

2020 年南昌轨道交通集团有限公司

绿色债券信用评级报告

项目负责人：方华东 hdfang@ccxi.com.cn

项目组成员：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 6 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2019]2501D 号

南昌轨道交通集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2020 年南昌轨道交通集团有限公司绿色债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本次绿色债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十八日

发行要素

发行主体	本次规模	发行期限	偿还方式	发行目的
南昌轨道交通集团有限公司	20 亿元	10 年，在债券存续期的第 5 个计息年度末附设发行人调整票面利率选择权和投资者回售权	每年付息一次，到期一次还本付息	拟 10 亿元用于南昌市轨道交通 4 号线一期工程的投资建设，10 亿元用于补充营运资金

评级观点：中诚信国际评定南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“南昌轨道”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年南昌轨道交通集团有限公司绿色债券”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了区域发展环境向好、有力的外部支持、票务收入持续增长及轨道交通 3 号线 B 部分采取 PPP 模式一定程度上缓解了公司未来的投资及运营亏损压力等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到土地及房地产政策变化带来的土地出让收益不确定性、债务增长较快以及面临较大的投融资压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

南昌轨道	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	624.99	686.66	787.65	807.20
所有者权益合计（亿元）	342.46	380.08	421.96	421.69
总负债（亿元）	282.53	306.58	365.70	385.51
总债务（亿元）	252.59	272.74	322.14	341.59
营业总收入（亿元）	6.78	8.08	8.99	1.50
经营性业务利润（亿元）	14.31	9.78	4.32	-0.66
净利润（亿元）	15.32	10.11	7.83	-0.69
EBITDA（亿元）	16.03	11.01	8.93	-
经营活动净现金流（亿元）	11.58	3.23	3.98	0.91
收现比(X)	1.02	0.96	0.78	1.36
营业毛利率(%)	36.45	35.58	36.63	-9.83
应收类款项/总资产(%)	1.39	2.97	3.27	3.44
资产负债率(%)	45.21	44.65	46.43	47.76
总资本化比率(%)	42.45	41.78	43.29	44.75
总债务/EBITDA(X)	15.75	24.76	36.07	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.66	1.07	0.64	-

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季报整理；2、公司各期财务报表根据新会计准则编制；3、为准确计算公司债务，将长期应付款中的有息债务计入长期债务；4、公司 2020 年一季报未经审计，且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

正 面

■ **区域发展环境向好。**南昌市作为江西省的省会城市，近年来经济财政实力逐年增强，且居于江西省首位；大南昌都市圈的规划亦使得南昌市发展迎来新机遇，为公司的发展提供了良好的外部环境。

■ **有力的外部支持。**公司作为南昌市唯一的轨道建设和运营主

体，得到了南昌市政府轨道建设资金来源及偿债保障支持、资金注入、政府补贴及国有资本收益返还等方面的大力支持。

■ **轨道线路陆续开通，票务收入持续增长。**2017~2019 年，公司票务收入分别为 2.53 亿元、3.10 亿元和 3.70 亿元，且随着后期开通线路的增加，收入将持续增长。

■ **轨道交通 3 号线 B 部分的 PPP 模式一定程度上缓解了公司未来的投资及运营亏损压力。**南昌轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式运营，一定程度上可以减轻公司未来投资压力，也可以缓解运营期间带来的亏损压力。

关 注

■ **土地及房地产政策变化带来的不确定性。**轨道交通建设资金对区域内土地出让收益的依赖程度较高，土地及房地产政策变化或将带来区域内土地出让及收益的不确定性。

■ **公司债务规模增长较快且后期建设资金需求较大，面临较大的投融资压力。**截至 2019 年末，公司总债务为 322.14 亿元，近年来债务规模增长较快；同时，公司在建和拟建轨道线路尚需投资规模较大，且 3 号线和 4 号线一期资本金比例较低，公司未来面临一定的投融资压力。

评级展望

中诚信国际认为，南昌轨道交通集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

同行业比较

2019 年同类型基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
南昌轨道交通集团有限公司	787.65	421.96	46.43	8.99	7.83	3.98
长沙市轨道交通集团有限公司	1,408.05	628.75	55.35	18.04	3.35	8.59
济南轨道交通集团有限公司	749.05	190.83	74.52	5.32	0.71	-36.73

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

公司前身为南昌轨道交通有限公司，于 2008 年 10 月 6 日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”）作为出资人组建，初始注册资本 15,000 万元。2011 年 12 月，南昌市国资委对公司增资，公司注册资本变更为 225,000 万元；同期公司名称变更为南昌轨道交通集团有限公司。2015~2016 年，国开发展基金有限公司分批次对公司增资 34.00 亿元，但均已于 2018 年 9 月全额收回。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 26.15 亿元，南昌市国资委持有公司 100% 股权，公司控股股东及实际控制人均为南昌市国资委。

公司是南昌市唯一的轨道建设及运营主体，经营范围包括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；轨道交通的通讯及其他特许经营权的经营；轨道交通项目周边相关资产经营管理及轨道交通项目的投资融资业务等。

表 1：公司主要子公司

全称	简称
南昌轨道交通资产经营有限公司	资产经营公司
南昌轨道交通地产开发有限公司	轨道地产
南昌市金轨国有资产运营有限责任公司	金轨国资
南昌地铁电视有限公司	电视公司
南昌地铁田园开发投资有限公司	田园公司
南昌轨道交通集团物业管理发展有限公司	轨道物业

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本次债券概况

公司本次债券发行规模为人民币 20 亿元，发行期限为 10 年，在债券存续期的第 5 个计息年度末附设发行人调整票面利率选择权和投资者回售权；募集资金拟 10 亿元用于南昌市轨道交通 4 号线一期工程的投资建设，10 亿元用于补充营运资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一

