55,000	--	--	38,787.48	--

	2 号线	--	137,363.14	--	--	--
小计		505,000	202,843.14	14,400	38,787.48	0
2016 年 1~3 月	3 号线	10,000	--	--	--	--
	4 号线	60,000	--	--	--	--
	宁和城际	42,000	--	--	--	--
	宁高二期	--	--	--	4,000	--
	宁溧城际	--	--	--	4,580.96	--
小计		112,000	0	0	8,580.96	0
合计		125,1736	212,778.14	29,648	69,870.4	42,072.94

资料来源：公司提供

注：区政府拆迁投入包括区政府实际资金投入和公司垫付资金

（3）项目融资支持

公司地铁建设项目资本金来源于轨道基金和区政府拆迁资金投入，资本金以外部分的资金需求主要依靠银团贷款、BT、BOT 模式等多种渠道筹集。为了加强公司筹资能力，政府在地铁线路的工程建设融资方案中明确了偿债资金来源，主要为公司经营收入、收储土地运作收益及区级财政预算资金。同时，在地铁线路融资方案中，明确了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。

根据《2015 年江苏省第一批债券解除协议》，2015 年 6 月，公司通过政府置换债券置换国家开发银行股份有限公司贷款 2.08 亿元（南京地铁南北线一期工程项目贷款 1.68 亿元和南京地铁南北线一期工程西延线工程项目贷款 4,020 万元）和中国银行股份有限公司 9,180 万元（南京地铁一号线项目贷款）。根据《2015 年江苏省第二批债券解除协议》，2015 年 8 月公司通过政府置换债券置换 2.04 亿元（包括建设银行置换 10,088 万，工商银行置换 6,312 万，南京银行置换 4,000 万）。2015 年 9 月公司通过政府置换债券公开发行置换 1.96 亿元。根据《2015 年江苏省第三批债券解除协议》，2015 年 11 月公司通过政府置换债券公开发行置换 19.08 亿元，公开发行的债务置换在现金流量表中“吸收投资收到的现金”反映，定向发行的没有现金流，2015 年度公司取得的政府置换债券额度总计 26.08 亿元，为地铁项目融资提供了有力的偿债保障。

（4）土地及地铁沿线资源开发

为强化公司融资能力和自身盈利能力，南京市政府授予公司利用地铁设施提供客运运营服务经营的同时，授予了公司在地铁设施范围内，利用内部空间和设施直接或间接从事广告、通讯、商业等非运营服务，研究并推动了轨道交通沿线土地一、二级开发及地下空间的统筹规划和集约利用。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得批复收储土地 163,454.20 亩（包括上盖物业用地和储备土地），实际已取得土地面积 146,302.05 亩，其中具备建设规划条件的土地占比约 6 成，约 8.78 万亩。据统计，2014 年南京市土地出让总面积为 1,682 公顷，出让收入 791.76 亿元，均价 314 万/亩；2015 年全市土地出让总面积 1,273.9 公顷，出让总收入 1,007.5 亿元，均价 527 万/亩；2016 年一季度全市土地出让总面积 308.44 公顷，出让收入 333.27 亿元，均价 720.33 万/亩。土地增值幅度大，偿债来源有保障。根据目前南京土地出让均价 700 万/亩计算，公司拥有土地价值合计约 6,000 亿元，扣除土地成本和各项刚性计提，预计可实现净收益 2,700

亿元。储备土地价值较大。

公司土地出让收益获取步骤：先由公司对批复土地进行一级整理，之后通过在公开市场招拍挂获得土地出让金，扣除土地成本和各项刚性计提后获得的收益再划拨至公司账户，同时计入公司资本公积科目。

表 2 截至 2016 年 3 月底公司土地储备情况

线路	类别	面积（亩）	已办理用地（亩）	批复情况
3 号线	上盖物业用地	773.40	799.70	宁政办发[2011]59 号、宁府办文[2012]2618 号
	收储土地	30,000.00	20,419.85	
10 号线	上盖物业用地	1,304.30	1,286.93	宁政办发[2011]56 号、宁府办文[2012]2618 号
	收储土地	7,470.00	2,449.11	
机场线	上盖物业用地	598.50	578.90	宁政办发[2011]124 号
	收储土地	8,550.00	6,652.83	
4 号线一期	上盖物业用地	1,731.00	1,843.70	宁政办发[2011]132 号、宁府办文[2011]3073 号、宁府办文[2012]2860 号、市政府办公厅 2013 年第 52 号会议纪要 宁政复[2013]54 号
	收储土地	15,000.00	15,000.20	
1 号线南延线	上盖物业用地	629.00	497.20	江宁区、地铁指挥部 2007 年第 38 号会议纪要、2010 年江宁区第 13 号会议纪要 宁政办发[2006]135 号、宁府办文[2010]1803 号、《会议纪要》（2007）第 17 号
	收储土地	5,600.00	5,407.00	
2 号线	上盖物业用地	2,527.00	2,086.30	宁政办发[2005]134 号、2009 年第 16 号市长办公会议纪要、宁府办文[2009]2469 号 《市长办公会议纪要》[2006]35 号
	收储土地	10,000.00	10,010.00	
宁天城际	收储土地	79,271.00	79,270.33	宁政办发[2013]119 号
合计		163,454.20	146,302.05	--

资料来源：公司提供

（5）地铁财政补贴

公司下属全资子公司南京地铁运营有限责任公司（以下简称“运营公司”）全面负责南京市地铁运营管理工作。根据（宁交公用[2010]1 号）和（宁政规字[2012]号）文件，公司对于学生、老年人、革命干部、伤残等实行打折和免费票价政策，政府给予相应票价补贴。2013~2015 年，已发生的政府票价补贴资金分别为 3,018.22 万元、3,491.92 万元和 1,669.26 万元。除了上述票务补贴外，为弥补地铁亏损和增强公司盈利能力，政府近三年均给予公司一定财政补贴。2013~2015 年，政府合计补贴资金分别为 3.35 亿元、3.71 亿元和 6.19 亿元，政府补贴收入记录在“营业外收入”科目中。

综上所述，在地铁投资建设方面，南京市政府对公司的发展给予了很大程度的资金支持与土地保障，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、管理体制

1. 治理结构

公司按照《公司法》等有关法律法规，建立了完善的法人治理结构，制定了《公司章程》

等有关规章制度，从制度上加强和细化了公司的管理，并按现代企业制度要求设有出资人、董事会、监事会、经营管理层。

公司股东会是公司权力机构，涉及公司减少注册资本、公司合并、分立、解散、清算或变更公司形式的，需取得全体股东同意。其他事项同，股东方厦门信托和紫金信托均委托由市国资委行使相应的股东会职权。公司董事会对股东会负责，成员为5名，其中董事长1名。公司职工代表董事1名，由公司职工代表大会选举产生；股东方厦门信托和紫金信托共同委派或聘任董事1名，其他董事由市国资委委派或聘任。董事任期3年，任期届满可经原委派机构批准后连任。

公司设监事会，监事会成员为5人，其中市国资委委派3名，由公司职工代表大会选举产生的职工代表监事2名。监事会设主席一人，由市国资委按有关规定指定。监事每届任期3年，任期届满由国资委委派，职工代表监事由职工代表大会选举可以连任。

