

信用评级公告

联合〔2021〕4980号

联合资信评估股份有限公司通过对南昌轨道交通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，确定维持南昌轨道交通集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“15洪轨02/15洪轨债02”“18南昌轨交MTN001”“19南昌轨交MTN001”和“19南昌轨交GN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十三日



南昌轨道交通集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级	评级展望	上次评级	评级展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	AA+	稳定	AA+	稳定
18 南昌轨交 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
19 南昌轨交 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
19 南昌轨交 GN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	36.00 亿元	19.70 亿元	2020/08/03
18 南昌轨交 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/01/29
19 南昌轨交 MTN001	15.00 亿元	15.00 亿元	2024/01/23
19 南昌轨交 GN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/02/26

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. “15 洪轨 02/15 洪轨债 02”和“19 南昌轨交 GN001”的到期兑付日是其首个行权日

评级时间：2021 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资行业企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资行业企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）是南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，跟踪期内，南昌市经济持续增长，财政实力稳步增强，公司在地铁投资建设、资源开发方面仍具有区域专营性地位；随着地铁 1 号线正式通车运营，商品销售和资源开发业务稳步发展，公司收入规模增幅较大，并持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司地铁项目建设未来投资额大，跟踪期运营亏损；公司债务规模持续增长且存在一定短期偿债压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

随着南昌市经济实力持续增强及公司地铁项目及资源开发业务的进一步推进，公司未来将承接区域内较多的基建项目，整体经营前景良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“15 洪轨 02/15 洪轨债 02”、“18 南昌轨交 MTN001”、“19 南昌轨交 MTN001”和“19 南昌轨交 GN001”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

- 1. 经营环境良好。**跟踪期内，南昌市经济持续向好，财政实力不断增强。2020 年，南昌市实现地区生产总值 5745.51 亿元，按可比价计算，同比增长 3.6%；规模以上工业增加值保持增长态势，固定资产投资仍保持增长；地方一般公共预算收入 483.86 亿元，同比增长 1.4%。
- 2. 区域专营优势显著，外部支持力度较大。**公司作为南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，具有极强的区域专营优势。跟踪期内，公司在资金注入和财政补贴等方面获得政府支持的力度较大，2020 年公司获得政府资金注入 45.03 亿元，财政运营补贴 1.79 亿元，土地出让金 6.2 亿元，轨道交通建设资金 3.24 亿元。
- 3. 营业收入大幅增长，具有资源开发业务优势。**跟踪期地铁 1 号线通车运营，商品销售和资源开发业务稳步发展，2020 年公司营业收入同比增长 114.58%。公司依托地铁资源开发运营多种类型业务，跟踪期资源开

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa'	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构	1	
		偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：谢晨 文中

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

发业务收入快速增长，毛利率较高，未来公司将推进区域内较多的重点资源开发项目，该业务前景向好。

关注

1. 公司地铁运营持续亏损且地铁建设项目未来投资规模大，回报周期长。2020 年公司线路建设运营业务收入 1.65 亿元，毛利率为-194.63%；随着地铁项目的持续推进，公司未来资金压力较大。
2. 有息债务规模持续增长，存在一定短期偿付压力。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 390.93 亿元，现金短期债务比率 0.53 倍。随着公司在建地铁项目未来投资规模持续扩大，债务负担将持续上升。
3. 利润总额对政府补贴依赖程度仍较高。2020 年公司其他收益 5.04 亿元，利润总额 5.46 亿元，公司利润实现对政府补贴依赖性强。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.95	39.88	45.51	24.85
资产总额(亿元)	686.66	787.65	919.64	927.68
所有者权益(亿元)	380.08	421.96	472.22	470.59
短期债务(亿元)	10.05	19.29	50.62	47.16
长期债务(亿元)	262.69	302.85	332.39	343.77
全部债务(亿元)	272.74	322.14	383.01	390.93
营业收入(亿元)	8.08	8.99	19.29	5.17
利润总额(亿元)	10.33	8.28	5.46	-0.42
EBITDA(亿元)	11.01	8.93	6.65	--
经营性净现金流(亿元)	3.23	3.98	2.68	-8.26
营业利润率(%)	28.56	30.01	7.34	-4.65
净资产收益率(%)	2.66	1.86	1.07	--
资产负债率(%)	44.65	46.43	48.65	49.27
全部债务资本化比率(%)	41.78	43.29	44.78	45.38
流动比率(%)	205.80	161.23	88.84	85.50
经营现金流动负债比(%)	7.56	6.49	2.38	--
现金短期债务比(倍)	3.18	2.07	0.90	0.53
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	0.64	0.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.76	36.06	57.57	--
公司本部(母公司)				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	675.31	776.81	907.70	912.13
所有者权益(亿元)	373.24	415.14	464.01	463.22
全部债务(亿元)	246.41	290.80	356.21	363.44
营业收入(亿元)	0.60	0.63	8.65	0.65
利润总额(亿元)	9.07	6.72	4.33	-0.55
资产负债率(%)	44.73	46.56	48.88	49.22
全部债务资本化比率(%)	39.77	41.19	43.43	43.97