季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚

持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

轨道交通行业分析

2019 年，我国轨道交通新增运营里程继续保持稳步增长态势，未来仍面临很大的建设需求；为应对融资压力大、后期运营期亏损等问题，各地城市轨道交通融资模式由政府主导向多元化发展；国务院出台相关文件保证轨道交通规范有序和持续健康发展；需关注疫情对轨道交通行业的影响

整体态势：2000 年以来，我国轨道交通每年运营里程不断增长，2000 年末，我国轨道交通运营里程 146.0 公里。截至 2019 年末，我国（不含港澳台）40 个城市合计运营轨道交通 6,736.2 公里，共计 208 条线路。2019 年全年累计完成客运量 237.1 亿人次，同比增长 12.5%，总进站量为 149.4 亿人次，总客运周转量为 2,003.1 亿人公里。从运营线网规模看，共计 18 个城市的线网规模达到 100 公里或以上。从客运量情况来看，北京、上海、广州、深圳 4 市客运量占全国总客运量的 54.6%，全年累计完成客运量分别为 39.6 亿人次、38.8 亿人次、33.1 亿人次和 17.9 亿人次；成都、南京、武汉和重庆累计完成客运量均突破 10 亿人次。截至 2019 年末，共有 56 个城市（部分由地方政府批复项目未纳入统计）在建线路总规模 6,902.5 公里，同比增长 8.3%，可研批复投资额累计 46,430.3 亿元；在建线路 279 条（段）。2019 年全年共完成城轨交通建设投资 5,958.9 亿元，同比增长 8.9%。共有 24 个城市的在建线路超过 100 公里。2019 年轨道交通行业延续快速发展态势，随着投运线路增加，运营规模和效率继续提升，同时规划、在建线路数量和里程均超过在运营规模，轨道交通的建设需求依旧很大。

融资模式：城市轨道交通是巨大的综合性复杂系统，具有建设规模大、建设周期长、项目投资大等特点。城市轨道交通作为城市公共交通系统的重要组成部分，具有明显的公益性，商业性相对较弱，导致民间资本进入城市轨道交通行业的动力较弱，城市轨道交通建设需由政府来主导。从世界上城市轨道交通较为发达城市的建设运营经验来看，纽约、伦敦、新加坡、香港等城市轨道交通建设初期均由政府主导，政府除提供项目建设资金外，都配

置了相应的运营补贴及优质资源对城市轨道交通建设运营给予支持，待城市轨道交通通车线路达到一定规模、形成一定的网络后，政府逐步开始利用市场资源对外融资。为了应对我国轨道交通快速增长的发展需求，各地在轨道交通融资模式上开拓创新。在投融资方面，我国轨道交通经历了三个阶段，阶段一：完全政府性投资，以北京、上海、广州地铁建设初期为例，政府财政资金支付超过60%，辅以部分银行贷款。阶段二：政府引导性投资，由政府提供资本金，注入融资平台，再由融资平台在公开市场上进行多元化融资。阶段三：多元化融资创新阶段，其中以吸引社会资本的PPP模式和一体化开发模式（轨道+物业+资源开发+资本运作）为重点发展方向。总的来看，在我国轨道交通需求量大和资源限制因素较多的背景下，轨道交通建设和运营的融资模式正处于多元化发展的创新阶段，无论是吸引社会资本的PPP模式还是综合利用轨道交通资源的一体化模式，最终的目标均是在量力而行的前提下，更好的应对投资压力大的困难，更加有效的推动轨道交通的建设和发展。未来，随着多元化融资模式的深入发展和不断完善，其在轨道交通建设领域的应用或将进一步得到推广。

相关政策：2018年7月，为保证轨道交通规范有序、持续健康的发展，国务院办公厅发布52号文件，文件强调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，并提高了申报建设地铁和轻轨的城市一般公共预算收入和地区生产总值标准至300亿元和3,000亿元，新增拟建地铁、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、0.4万人次的要求。除提高相关标准和新增客运强度要求外，52号文件还提出了特许经营模式外的轨道交通项目资本金比例不得低于40%，将地方政府债务率纳入审核标准，原则上本轮建设规划实施最后一年或规划项目总投资完成70%以上方可开展新一轮建设规划报批等新增要求。由此，轨道交通建设规划已获得国家批复的44个城市中，完全符合最新轨道交通申报要求的只有30个，其

余14个城市未完全符合最新申报要求，其中南宁、呼和浩特、包头、昆明、西安、兰州、沈阳、哈尔滨、贵阳9个城市不符合政府债务率要求；包头、兰州、洛阳、呼和浩特、南通、福州6个城市不符合市区常住人口要求；太原市不符合一般公共预算收入要求；乌鲁木齐市不符合地区生产总值要求。14个未完全符合最新申报要求的城市中，除包头市地铁项目被整体叫停外，其余城市已开工建设项目不受52号文件影响可继续建设，但新建项目批复受到约束。52号文件的出台，对近期在建或已批轨道交通项目影响有限，但或将在一定程度上抑制我国轨道交通建设规模和每年投入的过快增长，保障了轨道交通行业的可持续发展。此外，2018年国务院办公厅印发了《关于保障城市轨道交通运行意见》（国办发〔2018〕13号），交通运输部印发了《城市轨道交通运营管理规定》。2019年交通运输部围绕上述2个文件连续颁布了9个规范性文件以及4个配套服务文件，初步建成了轨道交通运营管理体系。整体上，未来几年，国内轨道交通的建设需求依旧很大，融资模式方面继续保持向多元化发展。同时，由于其建设和运营对当地经济财政实力具有较高依赖，受宏观经济形势影响，地方政府收入增长放缓，加之国家相关政策调整，未来轨道规划审批项目或将有所减少。