公司设总经理1名，副总经理2-4名，总会计师1名。由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责，并依据《公司法》和公司章程行使职权。经理层人员每届任期3年，由董事会履行聘任或者解聘手续。

总体来看，公司形成了较为完整的法人治理结构。

2. 管理体制

公司总部下设办公室、规划企划部、财务部、监察室、人力资源部、资产管理部、组织宣传部、质量安全部8个业务管理部门。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。

在财务管理上，公司实行财务负责人委派制，对下属公司派遣财务负责人，保证帐务的准确透明和财务管理的统一性；公司在总公司层面推动全民预算管理，成立预算管理委员会，建立预算管理体系，严控预算编制和流程；形成了以资金管理为核心，以资产管理为重点，以预算管理为手段，以审计监督为保障的财务管理体系。

在人力资源管理上，公司关键专业人员正规化，操作服务型员工劳务化，有效控制人力成本。地铁每公里人数控制在36人以下，低于同行业平均水平。

工程管理上，公司实施公开透明的招投标制度，设置造价管理团队，测算合理价格进行成本管理。工程制度化评审，启用远程监控系统，第三方检测结合现场检查。

运营管理上，公司对车辆管理提出降本增效，在保证安全前提下提升维修效果，隔日检查，有效避免过度维修和维修不足的问题。实施节能责任制，启用能源监管系统，对各站耗能下达指标，2015年节约约365万度电能。

总体来看，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. 经营概况

公司是南京地铁投资建设、运营管理和资源开发的实施主体。2013~2015年，公司主营业务收入分别为17.00亿元、12.28亿元和13.67亿元。2013年公司注销了南京城市地铁实业集团有限公司（以下简称“实业集团”）、南京铁隧轨道交通配套工程有限公司（以下简称“铁隧

公司”)等公司。2014年,公司合并范围新增2家子公司,分别为南京宁北轨道交通有限公司和南京宁高轨道有限公司;同时转让的江苏省城市轨道研究设计院股份有限公司、吸收合并南京中铁地铁有限公司;2015年,公司合并范围新增2家子公司,分别为南京仙林地铁投资管理有限公司(以下简称“仙林地铁投资”)和南京元平建设发展有限公司(以下简称“元平建设”)。近三年通过对下属子公司深入整合,公司更加聚焦于地铁建设、运营和资源开发业务的发展。2014年,公司主营业务收入为12.28亿元,较上上年下降27.76%,主要系施工工程收入下降所致。2012底,实业集团合并到南京地铁资源开发有限责任公司(以下简称“资源公司”)后,主要职能由资源公司承接,但实业集团之前工程建设业务未来不再开展,导致施工工程收入下降。2015年,公司主营业务收入为13.67亿元,较上年增长10.75%,主要系新开通线路导致运营票务收入增长,同时带动相应的资源开发业务板块收入增长。

收入构成方面,公司主营业务收入由运营票务、资源经营和工程施工三大类构成。随着新线路进入正式运营阶段和线网培育趋于成熟,公司地铁运营收入占比不断增长。2013~2015年,公司地铁运营票务收入占主营业务收入比重分别为47.71%、70.17%和71.82%。地铁业务受折旧金额大和票价限制影响,运营往往处于亏损,为弥补运营亏损,公司积极发展资源开发,服务、施工工程等业务。其中,资源开发主要系依托地铁既有资源,发展货物销售、广告、租赁、物业管理等业务;服务业务主要系公司地铁建设经验丰富,为其他城市地铁建设提供技术服务;施工工程业务主要为工程设备租赁、土方外运、钢支撑、钢围挡建设、市政建设、设施设备维保等工程服务,受实业公司合并到资源公司后影响,公司不再开展工程业务,该板块收入将逐年减少。

盈利能力方面,2013~2015年,公司主营业务毛利率分别为10.36%、-10.20%和-23.49%。2014年,公司主营业务毛利率大幅下降20.56个百分点,主要系公司运营票务业务和工程施工业务毛利率下降所致,运营收入毛利率下降主要系新开线路导致折旧成本增长超过运营收入增长所致;资源开发方面,公司自有资源用于广告、租赁等业务,毛利率维持在较高水平;工程施工方面,2014年受公司业务调整,相关施工业务不再进一步开展的影响,该业务毛利率大幅下降。2015年,随着10号线、2号线东延线工程和机场线郊区线路陆续开通,新线路的折旧大幅增加导致公司运营票务的毛利率大幅下降。公司服务收入业务主要为通讯和通道接口费用,2015年毛利率有所下降,主要系随着郊区新工程的增加,通讯接口的数量部署较少,但总成本没有减少。公司物业毛利率大幅下降为-102.93%,主要系2015年财政拨付的下岗职工安置费用大幅减少所致。

表3 2013~2015年公司主营业务收入构成和毛利率情况(单位:万元)

业务项目	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
运营收入	81,104.84	47.71	-29.05	86,197.16	70.17	-40.89	98,149.73	71.82	-55.19
货物销售收入	3,540.69	2.08	75.00	--	--	--	159.80	0.12	-11.62
广告收入	12,437.99	7.32	84.55	9,227.91	7.51	99.54	9,848.02	7.21	99.05
租赁收入	7,658.85	4.51	85.24	8,228.08	6.70	76.74	10,384.51	7.60	90.53
服务收入	9,225.12	5.43	47.47	7,282.39	5.93	77.50	10,163.21	7.44	44.79
物业管理收	1,847.41	1.09	12.07	2,902.45	2.36	7.70	2,587.85	1.89	-102.93

入									
施工工程收入	54,183.66	31.87	31.13	8,996.78	7.32	15.09	5,366.64	3.92	19.42
主营业务合计	169,998.56	100.00	10.36	122,834.77	100.00	-10.20	136,659.75	100.00	-23.49

资料来源：公司审计报告

2. 地铁运营及投资建设

(1) 地铁运营

线路概况

公司目前通车运营 6 条线路共约 225 公里，主要为 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。

地铁 1 号线于 2000 年 12 月开工，2005 年 9 月建成；线路贯穿南京主城南北向中轴线，全长 21.72 公里，共设车站 16 座，项目总投资 80.75 亿元。

地铁 1 号线南延线于 2006 年 11 月开工，2010 年 5 月建成，线路由 1 号线安德门站延伸至东山新市区，与 1 号线一期呈“Y”型共线运营，线路全长 25.08 公里，共设车站 15 座（不含安德门站），总投资 89.99 亿元。

地铁 2 号线一期工程于 2006 年 5 月开工，2010 年 5 月建成通车；线路贯穿南京主城区的东西向中轴线，与地铁 1 号线分别在新街口站和元通站换乘，线路全长 25.27 公里，共设车站 19 座，总投资 128.35 亿元，造价为 5.08 亿元/公里；地铁 2 号线东延线于 2007 年 10 月开工，2010 年 5 月建成，与 2 号线一期工程贯通运营，线路由 2 号线一期工程马群站延伸至仙林新市区，全长 12.68 公里，共设车站 7 座（不含马群站），总投资 30.94 亿元。

南京地铁 10 号线于 2014 年 7 月 1 日开通运营，途径浦口区、建邺区和雨花台区，线路西起雨山路站，经过浦口新城，下穿长江进入河西新城，东至安德门站，线路东端预留延伸条件。10 号线一期线路总长 21.6 千米，共设置 14 座车站，总投资 99.61 亿元。