流动比率 (%)	209.53	157.45	77.90	71.16
经营现金流动负债比 (%)	25.13	10.32	6.66	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 合并口径已将长期应付款中有息债务调整至长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 南昌轨交 MTN001、19 南昌轨交 GN001、18 南昌轨交 MTN001、15 洪轨 02/15 洪轨债 02	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/6/24	喻宙宏 吕泽峰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
19 南昌轨交 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/12/21	张婷婷 宋金玲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 南昌轨交 GN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/10/25	张婷婷 宋金玲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 南昌轨交 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/1/18	常楚迪 宋金玲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2015/7/17	侯煜明 张峻铖	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

南昌轨道交通集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）及相关债券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，公司股东、实际控制人和经营范围未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 26.15 亿元，南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）持股 100%，为公司实际控制人。

截至 2021 年 3 月底，公司内设监察审计部、战略发展部、投融资部、财务部等 15 个部门，将前期工作部和董事会办公室合并为战略发展部；公司合并范围一级子公司共 17 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 919.64 亿元，所有者权益 472.22 亿元（含少数股东权益 1.91 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 19.29 亿元，利润总额 5.46 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 927.68 亿元，所有者权益 470.59 亿元（含少数股东权益 0.88 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.17 亿元，利润总额-0.42 亿元。

公司注册地址：江西省南昌市红谷滩新区丰和大道 912 号地铁大厦第 5、25、26、27 层。法定代表人：李云峰。

三、存续债券概况及其募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信所评债券见下表，跟踪期内，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 跟踪评级债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
15 洪轨 02/15 洪轨债 02	36.00	19.70	2015/08/03	5+5+5 年

18 南昌轨交 MTN001	5.00	5.00	2018/01/29	5 年
19 南昌轨交 MTN001	15.00	15.00	2019/01/23	5 年
19 南昌轨交 GN001	5.00	5.00	2019/02/26	3+N 年
合计	61.00	44.70	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个

百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，

占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹

配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通（以下简称“城轨交通”）属于城市公共交通系统的一个重要组成部分。依据 2020 年 11 月 1 日生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将城轨交通系统制式分为 10 类，分别为地铁系统、轻轨系统、市域快轨系统、磁浮交通系统、跨座式单轨系统、悬挂式单轨系统、自导向轨道系统、有轨电车系统、导轨式胶轮系统和电子导向胶轮系统。截至 2020 年底，中国大陆地区 1 城轨交通运营线路中共有 8 种制式在运营，无悬挂式单轨和导轨式胶轮系统。其中，地铁、市域快轨、有轨电车和轻轨运营线路长度占比分别为 78.8%、10.2%、5.8% 和 2.7%，其余 4 种制式运营线路长度占比较小。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。根据《第七次全国人口普查公报》，全国人口共 14.12 亿人，其中城镇人口 9.02 亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为 63.89%。从人口地区分布来看，东部地区人口占 39.93%，与 2010 年第六次全国人口普查数据相比，东部地区人口所占比重上升 2.15 个百分点，中部地区和东北地区人口占比均有所下降，西部地区人口占比小幅上升 0.22 个百分点。整体看，中国城镇化进程稳步推进，人口向经济发达区域、城市群进一步集聚，大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。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。

经过多年的发展，截至 2020 年底，中国大陆地区累计有 45 个城市建成投运城轨道交通线路 244 条，建成投运线路总长度达 7969.7 公里。2020 年，城轨交通累计完成客运量 175.9 亿人次，较上年减少 61.1 亿人次，同比下降 25.8%，主要系受新冠疫情影响，客流大幅下降所致，一季度共有 11 个城市全部或部分线路停运。2020 年，城轨交通建设投资规模仍保持增长趋势，全年共完成建设投资 6286 亿元，同比增长 5.5%，在建项目的可研批复投资累计 45289.3 亿元，在建线路总长 6797.5 公里。

(2) 行业发展

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期较长的经济特性。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、由政府与企业合作建设的模式。

在城轨交通项目建设资金的筹集上，一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，根据《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（国发〔2019〕26 号），城轨交通项目、铁路和公路项目的最低资本金比例为 20%，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，并由政府实际控制行使投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轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。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票款补贴。

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，实现中国城轨交通可持续发展。目前，引入社会资本的模式得到了尝试，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来提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