疫情影响：2020年春节期间，全国爆发新冠肺炎疫情。国家采取延迟上班及学校开学时间、部分城市封城封路封小区、市民取消出行等相关措施予以应对。在有效控制疫情的同时，也对包括城市轨道交通在内的城市公共交通行业造成了一定冲击。2020年3月份以来，全国各地陆续复工，但由于疫情反复，防控形势依然严峻，城市居民交通出行的频次及选择公共交通出行的意愿下降，短期内包括城市轨道交通在内的城市公共交通行业恢复较为缓慢。预计2020年全国轨道交通客运量总体将有所下滑，将直接影响轨道交通运营主体的票务收入及站点和地下空间相关设施的运营收入和现金流。

中诚信国际认为，2019年，我国轨道交通新增

运营里程继续保持增长态势，运营规模和效率稳步发展；在建及规划项目数量和规模保持高位，轨道交通的建设需求依旧很大；为应对城市轨道交通融资压力大、后期运营期亏损等问题，各地城市轨道交通融资模式由政府主导向多元化发展；由于轨道交通建设和运营对当地经济财政实力具有较高依赖，为保证轨道交通规范有序、持续健康的发展，国务院出台相关文件，或将在一定程度上抑制我国轨道交通建设规模和每年投入的过快增长，轨道交通建设和运营管理更加规范。2020 年，疫情对轨道交通行业冲击较大，中诚信国际将持续关注疫情对轨道交通行业的影响。

区域经济环境

南昌市作为江西省的省会城市，经济及财政实力均位于江西省首位；大南昌都市圈发展规划使得南昌市未来发展迎来新机遇

财政级次及特殊地位：南昌，是江西省省会、环鄱阳湖城市群核心城市，国务院批复确定的中国长江中游地区重要的中心城市。南昌地处中国华东地区、江西省中部偏北，是江西省的政治、经济、文化、科教和交通中心，是中国唯一一个毗邻长江三角洲、珠江三角洲和海峡西岸经济区的省会中心城市。截至 2019 年末，南昌市辖六区三县。

经济发展水平：近年来，南昌市地区生产总值（GDP）逐年增长，2017~2019 年分别为 5,003.19 亿元、5,274.67 亿元和 5,596.18 亿元，GDP 增速分别为 9.0%、8.9%和 8.0%。2019 年，第一产业增加值 212.89 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 2,653.82 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 2,729.47 亿元，增长 8.4%；人均生产总值为 100,415 元。

财政及债务水平：2017~2019 年，南昌市一般公共预算收入分别为 417.08 亿元、461.75 亿元和 476.08 亿元，其中税收收入占比分别为 78.20%、80.50%和 79.30%；同期，南昌市一般公共预算财政平衡率分别为 63.75%、61.37%和 57.08%，财政平衡率有所下滑且自给能力一般。2017~2019 年，南昌市政府

性基金收入分别为 495.92 亿元、524.01 亿元和 429.90 亿元。截至 2018 年末，南昌市政府性债务余额为 766.20 亿元。

表 2：2019 年江西省各地级市经济及财政概况（亿元）

项目名称	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入
南昌市	5,596.18	8.0%	476.08
赣州市	3,474.34	8.5%	280.37
九江市	3,121.05	8.4%	283.87
宜春市	2,687.57	7.6%	246.16
上饶市	2,513.07	7.7%	232.41
吉安市	2,085.41	8.1%	177.92
抚州市	1,510.92	7.9%	129.24
新余市	971.58	7.6%	77.96
鹰潭市	941.26	8.1%	87.91
萍乡市	930.02	7.5%	105.02
景德镇市	926.11	7.8%	99.69

资料来源：各市县政府工作报告、财政预决算报告，中诚信国际整理

未来发展机遇：2019 年 7 月 11 日，江西省人民政府印发了《大南昌都市圈发展规划（2019~2025 年）》，力争打造全省高质量跨越式发展引领区。南昌市作为大南昌都市圈“一核”的组成部分，未来将加快打造都市圈经济中心、金融中心、科技创新中心、品质消费中心和高端服务业发展中心，培育富有国际竞争力的先进制造业和现代服务业融合发展先行区、长江中游城市群幸福产业品质化发展优势区，建设对接沪昆、京九高铁经济带的战略枢纽，南昌市未来发展迎来新机遇。

业务运营

公司是南昌市唯一的轨道建设及运营主体，业务同时还包括资源开发及商品销售等。2017~2019 年，公司商品销售业务及资源开发业务收入合计占营业总收入的比重均在 90%以上。

表 3：公司主要板块收入结构情况（亿元）

收入	2017	2018	2019
商品销售业务	4.81	5.29	6.19
资源开发业务	1.97	2.11	2.14
其他业务	0.005	0.68	0.66
合计	6.78	8.08	8.99
收入占比	2017	2018	2019
商品销售业务	70.88%	65.52%	68.79%
资源开发业务	29.06%	26.10%	23.85%

其他业务	0.07%	8.38%	7.36%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式建设一定程度上缓解了公司未来的投资压力及运营压力；但在建及拟建轨道交通项目投资规模大，且资本金比例较低，未来仍存在较大的资本支出压力

业务模式：公司轨道建设业务的运营主体为公司本部，根据公司与南昌市人民政府就单个项目签订的《建设运营协议》，公司负责轨道交通项目投融资、建设及运营，并通过公开招投标方式确定施工方。项目资本金由南昌市政府统筹安排资金解决，通常是按照项目建设进度及银行贷款要求匹配的资本金分期到位，其余部分由公司通过银团贷款等融资渠道解决。公司未来依靠票务收入、沿线上盖物业及物业用地的出租、出让收益及轨道交通专项资金等实现资金平衡。