南京地铁机场线（S1 线）于 2014 年 7 月 1 日开通运营，为南北向线路，北起南京南站，经江宁经济技术开发区、秣陵工业区、禄口新城，南至禄口机场站。S1 号线一期线路总长全长约 34.9 千米，共设置 8 座车站，总投资 133.34 亿元。

宁天城际一期（S8 线）于 2014 年 8 月 1 日正式开通运营。起点站和终点站：南起泰山新村，北至金牛湖。总长 45.2 千米，共有 17 座车站，总投资 132.51 亿元。

南京地铁 3 号线是南京地铁第二条开通的过江线路，于 2015 年 4 月 1 日开通运营。地铁 3 号线途径浦口区、鼓楼区、玄武区、秦淮区、雨花台区和江宁区，线路北起林场站，下穿长江进入南京主城一路南下，进入东山副城，南至秣周东路站，串联起江北新区、主城和东山副城。线路全长 40.64 千米，共设置 34 座车站，总投资 254.91 亿元。

表 4 2013~2015 年公司各线路运营指标

线路	运营指标	2013 年	2014 年	2015 年
1 号线	运营收入（万元）	37,778.38	54,350.55	51,975.95
	客运总量（万人次）	20,850.57	27,838.09	27,819.45
	平均日客运量（万人次）	57.12	76.27	76.22
	列车正点率（%）	99.96	99.91	99.94

	运营里程（万车公里）	2,213.38	3,921.34	3,912.62
1 号线南延线	运营收入（万元）	17,658.12	--	--
	客运总量（万人次）	7,131.68	--	--
	平均日客运量（万人次）	19.54	--	--
	列车正点率（%）	99.95	--	--
	运营里程（万车公里）	1,593.90	--	--
2 号线	运营收入（万元）	30,495.19	31,846.61	36,112.53
	客运总量（万人次）	17,233.73	19,200.76	22,879.35
	平均日客运量（万人次）	47.22	52.60	62.68
	列车正点率（%）	99.94	99.92	99.94
	运营里程（万车公里）	2,874.09	2,921.64	2,987.73
10 号线	运营收入（万元）	--	1,164.78	4,534.38
	客运总量（万人次）	--	1,973.36	4,070.23
	平均日客运量（万人次）	--	10.72	11.15
	列车正点率（%）	--	99.94	99.98
	运营里程（万车公里）	--	683.78	1,383.09
机场线(S1)	运营收入（万元）	--	1,877.67	5,324.02
	客运总量（万人次）	--	985.47	1,866.99
	平均日客运量（万人次）	--	5.36	5.12
	列车正点率（%）	--	99.91	99.96
	运营里程（万车公里）	--	714.83	1,460.25
宁天城际（S8）	运营收入（万元）	--	798.44	4,976.93
	客运总量（万人次）	--	288.40	2,319.46
	平均日客运量（万人次）	--	1.88	5.86
	列车正点率（%）	--	99.91	99.96
	运营里程（万车公里）	--	333.20	1,217.43
3 号线	运营收入（万元）	--	--	16,235.12
	客运总量（万人次）	--	--	12,890.63
	平均日客运量（万人次）	--	--	46.88
	列车正点率（%）	--	--	99.94
	运营里程（万车公里）	--	--	2,332.46
合计	运营收入（万元）	85,931.69	90,038.05	119,158.93
	客运总量（万人次）	45,215.99	50,286.08	71,666.11
	平均日客运量（万人次）	123.88	146.83	207.9
	列车正点率（%）	99.95	99.92	99.95

资料来源：公司提供

注：本表中运营收入包含地铁运营收入和票价补贴收入；2014 年 1 号线南延线统计数据并入 1 号线统计口径。

运营概况

目前，公司运营里程 225 公里，运营车站共 121 座；其中换乘站 7 座，分别为新街口站、元通站、南京南站、南京站、安德门站、泰冯路站。公司目前在运营车型为 A 型（车宽 3.0 米）地铁列车共 160 列，并配备行业先进水平的西门子移动闭塞信号管理系统。公司运营 B 型车 41 列，总共 201 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。2013~2015 年，客运总量分别为 4.52 亿人次、5.03 亿人次和 7.17 亿人次。同时运营票务收入分别为 8.11 亿元、9.00 亿元和 11.92 亿元，随着新路开通，运营票务收入不断增长。

运营成本方面，为维持老线正常运营以及承接将要竣工新线运营，运营公司员工快速增长，2013~2015 年运营公司正式员工分别为 6,832 人、8,625 人和 9,579 人。为管理现有人员，并降低运营人工成本，公司对组织架构进行优化调整。调整后结合新架构，坚持管理岗不突破 12%，生产岗不低于 88% 的配比原则，按照 33 人/公里标准进行配置。

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 41 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 2 分 34 秒；2 号线最高上线列车达 33 列，最小列车间隔 3 分钟 46 秒。同时公司坚持准点运营，近三年列车正点率一直在 99.7% 以上，在 2013 年亚青会期间，公司首次将首班车提前到 5:30 发车，并延长早高峰运行时间。

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。

1 号线建成时，公司采用分段收费方式，规定相邻两站之间为一区间，1 号线全程共 15 个区间，起步价 2 元（可乘坐七个区间），之后每 4 个区间为一段，每进入下一段增加 1 元，全程收费 4 元。1 号线南延线及 2 号线通车后，公司在运路线全程 55 个区间，仍沿用 2 元起价，4 元封顶的收费方式。

2013 年 10 月，南京市物价局召开了关于南京地铁线网票价听证会。2014 年 3 月，南京新地铁票价方案公布，新票制改变了目前按站点分段计费的票制，实行按里程计价；起步价 2 元可乘 10 公里，10 公里以上部分，每 1 元晋级里程为 6、6、8、8、10、10、12、14 公里；这一价格为南京地铁线网价格，以后老线和新开线路均按此价格执行。新票价于 2014 年 7 月 1 日开始实现，其对老线运营收入影响较小，新线由于运营里程较长，新票价将有利于新线运营收入增长。

表 5 南京地铁票价-乘坐里程表

分段	乘坐里程	跨度	单程票票价
1	0≤里程≤10	10公里	2元
2	10<里程≤16	6公里	3元
3	16<里程≤22	6公里	4元
4	22<里程≤30	8公里	5元
5	30<里程≤38	8公里	6元
6	38<里程≤48	10公里	7元
7	48<里程≤58	10公里	8元

8	58<里程≤70	12公里	9元
9	70<里程	每14公里	增加1元

资料来源：南京市物价局www.njwj.gov.cn

（2）新线地铁投资建设

地铁项目具有建设周期长、投资规模大、资金回收周期长等行业特性，公司地铁建设投资主要依靠轨道基金、区政府拨付以及银行贷款满足项目建设资金需求。

地铁新线项目建设获批后，轨道基金和区政府投入作为项目资本金，比例为 30%（国务院规定 20% 的出资比例），资本金比例可以较好的保障工程项目前期的顺利进展，并缓解公司的融资压力。同时无偿划入线路沿线土地供公司开发，土地出让金作为公司后续项目建设资金以及贷款本息的资金偿还来源。