“十三五”期间，全国城轨交通运营线路规模稳步增长；长三角经济圈城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；上海和北京两城运营规模在全国遥遥领先。“十三五”期间，全国城轨交通运营线路规模稳步增长，共新增运营线路长度 4351.7 公里，年均新增运营线路长度 870.3 公里，较“十二五”年均投运线路长度 403.8 公里实现翻倍增长。根据《城市轨道交通 2020 年度统计和分析报告》（以下简称“《城轨分析报告》”），截至 2020 年底，中国大陆地区累计有 45 个城市建成投运城轨道交通线路，其中 2020 年新增天水、三亚、太原等 5 市 2。全国共计开通 244 条运营线路，其中 2020 年新增运营线路 36 条。全国城轨交通建成投运线路总长度达 7969.7 公里，较上年底增长 18.31%。

² 其中，天水、三亚为有轨电车；另依据 2020 年 11 月 1 日生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将 2018 年

年开通运营的株洲 A1 线和 2019 年开通运营的宜宾 T1 线纳入统计。

图1 2012—2020年中国城市轨道交通运营里程



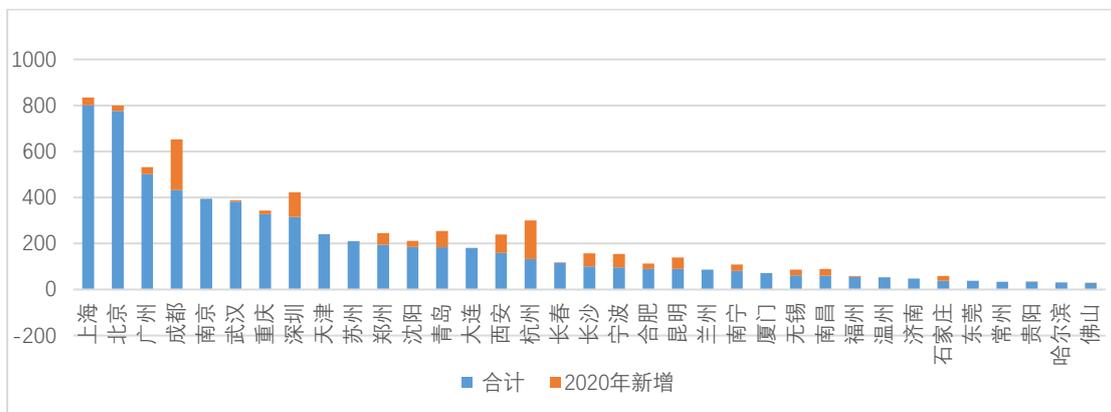
资料来源：联合资信整理

从城市群拥有城轨交通运营线网规模在全国的占比看，长三角经济圈的11城开通运营线路64条，运营线路总长度2247公里，占比28.2%，经济发达且城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；京津冀3城开通运营线路35条，运营线路总长度1097公里，占比13.8%；珠三角5城开通运营线路31条，运营线路总长度1029公里，占比12.9%；成渝城市群2城开通运营线路23条，运营线路总长度995公里，占比12.5%。从运营网规模看，上海和北京的线网规模分别达到834.2公里和799.1公里，两市运营

规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。随着城市群、都市圈经济的快速发展，高铁、城际、市域（郊）、地铁四网融合的推进，带动区域一体化、站城融合、多层次立体交通网络逐步形成。

“十三五”期间，全国城轨交通在建项目规模较大且稳步增长，2020年度完成建设投资额创历史新高。“十三五”期间，全国共有65个城市的新一轮城轨交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，获批项目初步估算总投资额合计约29781.91亿元。2020年，共有8个城市新一轮城轨交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，线路长度共计587.95公里，总投资合计4709.86亿元。“十三五”期间，全国共完成城轨交通建设投资26278.7亿元，年均完成建设投资额接近5255.7亿元。2020年，全国城轨交通完成投资6286亿元，同比增长5.5%。据不完全统计（不含地方政府批复项目的资金情况），截至2020年底，在建城轨交通项目的可研批复投资额累计45289.3亿元，在建线路总长6797.5公里，较上年底增长19.5%，其中地铁6280.8公里，仍为主流。

图2 截至2020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：联合资信根据《城轨分析报告》整理

（3）行业运营

受新冠疫情影响，2020年全年城轨交通累计完成客运量及总进站量均同比大幅下降。同期，全国平均客运强度总体水平大幅下降，主要系疫情影响叠加新投运线路多分摊客运量所致；除厦门地铁外，全国各城市客运强度均有所下降。