此外，南昌轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式下“建设+运营+移交”的运作方式，即由社会资本方参与基础设施建设、运营，特许经营期 28 年，包括建设期 3 年和运营期 25 年，运营期自全线开通试运营之日起算，至合作期结束。该线路全长 28.50 公里，项目总投资 215.85 亿元，分为公司自建 A 部分和 PPP 项目 B 部分；其中 A 部分包括前期工作费用、征地拆迁和试验段土建工程等，由公司自行融资和建设；PPP 项目 B 分部总投资概算 71.29 亿元，包含机电系统 16 个分子系统及车辆购置项目，由 PPP 项目公司负责融资和建设。特许经营期内，PPP 项目公司负责对 B 部分进行投融资建设；租赁 A 部分设施，负责 3 号线工程全线（A、B 两部分）的运营、维护、更新（仅限于 B 部分）及维持运营投资（不含远期增购车辆）等工作，以及授权范围内的非客运服务业务经营。PPP 项目公

司通过特许经营获得运营收入和政府可行性缺口补贴等方式，实现合理的投资回报。特许经营期满后，PPP 项目公司向市政府指定机构无偿、完好移交 B 部分设备设施和归还租赁的 A 部分设施。经过公开招投标，3 号线 B 部分社会资本方确定为中铁电气化局集团有限公司、广州地铁集团有限公司、国睿科技股份有限公司和中铁民通（北京）投资有限公司。截至 2019 年末，公司和社会资本方分别持有 PPP 项目公司 10.00% 和 90.00% 的股权，项目公司不纳入公司合并范围。除 3 号线 B 部分外，公司无其他 PPP 项目。

业务稳定性及可持续性：公司已通车试运营的轨道线路为 1 号线一期、2 号线一期和 2 号线南延线，合计总里程为 61.08 公里，计划总投资为 402.70 亿元，截至 2019 年末已投资 369.70 亿元。截至 2019 年末，公司在建的轨道线路为 3 号线和 4 号线一期，合计总里程为 68.52 公里，计划总投资 515.96 亿元，已到位资本金 86.54 亿元，已完成投资 144.62 亿元。

拟建项目方面，根据 2015 年 5 月《国家发展改革委关于印发南昌市城市轨道交通第二期建设规划（2015~2021 年）的通知》（发改基础[2015]957 号），公司拟建项目 1 号线东延工程及 2 号线东延工程均已取得国家发改委批复，线路长度合计 8.80 公里，总投资合计为 64.60 亿元。

总体来看，南昌轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式运营，一定程度上可以减轻公司未来投资压力，也可以缓解未来运营期间带来的亏损压力；但作为南昌市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体，公司在建及拟建轨道交通项目投资规模较大，且 3 号线和 4 号线一期资本金比例较低，未来仍面临较大的资本支出压力。

表 4：截至 2019 年末公司已通车试运营轨道线路情况（公里、亿元）

线路名称	总投资	里程	建设期间	资本金比例	计划资本金	已到位资本金	已完成投资
1 号线一期	200.32	28.80	2009.07~2015.12	40%	80.13	80.13	199.60
2 号线一期	159.74	23.78	2013.06~2018.06	41%	65.49	65.49	147.03
2 号线南延线	42.64	8.50	2015.01~2018.12	41%	17.48	17.48	23.07
合计	402.70	61.08	-	-	163.10	163.10	369.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2019 年末公司在建轨道线路项目情况（公里、亿元）

线路名称	起止位置	里程	建设期间	总投资	资本金比例	已到位资本金	已完成投资
3 号线	南昌县莲塘-京东大道	28.50	2015.12~2020.12	215.85	20%	29.07	83.27
4 号线一期	望城-昌东大道	40.02	2017.04~2021.12	300.11	25%	57.47	61.35
合计	-	68.52	-	515.96	-	86.54	144.62

注：4 号线一期投资取自于可研批复。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司轨道交通客运总量及票务收入逐年上升，但公司目前运营线路较少，尚未形成路网效应，未来运营效益情况仍需关注

业务模式：公司轨道运营业务由公司本部负责，截至 2019 年末，公司已开通试运营的轨道线路有 1 号线一期、2 号线一期和 2 号线南延线，因上述线路均未进行竣工结算，在账务处理上，轨道交通票务收入冲减“在建工程”项目，轨道运营成本计入“在建工程”科目，即轨道运营收支差计入“在建工程”。待上述轨道线路正式运营后，根据“洪府厅抄字[2019]441 号”，南昌市人民政府原则同意在公司地铁运营盈亏平衡之前，对已运营线路固定资产和土地暂不计提折旧和摊销；同时同意对公司已运营线路的融资利息计入其他应收款（应收轨道交通发展专项资金），待轨道融资用地收益实现后再予冲销。

业务稳定性及可持续性：随着轨道交通线路的陆续建成并投入运营，南昌轨道客流量及票务收入呈逐年稳步增长态势。

表 6：2017~2019 年南昌地铁全年运营情况

	客运总量 (亿人次)	日均客运量 (万人次)	票务收入 (亿元)
2017	1.10	34.54	2.53
2018	1.42	39.72	3.10
2019	1.75	47.95	3.70

注：表中票务收入为含税收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

票价方面，南昌轨道交通 1 号线的票价方案通过了南昌市物价局 2015 年 11 月召开的票价听证会，并报请南昌市人民政府批准，于 2015 年 12 月予以批复。公司地铁票价采用里程计价制，起步价 2 元（6 公里），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，公司 2 号线的票价方案与 1 号线保持一致。