目前公司在建的地铁线路包括：4 号线一期、宁溧城际、宁高二期和宁和城际一期。按照公司工程建设工期筹划，预计：4 号线一期于 2016 年底通车；宁高二期和宁和城际于 2017 年底前开通，宁溧城际于 2018 年开通。未来，随着新地铁线路陆续开通，公司线网规模效应将不断加强，地铁按运营里程计费新票制的执行将有助于公司地铁运营收入增长。

3. 资源开发板块

资源公司是公司资源开发板块运营主体。资源公司依托地铁车站，列车等地铁资源开展广告经营、店面租赁等非票务业务；并经营地铁工程建设相关配套业务，主要包括工程设备租赁、土方外运、钢支撑、钢围挡建设、市政建设、设施设备维保等工程服务，以及地铁建材等辅助业务；同时，通过对地铁沿线批复土地一二级开发，上盖物业开发与管理以及工程来增加经营收入，增强公司还本付息能力。

广告经营、店面租赁方面，随着新线路陆续开通，公司可租赁的面积大幅增长，截至 2016 年 3 月底，公司拥有地铁站厅、车厢等广告、视讯、通信、冠名权、商铺出租等核心资源，可租赁房产资源 18.89 万平米。2013~2015 年，广告业务分别实现收入 1.24 亿元、0.92 亿元和 0.98 亿元；；租赁业务实现收入 0.77 亿元、0.82 亿元和 1.04 亿元。

地铁建设建材供应业务方面，2013 和 2015 年，该业务分别实现收入 0.35 亿元和 159.80 万元。2013 年铁隧公司转让导致该板块收入下降，自 2014 年，公司不再运营该业务。2015 年该方面的收入主要为以前的尾款收入。

地铁配套工程方面，2013~2015 年，该业务分别实现收入 5.42 亿元、0.90 亿元和 0.54 亿元。2013 年实业集团注销后，地铁配套工程业务由资源公司承接，但实业集团之前主要工程建设业务不再开展，导致施工工程收入下降；2014 年及 2015 年形成的施工工程收入主要为以前遗留项目形成的收入。

公司一级土地开发方面，土地开发模式为：先由公司对批复土地进行一级整理，之后通过在公开市场招拍挂获得土地出让金，扣除土地成本和各项刚性计提获得的收益全额划拨至公司账户，同时计入公司资本公积科目。截至 2016 年 3 月底，公司共获得批复收储土地 163,454.20 亩（包括上盖物业用地和储备土地），实际已取得土地面积 146,302.05 亩。2013~2015 年期间，公司土地出让面积分别为 10.28 万平方米、53.84 万平方米和 16.30 万平方米，2013 年土地出让均价大幅增长主要系土地市场回暖所致；2013~2015 年，公司土地出让金额分别为 6.65 亿元、35.05 亿元和 28.69 亿元。2014 年土地出让面积为 2013 年 5.23 倍，

主要系随着 2013 年地价的不断攀升，加大了土地上市力度。2015 年土地出让均价大幅增长主要系土地市场回暖所致。公司土地出让金额与表 1 中土地运作收益不等，主要系土地出让金回款滞后及部分由财政刚性计提所致，表 1 中所反映为土地净收益当年实际到账数。2013~2015 年，分别获得返还的土地净收益为 0.19 亿元、0.80 亿元和 20.28 亿元，差额为财政刚性计提，直接扣除部分，不在公司报表反映。2015 年公司获得的轨道基金划拨为 76.10 亿元，较 2014 年增长 203%，包括 50.50 亿元的财政拨款、20.28 亿元的土地运作收益和、1.44 亿元的税费返还和区级拨款 3.88 亿元，其中 30.17 亿元用于还本付息，其他计入公司资本公积。

根据公司土地出让计划，2016 年公司预计土地出让收入 53.20 亿元，土地出让收入是公司地铁建设还本付息的重要来源之一。

表 6 2012~2015 年公司土地出让情况（单位：平方米、元/平方米、万元）

年份	出让面积	出让均价	出让金额
2012 年	46,248.60	4,757.00	22,000.00
2013 年	102,820.00	6,467.00	66,500
2014 年	538,406.67	6,510.00	350,500.25
2015 年	162,986.66	17,603.71	286,917.00

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2013~2015 年，公司应收账款周转次数分别为 4.31 次、3.63 次和 5.49 次；公司存货周转次数分别为 11.15 次、6.96 次和 4.98 次。近三年，公司总资产周转次数分别为 0.03 次、0.02 次和 0.01 次。总体看，基于公司投资项目准公益性的特点，呈现出整体经营效率较弱的城市轨道交通行业性特征。

5. 未来投资规划

截至 2015 年底，公司在建地铁项目主要包括 4 号线一期、宁和城际一期、宁溧城际和宁高二期四条线路。在建线路计划投资额合计 599.34 亿元，目前已累计投资 297.29 亿元；同时，未来三年公司拟建地铁线路包括五号线、七号线和一号线北延线，计划总投资 633.87 亿元，未来 3 年在建和拟建项目需投资 624.94 亿元，未来投资规模将维持在较高水平，公司对外融资需求将进一步加大。

表 7 截至 2015 年底公司在建地铁项目概况（单位：亿元）

	项目	计划投资	项目资本金	建设期	截至 2015 年底累计投资	2016 年计划投资	2017 年计划投资	2018 年计划投资
在建项目	4 号线一期	200.70	60.21	2011-2016	126.77	40	34	--
	宁和城际一期	172.57	51.77	2012-2017	95.02	25	25	27.55
	宁高二期	119.38	23.88	2014-2017	50.90	20	37	11.48
	宁溧城际	106.69	21.34	2015-2018	25	20	50	11.69
	小计	599.34	157.2	--	297.29	105	146	51.12
拟建项目	五号线	306.61	61.32	2016-2021	--	42.88	72.64	75.2
	七号线	268.91	53.78	2017-2022	--	--	35.02	66.28

	一号线北延	58.35	11.67	2017-2021	--	--	13.78	17.02
	小计	633.87	126.77	--	--	42.88	121.44	158.5
	总计	1,233.21	283.97	--	297.29	147.88	267.44	209.62

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年度三年连审财务报表由中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围上，公司近年来为剥离其他业务，更加聚焦于地铁建设、运营和资源开发，下属子公司整合力度较大。2013 年，公司合并范围新增 2 家子公司，同时减少 8 家子公司；2014 年，公司合并范围子公司新增 2 家子公司，同时减少 2 家子公司；2015 年，公司新增 2 家子公司（南京仙林地铁投资管理有限公司和南京元平建设发展有限公司）。合并范围变更对公司资产影响较小，但对营业收入造成一定波动。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 1,233.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 396.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益 380.47 亿元。2015 年，公司实现营业收入 14.01 亿元，净利润（含少数股东损益）1.53 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.10 亿元；经营活动现金流量净额为 10.43 亿元，现金及现金等价物净增加额 83.32 亿元。