2020年，受新冠疫情影响，据不完全统计，全年累计完成客运量175.9亿人次，同比减少61.1亿人次；

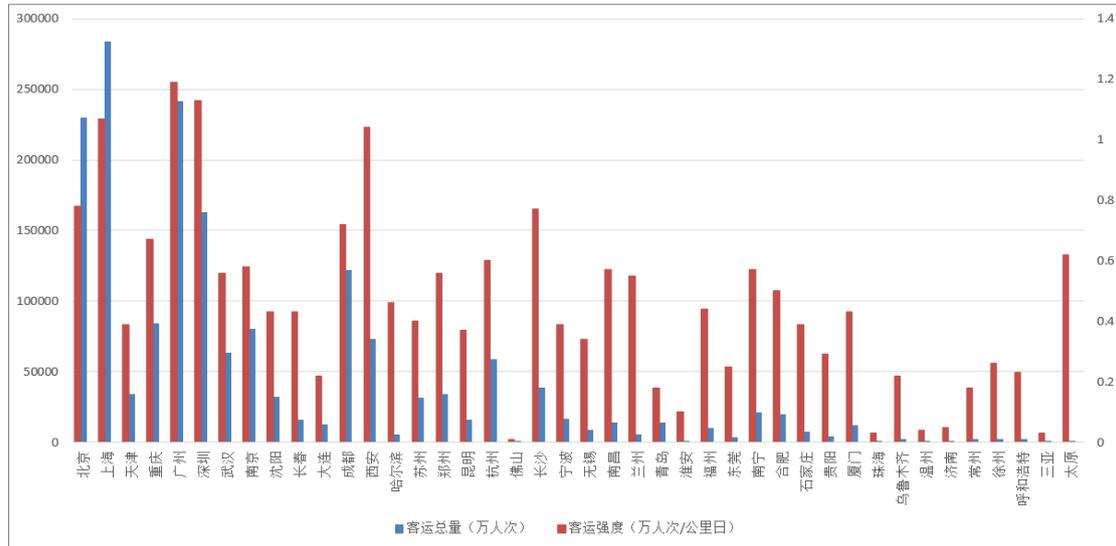
日均客运量5131.7万人次，同比减少1505.4万人次；总进站量为109.5亿人次，同比减少40亿人次；总客运周转量为1486.4亿人公里，同比下降25.8%。从城轨交通客运量来看，上海、北京、广州、深圳和成都5市位居前列。

2020年，全国城轨交通平均客运强度为0.45万人次/公里日，同比下降0.27万人次/公里日，降幅为36.9%。一方面是疫情影响下客流下降，另一方面是

新线路投运多，网络化运营城市增多，运营线路长度不断增长，客运强度总体水平呈逐年下降趋势，除厦门地铁外，2020年各城市客运强度均有所下降。厦门地铁客运强度较上年略有增长，增幅为3.36%，

主要系厦门推出了4月11日—6月30日法定节假日和休息日免费乘坐地铁、公交政策，带动了客流增长。2020年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、上海、西安和北京。

图3 2020年中国各城市轨道交通客运量和客运强度



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

2020年，全国城轨交通平均运营成本同比有所上升，平均单位车公里运营收入有所下降。受新冠疫情影响，全国平均运营收支比下降明显，总运营收入有所下降。根据《城轨分析报告》，据不完全统计（该部分计入35个城市数据，不含部分市域快轨和有轨电车数据和数据填报不完整城市），2020年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本24.6元，同比增加1.2元。平均单位人公里运营成本0.74元，同比增加0.05元。平均单位车公里运营收入15.9元，同比减少0.8元。平均单位人公里运营收入0.48元，同比增加0.01元。总体看，单位车公里运营收入和单位人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、贵阳、徐州、温州、厦门和北京6市，均为资源经营收入较高的城市。

2020年，受新冠疫情影响客流减少，全国城轨交通平均运营收支比为65%，同比下降7.7个百分点。

总运营收入同比下降10.5%，其中，票款收入下降26.1%，资源经营收入下降7.2%。同期，总运营支出同比增长31.5%，主要由于总电能耗随着新建线路增加同比增长12.9%，此外，新冠疫情期间，城轨交通运营企业主动采取降低满载率、延长运营时间，加强通风、消毒、保障防疫物资等措施，保障乘客出行安全，故增加了人工及防疫物资等方面的成本支出。

(4) 行业政策

城轨交通行业具有投资规模大、专业技术要求较高、对城市发展影响重大等特点，国家和地方政府已出台一系列政策，保障行业健康快速发展。

城轨交通行业特点是投资规模大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大。国家和地方政府已出台一系列政策，保障城轨交通行业的健康快速发展。

表3 近期城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	发布单位	发布日期
1	《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）	国务院	2018.07
2	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
3	《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09

4	《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03
5	国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展意见的通知（国办函〔2020〕116号）	国务院	2020.12
6	《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	2021.02

资料来源：联合资信整理

根据国务院办公厅2018年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》相关规定，申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在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。为引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共预算收入应在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小时3万人次以上、1万人次以上。除城轨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占比不得低于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。

2020年3月，中国城市轨道交通协会发布了《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》，从行业层面对智慧城轨建设的发展战略、建设目标、重点任务、实施路径、体制机制和保障措施等进行了统筹规划、顶层设计，旨在以此作为城轨交通行业今后一个时期（2020—2035年）制订智慧城轨发展的技术政策、技术规范、发展规划和实施计划的指导性文件。