运营成本方面，2017~2019 年，南昌轨道线路运营成本分别为 4.70 亿元、7.42 亿元和 8.50 亿元，主要由人工成本、电耗、维修费、其他直接费用（清洁、安检费用）及运营间接费用（租赁、宣传等费用）等构成。由于轨道交通具有较强的公益性，南昌轨道运营收入难以覆盖其运营成本，南昌市政府每年给予公司一定的运营补贴以保障其基本运营，2017~2019 年，公司分别收到南昌市政府地铁运营补贴 1.19 亿元、2.69 亿元和 1.50 亿元。

总体来看，近年来随着运营线路以及客运量的增长，南昌轨道运营收入和运营成本均不断提升，但由于轨道交通较强的公益性，仍需要一定财政补贴以满足日常的基本运营。此外，公司运营线路较少，尚未形成路网效应，中诚信国际将对南昌轨道的运营效益情况保持持续关注。

得益于地铁运营的资源优势，公司开展的资源开发业务对公司收入形成有益补充；但未来物业管理及租赁收入受房地产市场波动等因素影响存在一定不确定性

公司资源开发业务主要由子公司资产经营公司和金轨国资等经营，业务主要涉及物业管理及租赁、广告经营及文化产品等，收入主要来自于公司自持的地铁大厦及金轨国资自持的房产等产生的物业管理及租赁收入。

物业管理及租赁：公司物业管理及租赁采取“地铁+社区”的模式，即以地铁为核心，在规划和建造地铁时，由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。而后公司自行开发或者与专业地

产商合作，以土地资产评估价值入股成立项目公司，项目公司将地铁沿线开发为商业区以及住宅区，物业建成或者出售后，公司再与地产商根据当初开发合同的约定分摊所得利润。截至 2019 年末，公司采取此种经营模式的项目为地铁大厦项目、地铁时代广场项目、华润万象和其他地铁上盖物业项目。

其中地铁大厦项目是轨道地产自主开发的项目，截至 2019 年末，地铁大厦可供出租面积为 4.74 万平方米；地铁时代广场项目和华润万象均为公司的参股项目，截至 2019 年末，上述两个项目累计确认投资收益 4.52 亿元；其他地铁上盖物业项目方面，截至 2019 年末，公司在建地铁上盖物业项目 21 个，总建筑面积 30.00 万平方米，项目总投资约 12.00 亿元，已完成投资 10.00 亿元，主要包括八一馆、八一广场、采茶剧团等项目。

此外，南昌市政府为支持公司发展与经营，于 2013 年将金轨国资 100% 股权无偿注入公司。金轨国资与南昌市财政局市直属行政事业单位国有资产管理中心（以下简称“国资中心”）签订《资产委托经营协议》，将其所拥有的房产、土地使用权委托国资中心经营管理，按照协议价格约定享有收益权。截至 2019 年末，金轨国资持有房产面积 71.81 万平方米，房产月租金为 15.31 元/平方米；拥有土地使用权面积 122.46 万平方米，月租金为 2.00 元/平方米；2019 年产生委托经营收益 1.41 亿元。

广告经营及文化产品：广告业务主要由资产经营公司及电视公司负责运营，包括平面广告位、电子媒体租赁以及广告设计及制作等；文化产品主要为地铁周边纪念币、纪念卡销售等。

总体来看，公司利用地铁运营的资源优势，多元化开展资源开发业务，对公司收入形成有益补充；但考虑到房地产市场波动及宏观调控等因素影响，未来物业管理及租赁收入值得关注。

商品销售业务是公司收入和利润的重要来源，对公司业务结构多元化起到一定的改善作用

混凝土业务：公司混凝土业务由孙公司江西兰叶新型材料科技有限公司（以下简称“兰叶材料”）与子公司资产经营公司负责运营。兰叶材料一方面在资产经营公司引荐下，和地铁各个标段中标施工方接触，按照正规的工程招标流程开展地铁项目混凝土业务；另一方面积极和实力雄厚的房地产开发商合作参与社会工程混凝土业务。

钢材业务：钢材业务由子公司资产经营公司负责运营。资产经营公司以南昌地铁范围内轨道工程与地产工程的钢材甲供与钢材自主经营业务为主，同时也自主经营轨道建设项目外的钢材贸易业务。

总的来看，商品销售业务是公司收入与利润的重要来源，对公司业务结构多元化起到一定的改善作用。

战略规划与管理

公司法人治理结构、内控制度和组织架构完善，治理与管控水平较好

管理水平：公司不设股东会，由南昌市国资委行使股东职权，设董事会、监事会和经理层，各项内部控制制度与组织架构完善，对子公司的管控能力亦较强。

战略规划：公司紧紧围绕面向未来“三步走”的战略方针。第一步，三年内，构建以轨道为主导的绿色交通方式，实现集团资产超过千亿、运营里程超百里、日均客流量超百万人次的奋斗目标；第二步，五年内，TOD、多元化发展初见成效，跨越“运营地铁”，实现“经营地铁”目标，从单一轨道交通建设运营企业向以城市轨道交通运营为基础的城市运营商的转变；第三步，十年内，实现从政府补贴型企业转变为政府领导、市场主导、用户引导的效益型企业目标，最终成为全国一流的轨道交通产业运营商。

财务分析

以下分析基于公司提供的经北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保

留意见的2017~2019年财务报告及未经审计的2020年一季度财务报表，分析时2017~2019年财务数据均为审计报告期末数，2020年一季度财务数据为财务报表期末数，各期财务报告均按照新会计准则编制。