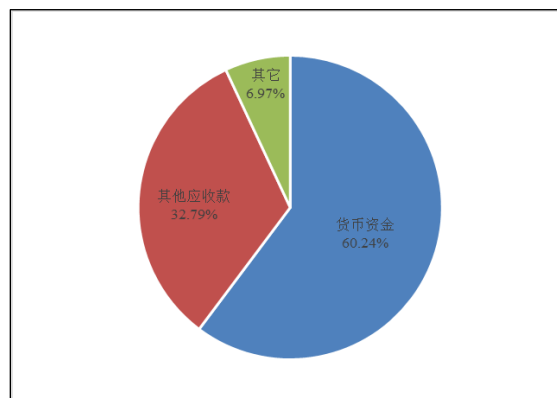
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 26.86%，主要系非流动资产增加所致。截至 2015 年底，公司资产总额为 1,233.44 亿元，较 2014 年底增长 35.49%，主要系货币资金、固定资产、在建工程 and 无形资产增长所致。从资产结构来看，公司资产总额中流动资产占 18.93%，非流动资产占 81.07%，符合公司所处行业特征。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产小幅增长，年均复合增长 23.44%，截至 2015 年底，公司流动资产为 233.44 亿元，较 2014 年底增长 46.45%，主要系货币资金增长所致，主要以货币资金（60.24%）和其他应收款（32.79%）为主。

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 年，公司货币资金波动幅度较大，年均复合增长 37.38%，截至 2015 年底，公司货币资金为 140.62 亿元，较 2014 年底增长 145.39%，主要系银行存款大幅增长所致。货币资金主要以银行存款（占比 95.54%）与其他货币资金（占比 4.46%）为主，其中受限资金为 6.28 亿元，主要为保证金。公司货币资金规模大，占资产比例较高，主要系公司目前在建地铁线路较多，平均每条线路投资额均在百亿元以上，且工程款均采用现款按月计量支付方式，必须储备一定量的货币资金，符合行业特征。

2013~2015 年，公司应收账款快速下降，年均复合下降 26.30%。截至 2015 年底，公司应收账款为 2.19 亿元，较 2014 年底下降 23.97%。公司应收账款主要为应收地铁施工企业工程配套款和建材供应款等。账龄上，1 年以内占 11.32%，1~2 年占 12.56%，2~3 年占 30.23%。公司应收账款综合账龄较长，主要为资源公司的工程款，考虑到公司应收账款欠款客户多为地铁施工企业，其经营实力强，公司应收账款回收风险较小。

2013~2015 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长率为 4.16%。截至 2015 年底，公司其他应收款为 76.55 亿元，较 2014 年底下降 14.98%，主要系暂借款及往来款减少所致。账龄占比情况如下：1 年以内的占比 13.16%，1~2 年的占比 68.37%，2~3 年的占比 0.75%，账龄在 3 年以上的其他应收款占比为 17.72%。从欠款单位来看，前五名欠款单位合计占比为 86.00%，主要为新线借款利息、玄武区土地储备中心和浦口区人民政府等，其他应收账款质量较高，公司未计提坏账准备。

表 8 截至 2015 年底公司其他应收账款前 5 名情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比	账龄
新线借款利息	401,808.32	52.53	5 年以内
浦口区人民政府	116,294.42	15.20	4 年以内
玄武区土地储备中心	91,392.82	11.95	2 年以内
江宁区人民政府	25,984.69	3.40	4 年以内
市交通运输局江北大道建设项目部（代建项目）	22,846.27	2.99	2 年以内
合计	658,326.52	86.06	--

资料来源：公司审计报告

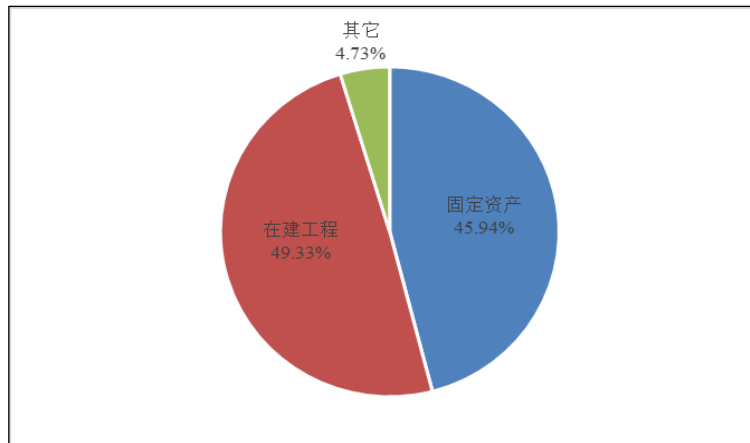
2013~2015 年，公司存货快速增长，年均复合增长 71.17%。截至 2015 年底，公司存货为 4.41 亿元，较 2014 年底增长 79.12%，主要系原材料增加所致，其中原材料占比 76.03%，库存商品占比为 23.91%。

2013~2015 年，公司其他流动资产迅速增长，年均复合增长率为 122.80%，主要为待抵扣的进项税额。截至 2015 年底，公司其他流动资产为 9.19 亿元，较 2014 年底增长 47.69%，主要系待抵扣的进项税额增加 3.00 亿元。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产迅速增长，年均复合增长率为 27.70%，随着南京地铁建设的不断推进，在建工程占比呈现上升趋势，截至 2015 年底，在建工程占非流动资产总额的 49.33%，固定资产占 45.94%，无形资产占 2.61%，可供出售金融资产占 1.92%，其他占比合计 0.20%。公司非流动资产主要以固定资产和在建工程为主。

图 2 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 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 101.34%。其中，2014 年增幅主要是公司增加对南京元平建设发展有限公司(以下简称“元平公司”)的投资 11.45 亿元（持股比例 40%）；截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 19.17 亿元，较 2014 年底增长 18.50%。2015 年，公司新增的可供出售金融资产主要为对中铁电化集团南京有限公司南新增投资 15.63 亿元（持股比例 40.00%），原计入可供出售金融资产的元平公司和仙林地铁纳入合并范围，不再计入可供出售金融资产。

2013~2015 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 34.67%。截至 2015 年底，公司固定资产为 459.44 亿元，较 2014 年底增长 87.61%，主要系在建工程转固增加（主要为 10 号线、地铁 2 号线东延线工程和机场线），累计折旧 25.30 亿元，固定资产成新率为 94.25%。固定资产原值构成上，主要以房屋及建筑物（占比 70.55%）和相关设备（占比 29.30%）为主。

2013~2015 年，随着地铁建设投资增长，公司在建工程快速增长，年均复合增长 18.61%。截至 2015 年底，公司在建工程为 493.30 亿元，较 2014 年底增长 4.44%。其中 3 号线占比 47.81%，4 号线地铁占比 19.74%，12 号线地铁占比 11.21%，拆迁补偿占比 4.14%，宁高城际占比 4.30%，宁天城际占比 4.45%，其他工程合计占比 8.35%。宁天城际一期工程主要通过 BT 模式建设，公司在建科目下宁天城际一期投入主要为两条线路，非 BOT 的部分工程由公司负责实施，主要包括项目的前期费用、勘察设计、征地拆迁等。

2013~2015 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 206.13%，主要系在建工程土地使用权转入所致。截至 2015 年底，公司无形资产为 26.08 亿元，较 2014 年底增长 63.57%，主要由土地使用权（占 99.89%）和软件（占 0.11%）构成。

总体来看，随着地铁线路的投资增长，公司近年来资产总额快速增长；公司资产以非流动为主，流动性较弱。流动资产中货币资金和应收款项占比高，应收款项坏账风险较小；非流动资产以地铁资产和在建工程为主；公司资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