2020年12月，国家发改委、交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司《关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展的意见》已经国务院同意，为完善城市综合交通运输体系、优化大城市功能布局、引领现代化都市圈发展提供有力支撑。该意见指出，市域（郊）铁路主要布局在经济发达、人口聚集的都市圈内的中心城市，联通城区与郊区及周边城镇组团，采取灵活编组、高密度、公交化的运输组织方式，重点满足1小时通勤圈快速通达出行需求。在充分利用既有资源的基础上，重点支持京津冀、粤港澳大湾区、长三角、成渝、长江中游等财力

有支撑、客流有基础、发展有需求的地区规划建设都市圈市域（郊）铁路，强化都市圈内中心城市城区与周边城镇组团便捷通勤，其他条件适宜地区有序推进。严控地方政府债务风险。

2021年2月，国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，该纲要指明了我国城轨交通到2035年的发展目标，即基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国123出行交通圈”（都市区1小时通勤、城市群2小时通达、全国主要城市3小时覆盖）和“全球123快货物流圈”（国内1天送达、周边国家2天送达、全球主要城市3天送达）。构建完善的国家综合立体交通网，连接全国所有县级及以上行政区、边境口岸、国防设施、主要景区等。加快构建6条主轴、7条走廊、8条通道，建设高效率国家综合立体交通网主骨架。

（5）未来发展

“十三五”期间，在科技革命和产业变革的带动下，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，逐步发展智慧型地铁。“十四五”时期，我国城轨交通将继续推动智慧城轨建设，并依托都市圈城市群的发展推进市域快轨建设。同时，政府对行业的资金安排也给新基建的城轨交通发展带来了新的机遇。

“十三五”时期，我国已进入城轨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，但经济发达地区的城轨交通建设投资增速和规模仍较大。截至2020年底，全国城轨交通运营线路已达近8000公里。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动下，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》及《国家综合立体交通网规划纲要》的发布，给未来智慧城轨及国家综合立体交通网的发展建设提供了更加明确的目标

和方向。

2021年是“十四五”的开局之年，为谋划好“十四五”期间乃至2035年的发展规划，中国城市轨道交通协会开展了《中国城市轨道交通发展战略与“十四五”发展思路》研究，指明了城轨交通的发展方向和发展途径。“十四五”期间，城轨交通将以技术智能化、装备自主化、网络功能化、发展持续化、行业标准化、区域差异化、制式多样化、运输协同化、运营精准化、站城一体化、建运绿色化、市场国际化等作为发展战略，在发展市域快轨、推进多网融合以及推动智慧城轨建设等方面取得突破进展。

同时，考虑到随着网络规模的不断扩张及投运时间的不断推移，城轨交通运营企业的运维支出压力将不断加大，应采取多种措施保障城轨交通财务可持续发展。2021年政府工作报告提出，2021年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元，优化债券资金使用，优先支持在建工程，合理扩大使用范围，中央预算内投资安排6100亿元，重点支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。总体看，政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，契合了高质量发展的需要，为城轨交通发展带来了新的机遇。

2. 区域经济情况

跟踪期内，南昌市经济持续增长，规模以上工业增加值保持增长态势，固定资产投资仍保持增长，财政实力较强，公司经营环境良好。

根据《南昌市2020年国民经济和社会发展统计公报》，2020年南昌市实现地区生产总值（GDP）5745.51亿元，按照可比价格计算，比上年增长3.6%。其中，第一产业增加值235.28亿元，增长2.2%；第二产业增加值2676.89亿元，增长3.8%；第三产业增加值2833.35亿元，增长3.4%。全年规模以上工业增加值比上年增长4.7%。

固定资产投资方面，2020年南昌市全市500万元及以上固定资产投资比上年增长8.8%。其中，工业投资增长3.7%，房地产开发投资增长6.4%，全年投

资施工项目3747个，其中新开工项目2619个。全市500万元及以上固定资产投资中第一产业投资比上年增长46.0%，第二产业投资增长3.8%，第三产业投资增长10.8%。三次产业在固定资产投资中所占比重为1.3:31.3:67.4。城市建设方面，地铁1号、2号线全线运行，3号线开通试运行，4号线加快建设。“十纵十横”城市干线路网日臻完善，城市一环闭环通行、二环三环加速推进。全年基础设施投资比上年增长12.4%。

根据《关于南昌市2020年全市和市级预算执行情况与2021年全市和市级预算草案的报告》，2020年南昌市实现地方一般公共预算收入483.86亿元，增长1.4%。其中，税收收入370.20亿元，占地方一般公共预算收入的比重为76.51%。2020年，南昌市地方一般公共预算支出838.07亿元，增长0.5%，财政自给率为57.74%，财政自给能力较弱。同期，南昌市政府性基金预算收入（主要为国有土地使用权出让收入）626.00亿元，增长45.6%。