盈利能力

公司近年来营业总收入稳定上升，但期间费用管控能力有待加强；利润总额对政府补助依赖性较强

营业总收入：近年来公司营业总收入呈逐年上升趋势；其中公司资源开发业务收入主要系物业出租及管理收入、广告经营及文化产品等经营收入，受益于物业可供出租面积及出租率上升等呈增长趋势；商品销售业务收入主要系钢材及混凝土销售收入；因公司已运营轨道线路尚处于试运营阶段，轨道交通票务收入尚未计入营业收入。毛利率方面，公司营业毛利率较为稳定；商品销售业务毛利率受原材料价格及人工成本等因素影响有所波动；资源开发业务毛利率逐年上升，且位于较高水平。

表 7：公司主要板块毛利率情况

毛利率	2017	2018	2019
商品销售业务	19.38%	17.61%	20.06%
资源开发业务	77.92%	86.40%	90.22%
其他业务	100.00%	17.71%	17.79%
合计	36.45%	35.58%	36.63%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用：公司期间费用以管理费用和销售费用为主，其中管理费用主要系职工薪酬及固定资产折旧费用等；受公司将大部分利息费用资本化影响，公司财务费用规模较小。总体来看，公司三费收入占比较高，费用管控能力有待加强。

利润总额：公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动损益和营业外损益构成，利润总额对政府补助的依赖性较强。此外，2019年公允价值变动收益主要系按公允价值计量的投资性房地产产生的收益，营业外损益主要系公司本期无偿取得地铁时代广场18号写字楼所产生的2.94亿元利得。

收现比：受混凝土及钢材业务回款波动影响，近年

来公司收现比指标有所波动。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2017	2018	2019	2020.1~3
营业总收入	6.78	8.08	8.99	1.50
三费合计	1.61	1.76	2.01	0.38
三费收入占比	23.68	21.72	22.40	25.35
经营性业务利润	14.31	9.78	4.32	-0.66
其他收益	14.00	9.23	3.63	-
公允价值变动收益	-0.42	0.50	1.11	0.00
营业外损益	0.40	-0.56	2.95	-0.006
利润总额	15.29	10.33	8.28	-0.68
收现比	1.02	0.96	0.78	1.36

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

近年来公司资产和负债规模均呈增长趋势，总资本化比率尚处于合理水平，债务结构合理；但公司资产中轨道线路工程投入与房产建筑占比较高，资产流动性较弱

总资产：随着业务持续发展，公司总资产规模呈快速增长趋势，公司资产以非流动资产为主，2018~2020年3月末非流动资产占总资产的比重均在85%以上。公司非流动资产主要由投资性房地产、在建工程及其他非流动资产构成；其中投资性房地产主要为子公司金轨国资所拥有的房屋、建筑物及土地使用权等，在建工程主要系南昌轨道1号线、2号线、2号线南延线、3号线和4号线的投入等，其他非流动资产主要由对江西省铁路投资集团有限责任公司投资款、预付工程款和土地及拆迁补偿款构成。

所有者权益：公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，近年来亦呈快速增长趋势。其中实收资本近年来均为26.15亿元；资本公积主要系股东的资产及资金注入等，2019年末同比增加29.33亿元主要系当期收到南昌市财政局拨付的22.28亿元轨道建设资本金及8.30亿元投资款等所致；未分配利润主要系公司近年来的经营积累。

资本结构：公司总负债呈扩张态势，总资本化比率有所波动但处于合理水平。公司债务以长期债务为主，符合轨道运营回收周期较长的业务特点。

资产质量：从资产收益性来看，公司拥有较大规模的投资性房地产等，能够产生稳定且为可观的现金流；且近年来轨道线路的票务收入稳步增长。从资产流动性来看，公司资产中轨道线路工程投入与房产建筑占比较高，资产变现周期相对较长，资产流动性较弱。

应收类款项/总资产：公司应收类款项/总资产虽呈逐年上升趋势但仍处于很低水平，对公司的资金占用较小；公司应收账款主要系兰叶材料对外销售商品形成的供货款，其他应收款主要为公司与省内国有企业的往来款和借款等。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
投资性房地产	154.15	154.61	160.38	160.38
在建工程	317.69	368.00	450.68	470.86
其他非流动资产	47.62	49.68	51.28	52.96
总资产	624.99	686.66	787.65	807.20
实收资本	26.15	26.15	26.15	26.15
资本公积	264.35	293.74	323.08	323.58
未分配利润	46.11	53.44	59.59	58.73
所有者权益	342.46	380.08	421.96	421.69
短期债务/总债务	0.03	0.04	0.06	0.08
总资本化比率	42.45	41.78	43.29	44.75
应收类款项/总资产	1.39	2.97	3.27	3.44

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司经营获现能力有所波动，投资活动主要依赖于对外筹资；货币资金较为充足，短期偿债压力很小

现金流：公司经营活动现金流入主要系商品销售、资源开发收入、票务收入、政府补贴及往来款等，经营活动现金流出主要系购买原材料、支付的原材料运输费及往来款等，近年来经营活动净现金流呈波动趋势。投资活动现金受轨道交通项目持续大规模投入影响呈高位净流出状态。公司获现能力一般，经营及投资活动主要依赖于对外筹资，筹资活动净现金流持续扩张。

偿债指标：受利润总额下降影响，公司 EBITDA 呈逐年下降趋势，EBITDA 对债务本息的覆盖能力下降。公司经营活动现金净流入规模很小，对债务本

息的覆盖能力很弱。

货币资金/短期债务：公司债务以长期债务为主，且货币资金规模较为充足，各期货币资金均能覆盖短期债务，公司短期偿债压力很小。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	44.97	31.94	39.88	32.69
经营活动净现金流	11.58	3.23	3.98	0.91
投资活动净现金流	-48.01	-52.91	-66.66	-23.41
筹资活动净现金流	43.54	36.68	70.39	15.43
短期债务	8.04	10.05	19.29	27.52
EBITDA	16.03	11.01	8.39	-
经营活动净现金流利息覆盖系数	1.20	0.31	0.28	-
EBITDA 利息覆盖倍数	1.66	1.07	0.64	-
货币资金/短期债务	5.59	3.18	2.07	1.19
总债务/EBITDA	15.75	24.76	36.07	-
经营活动现金流/总债务	0.05	0.01	0.01	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性充足，受限资产比例较低，且不存在对外担保事项