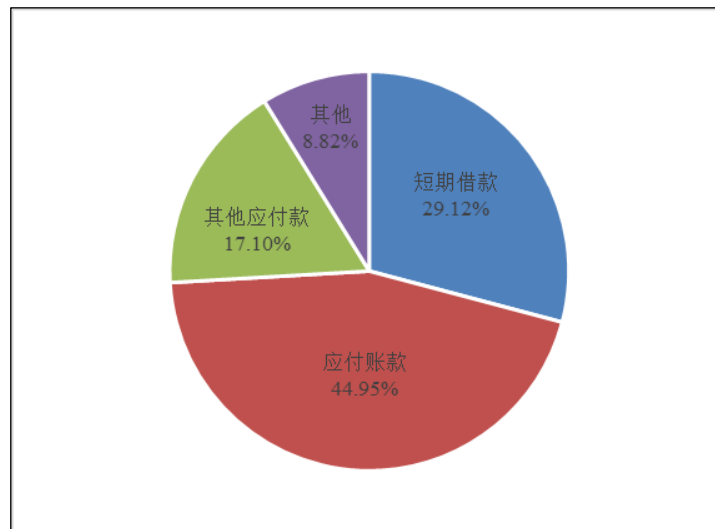
2013~2015 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 26.13%，主要系应付账款、长期

借款和长期应付款增长所致。截至 2015 年底，公司负债总额为 837.00 亿元，较 2014 年底增长 31.89%，主要系应付账款、长期借款、应付债券和长期应付款增长所致。其中流动负债占比 9.00%，非流动负债占比 91.00%，以非流动负债为主，符合公司地铁建设项目建设周期较长的特点，负债结构较为合理。

流动负债

2013~2015 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 2.87%。截至 2015 年底，公司流动负债为 75.34 亿元，较 2014 年底增长 5.61%，主要系无形资产增加所致，公司流动负债主要由短期借款（占 29.12%）、应付账款（占 44.95%）和其他应付款（17.10%）构成。

图 3 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款波动中有所下降，年均复合下降 1.32%。截至 2015 年底，公司短期借款为 21.94 亿元，较 2014 年底下降 31.44%，主要系信用借款减少所致；其中，信用借款占比 86.33%，保证借款占比 13.67%。

2013~2015 年，公司应付账款年均复合增长 1.48%。截至 2015 年底，公司应付账款为 33.87 亿元，较 2014 年底增长 43.00%，主要系工程款及质保金的支付增长所致。构成上，应付账款主要为工程款、质保金、审计预留费。从账龄看，1 年以内占 25.26%，1~2 年的占 38.66%，2~3 年的占 21.71%，3 年以上的占 14.36%。

2013~2015 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 21.36%。截至 2015 年底，公司预收款项为 2.60 亿元，较 2014 年底增长 27.08%，主要为预收的物业租赁、广告等款项。

2013~2015 年，公司其他应付款波动下降，年均复合降幅 2.42%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 12.89 亿元，较 2014 年底增长 1.94%，主要为内部往来、暂借暂收款和工程应付款项等构成。

非流动负债

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 29.39%。截至 2015 年底，公司非流动负债为 761.66 亿元，较 2014 年底增长 35.22%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。其中，长期借款占比为 85.80%，长期应付款占比为 11.05%。

2013~2015 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 23.50%。截至 2015 年底，公司长期借款余额为 617.08 亿元，同比增长 27.69%，主要系银行贷款增加，主要包括为三、四、10 号线和宁和城际项目贷款增加所致。其中，质押借款占 72.76%，信用借款占 15.02%，担保借款占 12.22%，质押借款全部为银团贷款。

2013、2014 年底，公司无应付债券；2015 年底，公司应付债券 39.75 亿元，主要为 2015 年度第一期中期票据 20 亿元人民币，证券简称“15 宁地铁 MTN001”，票面利率为 4.59%，以及 2 期 15 年期公司债券合计 20 亿元，证券简称分别为“15 南京地铁 PRN001”和“15 南京地铁 PRN002”，票面利率分别为 5.73% 和 5.18%。

2013~2015 年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 44.14%。截至 2015 年底，公司长期应付款余额为 104.39 亿元，同比增长 31.20%，主要为新增的融资租赁款。构成上，长期应付款全部体现为地铁设备的融资租赁款。本报告将融资租赁款调整为长期债务进行核算。

从有息债务来看，2013~2015 年，公司全部债务快速增长，年均复合增幅 28.08%。截至 2015 年底，公司全部债务为 783.16 亿元，较 2014 年底增长 31.57%，主要系长期债务增长所致。构成上，短期债务占 3.11%，长期债务占 97.20%。公司有息债务快速增长，且以长期债务为主。

从债务负担情况来看，2013~2015 年底，公司资产负债率分别为 68.65%、69.71% 和 67.86%。同期全部债务资本化比率为 66.52%、68.34% 和 66.39%；2013~2015 年底，公司长期债务资本化比率分别为 65.44%、67.12% 和 65.75%。公司负债维持在较高水平。

总体来看，受地铁建设影响，公司债务维持在较高水平。公司地铁融资以长期融资为主，债务结构合理。考虑到公司依然面临较大投资需求，未来债务规模依然将维持在较高水平。

（2）所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益增长较快，年均复合增长 28.46%。截至 2015 年底，公司所有者权益为 396.45 亿元，较 2014 年底为底增长 43.77%，主要系实收资本和资本公积增长所致。2015 年公司实收资本增加 86.57 亿元，为南京市国资委和国开基金对公司分别增加注资 73.69 亿元和 12.88 亿元；公司资本公积实际增加 19.01 亿元，其中主要来自财政拨款。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 95.97%；母公司所有者权益中，实收资本占 53.54%，资本公积占 42.54%，盈余公积占 0.46%，未分配利润占 3.46%。

总体来看，政府持续提供轨道基金和资产划拨等支持，公司所有者权益规模快速增长，公司所有者权益构成稳定性较好。

4. 盈利能力

受公司业务结构调整，公司收入规模波动下降，2013~2015 年，公司营业收入年均复合降幅 10.51%。2015 年，公司实现营业收入 14.01 亿元，较 2014 年增长 10.76%，主要系新线开通运营收入增加所致。2014 年，公司实现营业成本 13.80 亿元，较 2013 年下降 10.66%，主要系广告成本和施工工程成本大幅下降所致；2015 年，公司实现营业成本 17.10 亿元，较 2014 年增长 23.92%，主要为运营成本大幅增长所致。2015 年营业成本增长幅度大于营业收入增长幅度，导致营业利润率大幅下降至 -24.63%。

2013~2015 年，公司期间费用分别为 1.18 亿元、1.05 亿元和 1.13 亿元，三年复合增长

0.57%；公司期间费用占营业收入比重分别为 6.39%、8.27% 和 8.08%。公司借款利息主要资本化处理，期间费用中主要以管理费用为主。

2013~2015 年，公司营业外收入分别为 3.35 亿元、3.71 亿元和 6.19 亿元。为弥补地铁运营亏损和增强公司盈利能力，政府给予公司一定补贴支持。

2013~2015 年，公司利润总额分别为 4.24 亿元、1.44 亿元和 1.61 亿元。政府补贴对公司利润总额贡献很大。2015 年公司利润总额为 1.61 亿元，较上年增长 11.35%，主要系 2015 年政府给予公司较大的财政补贴所致。