截至2020年底，南昌市地方政府债务余额1132.71亿元，其中一般债务余额420.32亿元，专项债务余额712.39亿元。

根据《2021年一季度南昌市经济运行简析》，2021年1—3月，南昌市实现地区生产总值1469.00亿元，按可比价格计算，同比增长18.2%；规模以上工业增加值同比增长28.9%；500万元及以上固定资产投资同比增长31.6%。2021年1—3月，南昌市一般公共预算收入135.74亿元，其中税收收入92.44亿元。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为26.15亿元，唯一股东和实际控制人为南昌市国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司是南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，区域专营优势明显。

公司是南昌市地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体，自成立以来，公司得到南昌市政府的大力支持，业务涵盖城市轨道交通项目的

领域，在轨道运营、土地开发整理以及市政府基础设施建设等领域积累了丰富经验。在此基础上，公司建立了完善的投资决策、建造和运营管理体系，为提升公司市场竞争力和保持长期稳定发展打下了坚实的基础。

3. 外部支持

跟踪期内，公司持续获得政府在资金注入和财政补贴等方面的大力支持。

资金注入

根据南昌市人民政府办公厅抄告单洪府厅字（2018）713号文件，政府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，2020年公司共收到南昌市财政局拨付0.51亿元作为轨道建设资本金，计入“资本公积”科目。

根据南昌市人民政府与江西省铁路投资集团有限责任公司（现已更名为“江西省铁路航空投资集团有限公司”）协议，2020年公司共收到南昌市财政局拨付投资款4.02亿元，计入“资本公积”科目。

根据南昌市人民政府办公厅出具的洪府厅抄字（2020）45号抄告单，公司于2020年1月收到南昌市财政局拨付0.50亿元防疫资金作为注入资本金，进入“资本公积”科目。

根据《南昌市财政局关于分配下达2020年第三批新增债券资金的通知》（洪财债指（2020）8号）文件，公司于2020年6月收到南昌市财政局拨付40.00亿元新增债券资金作为轨道建设资本金，计入“资本公积”科目。

财政及其他补贴

2020年，公司共获得运营补贴1.79亿元，轨道交通建设资金3.24亿元，计入“其他收益”科目；依据《南昌市城市快速轨道交通建设指挥部会议纪要》（（2009）2号）文件及公司与南昌市土地储备中心签订的协议，共收到土地出让金返还6.2亿元。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好；联合资信

未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（授信机构版，统一社会信用代码：91360125680900685J），截至2021年5月20日，公司本部无未结清及已结清的不良或关注类信用记录，过往债务履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是南昌市轨道交通投资建设和运营管理的实施主体，跟踪期内公司地铁1号线正式运营，资源开发和商品销售业务快速发展，带动2020年营业收入同比大幅增长，但毛利率有所下滑。

跟踪期内，公司继续保持以轨道交通建设运营为基础，结合商品销售和资源开发的多样化业务格局。

2020年，公司实现营业收入19.29亿元，同比增长114.58%。其中，线路运营业务收入较上年度新增1.65亿元，主要系地铁1号线一期票务收入计入公司营业收入所致。同期，公司商品销售业务收入8.62亿元，较上年度增长39.32%，主要系材料贸易收入大幅增长所致。同期，公司资源开发业务收入8.46亿元，较上年度增长294.46%，主要系公司新增上盖物业出让收入6.10亿元。2020年公司营业收入结构较上年底变化较大。公司商品销售收入占44.66%、资源开发收入占43.84%、线路运营收入占8.55%。

从毛利率看，2020年公司综合毛利率为10.17%，较上年下降26.46个百分点，主要系公司线路运营业务中票务业务成本较大所致。

2021年1—3月，公司实现营业收入5.17亿元，相当于2020年全年的26.78%，一季度亏损。

表 4 2019—2020 年及 2021 年 1—3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 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
线路运营业务	0.00	0.00	--	16499.25	8.55	-194.63	4963.84	9.61	-125.64
商品销售业务	61852.39	68.79	20.06	86172.84	44.66	10.09	39486.56	76.42	2.45
资源开发业务	21445.78	23.85	90.22	84595.59	43.84	50.30	6615.65	12.80	74.79
其他业务	6620.42	7.36	17.79	5681.50	2.94	8.57	607.02	1.17	-48.38
合计	89918.59	100.00	36.63	192949.19	100.00	10.17	51673.07	100.00	-1.19

注：1.尾差系数数据四舍五入所致；2.资源开发业务收入包括物业管理收入、广告收入、地块管理收入、文化产品收入、站点资源再开发收入、资产委托经营收入、影视制作收入、设计研究收入、上盖物业出让收入、资源类业务收入和租赁收入；商品销售收入包括混凝土销售收入、材料贸易收入、砂石销售收入、土石方销售收入和管片业务收入；线路运营业务收入包括票务业务收入