到期债务分布：截至 2020 年 3 月末，公司总债务为 341.59 亿元，2020 年 4~12 月、2021~2023 年分别到期 11.86 亿元、34.53 亿元、38.19 亿元和 28.34 亿元。

表 11：截至 2020 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2020.4~12	2021	2022	2023	2024 及以后
到期金额	11.86	34.53	38.19	28.34	228.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信：截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 998.89 亿元，其中未使用授信额度为 670.14 亿元，备用流动性充足。

受限资产/总资产：截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计为 45.81 亿元，包括 44.86 亿元的在建工程、0.60 亿元受限的货币资金及 0.22 亿元的固定资产等，合计占总资产的比例为 5.68%。

对外担保/净资产：截至 2020 年 3 月末，公司不存在对外担保事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报

告》及相关资料，截至 2020 年 5 月 5 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

外部支持

支持能力

资源投入及协调能力：南昌市作为江西省的省会城市，近年来经济及财政实力逐年增强，且居于江西省首位，作为大南昌市都市圈“一核”的重要组成部分，战略地位十分重要，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

支持意愿

区域垄断性及地位重要性：公司作为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，业务区域专营性很强，地位十分重要。

历史支持记录：从历史获得支持情况来看，上级股东主要从轨道建设资金来源及偿债保障支持、资金注入、政府补助及国有资本收益返还四个维度进行支持：

建设资金来源与偿债保障支持方面，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），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，由政府另外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。

同时，根据《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。留成土地出让金专项用于轨道交通建设、运营及债务还本付息。经营用地方面，自 2013 年 1 月 1 日起，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。留成土地范围包括南昌高新技术产业开

发区、青山湖区、东湖区、西湖区、红谷滩新区（九龙湖新城起步范围土地出让金留成办法另行制定）、南昌经济技术开发区、青云谱等全部范围以及南昌县、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，留成标准采用依据土地成交单价的分级累进制。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。

此外，南昌市政府还通过轨道交通工程站点周边及沿线土地资源配资保障轨道交通建设资金需求。对于轨道交通线网站点腹地半径 500 米范围内的土地，南昌市国土资源局优先安排出让，土地出让金扣除各项基金后全额拨付给公司。

资金注入方面，2017~2019 年，公司分别收到各项轨道建设资本金及投资款 25.37 亿元、59.05 亿元和 30.58 亿元。

政府补助方面，2017~2019 年，公司分别获得政府补助 14.01 亿元、9.23 亿元和 3.64 亿元，主要系企业发展基金（轨道交通建设基金）。

国有资本收益返还方面，根据“洪府厅抄字[2018]713 号”，南昌市人民政府同意在轨道交通建设期内，对公司每年上缴的国有资本收益采取“即征即返”方式，返还资金作为国有资本全额注入公司。

中诚信国际认为，鉴于南昌市稳步增强的经济财政实力、公司很强的业务区域专营性，以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将继续获得股东及相关各方的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定南昌轨道交通集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年南昌轨道交通集团有限公司绿色债券”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于 2020 年南昌轨道交通集团有限公司 绿色债券的跟踪评级安排

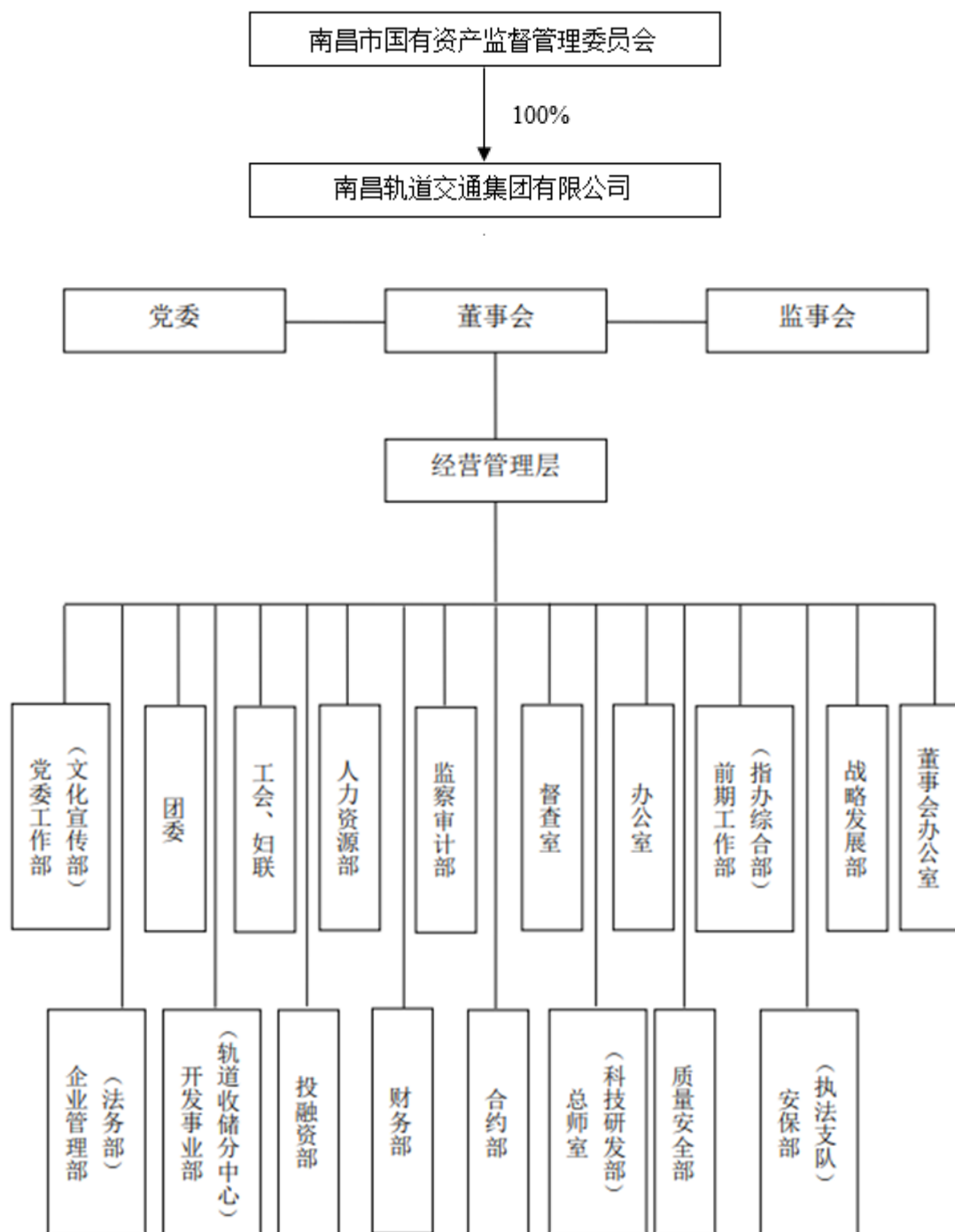
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本次公司债券的存续期内对本次公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本次债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 6 月 28 日