2013~2015 年，公司总资本收益率分别为 0.52%、0.15% 和 0.13%；净资产收益率分别为 1.55%、0.48% 和 0.39%。

总体来看，因为地铁运营具有准公共物品特性，运营往往处于亏损，虽然公司通过发展非票业务来弥补运营亏损，并获得政府补贴支持，但整体盈利能力依然不高。未来随着地铁新线投入运营、新票价执行以及资源开发更趋成熟等，公司盈利能力有望逐步提升。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2013~2015 年，公司经营活动现金流入量波动较大，年均复合增幅 7.94%。2015 年，公司经营活动现金流入为 39.91 亿元，较 2014 年增长 83.19%，主要系公司收到其他与经营活动有关的现金中的与政府往来款大幅增长所致。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为政府补贴、收回欠款和财政往来款等。2013~2015 年，公司现金收入比分别为 121.62%、125.29% 和 132.05%，近三年收入质量有所改善主要系收回往年的应收账款。2013~2015 年，公司经营活动现金流出量波动增长，年均复合增幅 11.32%。2015 年，公司经营活动现金流出为 29.48 亿元，较 2014 年增长 57.78%。2013~2015 年，公司经营活动现金流净额分别为 10.47 亿元、3.10 亿元和 10.43 亿元。

投资活动现金流方面，2013~2015 年，公司投资活动现金流入规模较小，分别为 1.09 亿元、0.87 亿元、1.68 亿元。2013~2015 年，投资活动现金流出量分别为 129.74 亿元、138.14 亿元和 164.94 亿元，2012 年以来，4 号线、宁高城际、宁和城际等线路陆续开工，投资流出逐年增大。2014 年，投资活动现金流出量规模小于固定资产、在建工程 and 无形资产等新增规模，主要系公司项目资金支出部分在筹资活动现金流出中体现。受上述因素影响，2013~2015 年，公司投资活动现金流净额分别为 -128.66 亿元、-137.27 亿元和 -163.26 亿元。

筹资活动现金流方面，公司筹资现金流入集中在吸收投资所收到的现金和借款收到的现金两个科目，反映的主要是财政投入的地铁项目资本金和银行融入的借款，2013~2015 年，筹资活动现金流入波动增长，年均增幅 27.92%。2013 年，吸收投资收到的现金为 28.34 亿元，主要为轨道基金拨款。2014 年，吸收投资收到的现金为 42.28 亿元，主要为轨道基金款（34.41 亿元）、土地运作收益款（0.8 亿元）、区级拨款（2.25 亿元）。2015 年，吸收投资收到的现金为 121.88 亿元，主要为轨道基金拨款（50.50 亿元）、土地运作收益款（20.28 亿元）、税费返还（1.44 亿）、区级拨款 3.88 亿元和政府债务置换 21.04 亿元，2015 年，筹资活动现金流入量为 411.05 亿元，同比下降 99.82%。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。2013~2015 年，公司筹资活动净流量分别为 136.69 亿元、116.96 亿元和 235.82，有效的弥补了投资活动现金流出。

总体看，公司经营活动现金流入量呈上升趋势，自身现金生成能力有所提高，公司工程项目投资数额较大，对外部资金依赖性较强。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率有所上升，2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 3.10 倍和 3.04 倍，主要系货币资金和其他流动资产增长带动流动资产快速增长所致；2013~2015 年，经营现金流动负债比有所波动，三年分别为 14.70%、4.35%和 13.84%。2015 年底较上年底增长 9.49 个百分点，主要系财政拨款大幅增长，经营活动产生的现金流净额增长所致。公司短期偿债指标较高，短期偿债能力良好。

从长期偿债指标来看，2013~2015 年，公司 EBITDA 年均复合下降 10.21%，分别为 8.50 亿元、6.23 亿元和 6.85 亿元；2013~2015 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.02 倍、0.01 倍和 0.01 倍，公司长期偿债指标较弱，但考虑到随着新线投入、新票价执行，公司营业收入将大幅增长，公司收储土地和上盖物业面积较大，土地变现收益预期良好，以及公司债务主要为 25 年期银团贷款为主等因素，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司获得各金融机构的授信额度合计为 893.58 亿元，尚未使用额度 213.05 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保余额 73.63 亿元，对外担保比率为 18.57%。公司提供的担保贷款主要用于南京地铁建设和资源开发相关项目，担保对象主要为中央或地方国有企业，经营状况正常。总体看，公司或有负债风险相对较低。

表 9 截至 2016 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元、%）

被担保人	金额	占担保总额比例
中铁电气化集团南京有限公司	94,000.00	12.77
中铁电气化集团南京有限公司	590,000.00	80.13
南京淳科实业发展有限公司	30,000.00	4.07
南京地铁小镇集团有限公司	22,277.75	3.03
合计	736,277.75	100.00

资料来源：公司提供

7. 过往债务履约情况

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 2016 年 5 月 16 日，公司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。

8. 抗风险能力

地铁运营为公司核心经营板块，同时伴以房地产及物业等多种业务经营。公司为南京市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，具有区位优势，受政府支持力度大；未来随着公司地铁建设项目的陆续完工及客流量迅速增加，且采用新的票制，地铁运营收入规模将快速提升。

综合来看，基于对公司自身经营和财务风险，以及公司所处区域政府财政实力、对公司的支持以及行业经济运行情况综合判断，公司整体抗风险能力较强。

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

本期公司债券发行额度为26.00亿元，对公司现有债务有一定的影响。

截至 2015 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.86% 和 66.39%。以 2015 年底财务报表为基础，不考虑其他因素，预计本期公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 68.52% 和 67.12%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2013~2015年，公司经营活动产生的现金流入量分别为34.25亿元、21.78亿元和39.91亿元，分别为本期公司债券发行额度的1.32倍、0.84倍和1.53倍；分别为单年最高本金偿还金额(5.20亿元)的6.56倍、4.19倍和7.68倍。2013~2015年，公司经营活动现金流量净额分别为10.47亿元、3.10亿元和10.43亿元，分别为本期公司债券发行额度的0.40倍、0.12倍和0.4倍；分别为单年最高本金偿还金额的2.01倍、0.54倍和3.01倍。2013~2015年，公司EBITDA分别为8.50亿元、6.23亿元和6.85亿元，分别为本期公司债券发行额度的0.33倍、0.24倍和0.26倍；分别为单年最高本金偿还金额的1.63倍、1.20倍和1.32倍。经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对本期公司债券覆盖程度较低；但经营活动现金流入量对本期公司债券单年最高本金偿付覆盖程度较高，本期公司债券提前分期偿还条款有助于缓解公司未来集中偿付压力。预计随着公司后续地铁线路联网、新票价执行，票款收入的大幅增加及资源开发业务拓展，公司对本期公司债券保障程度会有较大的提高。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得批复土地 163,454.20 亩（包括上盖物业用地和收储土地），实际已取得土地面积 146,302.05 亩，根据目前南京土地出让均价 700 万/亩计算，公司实际拥有土地价值合计约 6,000 亿元，扣除土地成本和各项刚性计提，预计可实现净收益 2700 亿元。储备土地价值较大。获得的出让土地收益可用于本期公司债券本息偿还，对本期公司债券保障程度较高。