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2. 业务运营分析

(1) 轨交建设运营业务

2020 年，南昌市轨道交通 1 号线一期工程正式运营，相应线路运营收入计入营业收入。2 号线一期工程 and 3 号线工程处于试运营阶段，尚未转固；4 号线一期工程仍处于建设阶段，未来投资支出大，存在较大的资金需求。

公司轨道交通建设投资的主要运营模式为：南昌市政府提供部分资本金、其余所需项目资金由公司通过贷款及其他融资方式筹措；政府提供的建设资本金根据实际需要分年度投入；同时，政府批准给南昌市轨道交通项目建设沿途所有的土地开发利用产生的收入，用于偿还线路项目建设贷款的本息；如收入不足以偿还债务，由政府另行安排土地出让收益等资金予以补足，确保贷款本息到期偿还。

跟踪期内，公司轨道交通项目按照相关文件批复和工期计划有序进行。公司目前主要在建轨道交通项目为 4 号线一期工程，目前主要拟建轨道交通项目为 1 号线北延工程、1 号线东延工程和 2 号线东延工程。

2020 年及 2021 年 1—3 月，公司线路运营业务收入分别为 1.65 亿元和 0.50 亿元；毛利率分别为 -194.63% 和 -125.64%。

1 号线一期工程

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通 1 号线一期工程初步设计的批复》，1 号线一期工程线路全长 28.80 公里，工程总投资概算 178.15 亿元，根据南昌市人民政府于 2013 年 8 月 26 日出具的《南昌市人民政府关于南昌轨道交通 1 号线一期工程征地拆迁安置概算调整的批复》（洪

府字〔2013〕42 号），同意南昌轨道交通 1 号线一期工程征地拆迁安置概算增加金额 22.17 亿元，调整后的项目总投资额为 200.32 亿元，调整后资本金比例为 40%。截至 2021 年 3 月底，1 号线一期工程已投资 214.87 亿元。

2015 年 12 月 26 日，1 号线一期工程全线开通试运营，总运营里程 28.80km。跟踪期内，1 号线一期工程于 2020 年进入正式运营，已完成竣工结算，计入“固定资产”科目，其运营收入已计入 2020 年营业收入。跟踪期内，地铁票价无调整，起步价 2 元（6 公里），计价标准为：采用计程票制按里程分段计价，仍依照“分级递进、递远递减”的计价原则。2020 年和 2021 年 1—3 月票务收入（不含税）分别为 1.65 亿元和 0.50 亿元。2020 年客运量和票务收入下降主要是疫情影响所致。

表 5 地铁 1 号线一期项目运营情况

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
年度客运量（万人次）	12593.40	8376.39	2985.52
日均客运量（万人次）	34.50	22.89	33.17
列车开行列次（列）	128056	114038	31472
运营里程（万公里）	346.69	309.31	85.76
（不含税）票务收入（亿元）	2.54	1.65	0.50

资料来源：公司提供

2 号线一期工程和 2 号线南延线工程

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通 2 号线一期工程初步设计的批复》，2 号线一期工程概算为 159.74 亿元，资本金比例 41%。截至 2021 年 3 月底，2 号线一期工程已完成投资 134.90 亿元，仍处于试运营阶段。

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨

道交通 2 号线南延线工程初步设计的批复》，2 号线南延线总投资概算为 42.64 亿元，资本金比例 41%。截至 2021 年 3 月底，已投资 24.41 亿元。2 号线南延线于 2017 年 8 月 18 日开通试运营（相关票务收入与 2 号线一期工程合并统计），跟踪期内仍处于试运营阶段。

2020 年及 2021 年 1-3 月以上线路票务收入（不含税）分别为 0.83 亿元和 0.26 亿元（包括 2 号线南延线收入）。

表 6 地铁 2 号线和 2 号线南延线项目运营情况

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
年度客运量（万乘次）	4908.65	5133.25	1842.44
日均客运量（万乘次）	13.45	14.03	20.47
列车开行列次（列）	99332	106092	29192
运营里程（万公里）	259.90	333.43	92.13
（不含税）票务收入（亿元）	0.85	0.83	0.26

资料来源：公司提供

3 号线工程

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通 3 号线工程初步设计的批复》，3 号线工程

总投资概算为 215.85 亿元，调整后资本金比例 20%。3 号线工程分为公司自建 A 部分和 PPP 项目 B 部分，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。截至 2021 年 3 月底，公司 3 号线工程已投资 78.77 亿元。跟踪期内，3 号线已于 2020 年 12 月开通试运营。

表 7 地铁 3 号线项目运营情况

项目名称	2020 年	2021 年 3 月
年度客运量（万人次）	83.48	1108.23
日均客运量（万人次）	13.91	12.31

资料来源：公司提供。

4 号线一期工程

根据江西省发展和改革委员会《关于南昌市轨道交通 4 号线一期工程初步设计的批复》，4 号线一期工程总投资概算为 308.30 亿元，资本金比例 25%，已到位资本金 42.35 亿元。截至 2021 年 3 月底，4 号线一期工程已投资 91.73 亿元，预计 2021 年底通车试运营。