附一：南昌轨道交通集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：南昌轨道交通集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	449,731.23	319,441.49	398,779.73	326,911.75
应收账款	44,402.08	48,457.24	49,724.26	48,718.45
其他应收款	42,351.06	67,754.75	123,114.88	144,189.42
存货	123,561.10	273,885.63	271,867.05	281,079.64
长期投资	43,001.66	75,062.57	81,830.94	81,630.94
在建工程	3,176,876.22	3,680,048.74	4,506,807.38	4,708,563.86
无形资产	1,473.34	1,467.25	1,490.07	1,470.05
总资产	6,249,855.91	6,866,626.63	7,876,513.44	8,072,015.65
其他应付款	102,031.41	109,919.86	161,481.56	159,713.56
短期债务	80,439.27	100,507.33	192,906.10	275,205.84
长期债务	2,445,470.31	2,626,856.17	3,028,526.88	3,140,721.19
总债务	2,525,909.59	2,727,363.50	3,221,432.99	3,415,927.03
总负债	2,825,261.12	3,065,817.28	3,656,955.65	3,855,069.85
费用化利息支出	712.49	1,030.17	948.14	-
资本化利息支出	95,746.38	102,226.09	139,400.42	-
实收资本	261,518.00	261,518.00	261,518.00	261,518.00
少数股东权益	11,227.84	11,079.51	12,827.10	13,825.29
所有者权益合计	3,424,594.79	3,800,809.36	4,219,557.79	4,216,945.80
营业总收入	67,804.30	80,796.97	89,918.59	15,002.87
经营性业务利润	143,060.44	97,827.23	43,169.29	-6,649.64
投资收益	10,285.84	930.30	-28.21	-86.99
净利润	153,159.41	101,109.58	78,341.48	-6,942.83
EBIT	153,626.66	104,297.31	83,767.90	-
EBITDA	160,326.43	110,143.98	89,300.97	-
销售商品、提供劳务收到的现金	69,000.91	77,297.44	70,569.09	20,397.43
收到其他与经营活动有关的现金	229,446.91	171,594.79	141,961.10	34,159.68
购买商品、接受劳务支付的现金	43,928.82	45,815.90	53,374.54	14,137.52
支付其他与经营活动有关的现金	122,679.87	153,268.70	116,968.13	17,156.90
吸收投资收到的现金	298,417.10	651,611.94	355,710.14	5,000.00
资本支出	574,871.78	652,086.25	656,165.27	231,467.81
经营活动产生现金净流量	115,792.67	32,318.29	39,752.50	9,077.84
投资活动产生现金净流量	-480,115.34	-529,145.71	-666,649.54	-234,101.97
筹资活动产生现金净流量	435,409.39	366,840.68	703,902.57	154,279.63
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	36.45	35.58	36.63	-9.83
期间费用率(%)	23.68	21.72	22.40	25.35
应收类款项/总资产(%)	1.39	2.97	3.27	3.44
收现比(X)	1.02	0.96	0.78	1.36
总资产收益率(%)	2.60	1.59	1.14	-
资产负债率(%)	45.21	44.65	46.43	47.76
总资本化比率(%)	42.45	41.78	43.29	44.75
短期债务/总债务(X)	0.03	0.04	0.06	0.08
FFO/总债务(X)	0.06	0.04	0.02	0.01
FFO 利息倍数(X)	1.62	1.00	0.56	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.20	0.31	0.28	-
总债务/EBITDA(X)	15.75	24.76	36.07	-
EBITDA/短期债务(X)	1.99	1.10	0.46	-
货币资金/短期债务(X)	5.59	3.18	2.07	1.19
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.66	1.07	0.64	-

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季报整理；2、公司各期财务报表根据新会计准则编制；3、为准确计算公司债务，将长期应付款中的有息债务计入长期债务；4、公司 2020 年一季报未经审计，且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。