此外，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。2013~2015 年，南京市公共预算收入分别为 831.31 亿元、920.90 亿元和 1020.00 亿元，对本期公司债券的覆盖倍数分别为 31.97 倍、35.42 倍和 39.23 倍。考虑到南京市地方财力雄厚，且近年持续增长，其对本期公司债券的保障能力很强。南京市政府在融资方案中的该项安排将极大的增强本期公司债券的还本付息能力。

十、结论

近年来，南京市区域经济持续发展，财政实力稳步增长。公司作为南京市地铁投资建设、运营管理、资源开发的唯一主体，区位优势显著。在项目资本金注入、融资支持、土地注入、财政补贴等方面得到地方政府的大力支持。

公司资产规模快速增长，资产以固定资产和在建工程为主，资产流动性较弱，因公司正逐步开展轨道交通地下空间确权工作，地下空间权属的确立将进一步保障公司核心资源的开发运作，资产质量良好，升值潜力巨大；受项目资本金注入和战略投资者股权配置影响，公司所有者权益快速增长，稳定性较好；负债规模大，负债率保持在较高水平；公司整体盈利

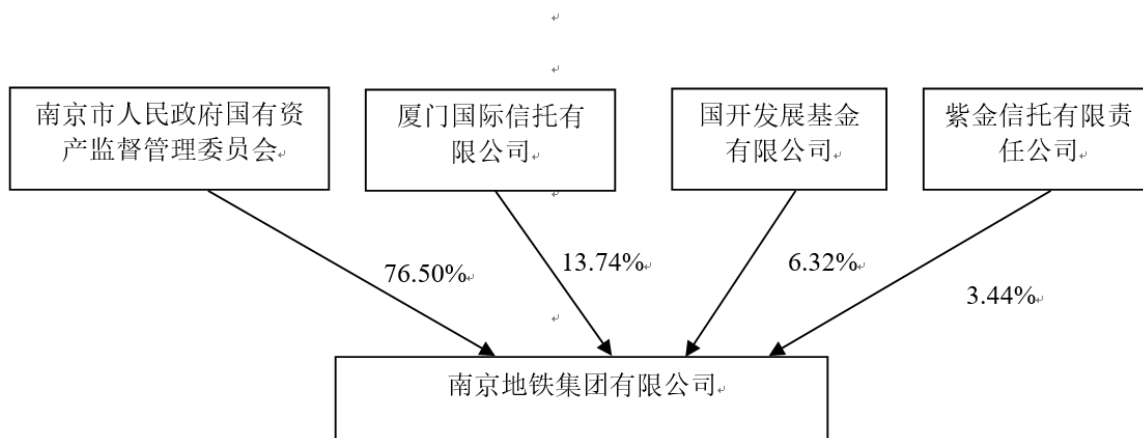
水平不高；经营活动获现能力有所增强，经营活动现金流入规模快速增长。

未来，公司在建地铁线路将逐步投入运行，线网网络效应增强，地铁资源将更加丰富，新票价有利公司收入增长；同时，公司土地资源丰富，土地运作预期收益良好；南京市财政实力不断增强及对公司支持的持续，公司整体抗风险能力有望增强。联合评级对公司评级展望为稳定。

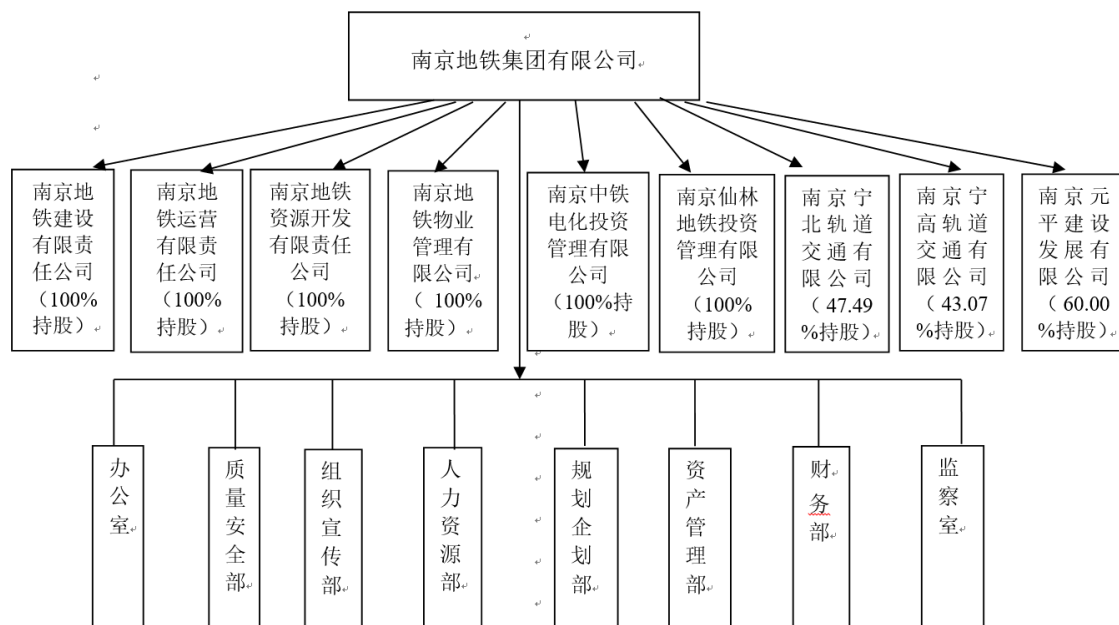
本期公司债券设立提前分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司未来集中偿付压力，南京市政府对地铁线路融资安排有助于增强本期公司债券本息偿付安全。

总体看，本期公司债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 南京地铁集团有限公司 股权结构图



附件 1-2 南京地铁集团有限公司 组织结构图



附件 2 南京地铁集团有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	766.38	910.37	1,233.44
所有者权益（亿元）	240.26	275.74	396.45
短期债务（亿元）	22.53	32.38	24.34
长期债务（亿元）	454.86	562.84	761.22
全部债务（亿元）	477.39	595.23	783.16
营业收入（亿元）	17.49	12.65	14.01
净利润（亿元）	3.71	1.33	1.53
EBITDA（亿元）	8.50	6.23	6.85
经营性净现金流（亿元）	10.47	3.10	10.43
应收账款周转次数（次）	4.31	3.63	5.49
存货周转次数（次）	10.27	6.96	4.98
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	0.01
现金收入比率（%）	121.62	125.29	132.05
总资本收益率（%）	0.52	0.15	0.13
总资产报酬率（%）	0.56	0.17	0.15
净资产收益率（%）	1.55	0.48	0.39
营业利润率（%）	9.21	-11.39	-24.63
费用收入比（%）	6.39	8.27	8.08
资产负债率（%）	68.65	69.71	67.86
全部债务资本化比率（%）	66.52	68.34	66.39
长期债务资本化比率（%）	65.44	67.12	65.75
EBITDA 利息倍数（倍）	0.39	0.17	0.09
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.01	0.01
流动比率（倍）	2.15	2.23	3.10
速动比率（倍）	2.13	2.20	3.04
现金短期债务比（倍）	3.31	1.79	6.41
经营现金流流动负债比率（%）	14.70	4.35	13.84
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.33	0.24	0.26

注：1、公司 2016 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；2、融资租赁款调入长期债务核算；3、本报告使用 2013~2015 年三年连审审计报告财务数据。

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	
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%
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	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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+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 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。