表 8 截至 2021 年 3 月底南昌市城市轨道交通项目建设情况

线名	线路概述	长度 (km)	车站数 (座)	总投资额 (亿元)	截至 2021 年 3 月底已投资额 (亿元)	资本金已到位金额 (亿元)
1 号线一期工程	1 号线一期工程全部为地下站，换乘车站共 5 座，与线网规划中 4 条轨交线路实现换乘，线路起自双港大道站，止于瑶湖西站。	28.80	24	200.32	214.87	80.13
2 号线一期工程	2 号线一期工程线路始于辛家庵站，终点站为站前南大道站，平均站间距为 1.14 公里，其中换乘站 6 座，分别与 1 号线及其它 3 条轨道交通线路进行换乘。	23.78	21	159.74	134.90	65.49
2 号线南延线	2 号线南延线起始于南路村站，终点为站前南大道站，全部采用地下形式敷设，线路平均站间距约 1.36km。设米南综合基地 1 处，不新建主变电站和控制中心。	8.50	7	42.64	24.41	17.48
3 号线	3 号线起始于南昌县莲塘站，终点为京东大道站，均为地下线，线路平均站间距 1.35km。线路与 1 号线合设控制中心，设主变电站 2 座，其中共享 2 号线塘子河主变电所，新建阳光路主变电站，设莲塘车辆段和高新停车场。	28.50	22	215.85	78.77	31.41
4 号线一期工程	4 号线一期工程起始于望城站，终点为昌东大道站，地上线 7.10km，地下线 32.97km，线路平均站间距 1.40km。设望城车辆段 1 处、高新停车场 1 处；希望大道主变 1 座，云天路主变 1 座（与 5 号线共享），彭家桥主变 1 座（与 1 号线共享）；与其他 4 条线路共建地铁大厦站控制中心 1 处。	40.02	29	308.30	91.73	42.35
合计		129.60	103	926.85	544.68	236.86

注：已投资额统计口径为财务报表口径

资料来源：公司提供

依据城市总体规划和综合交通规划，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）》（发改基础字[2015]957 号）批复了南昌市轨道交通建设规划，对南昌中心城区城市轨道交通线网进行了新的规划。

南昌轨道交通线网规划为网格+放射状结构，由 5 条线路构成，全长 198.00 公里，共设站 146 座。二期规划批复了南昌市轨道交通 3、4 号线一期和 1、2 号线二期工程的第二轮建设规划，其包括了 1 号线北延工程、1 号线东延工程和 2 号线东延工程。

2020年12月，依据《国家发展改革委关于调整南昌市城市轨道交通第二期建设规划方案的批复》（发改基础[2020]1776号），上述拟建的三条延长

线的项目建设规划进行了优化调整，目前均尚未开工建设。

表9 南昌市城市轨道交通建设规划

线名	线路概述	长度(km)	车站数(座)	建设年限
1号线北延工程	地铁1号线北延工程起点为昌北机场站，终点为双港站，线路全长16.62公里，设站8座。	16.62	8	/
1号线东延工程	地铁1号线东延工程起点为瑶湖西站，终点为麻丘站，线路全长4.36公里，设站2座。	4.36	2	/
2号线东延工程	地铁2号线东延工程起点为辛家庵站，终点为南昌东站，线路全长10.52公里，设站9座。	10.52	9	/

注：规划线路描述与可研批复数据存在一定差异

资料来源：公司提供

(2) 资源开发业务

跟踪期内，公司资源开发业务收入大幅增长，毛利率明显下降但仍处于较高水平。未来随着南昌地铁线路的建成投产及周边房产、商业物业、社区开发完成，公司业务盈利前景较好。

公司资源开发业务板块主要由子公司南昌轨道交通地产开发有限公司（以下简称“轨交地产”）、南昌轨道交通资产经营有限公司（以下简称“南昌轨交”）和南昌市金轨国有资产运营有限责任公司（以下简称“金轨资产”）经营。2020年，公司资源开发收入主要来自上盖物业出让收入（6.10亿元）、资产委托经营收入（1.45亿元）和租赁业务收入（0.37亿元）构成，另有少量广告经营收入、地块管理收入、文化产品收入和站点资源再开发收入等。

上盖物业出让业务板块由公司本部负责运营。2020年，公司新增上盖物业出让收入6.10亿元，主要系南华医药八一馆地块（象山北路24号）、新华书店八一广场地块（中山路2号）和江西省食品公司师大东侧地块（北京西路451）等上盖物业出让收入。截至2021年3月底，公司自建的地铁上盖物业项目账面价值26.97亿元，其中，未出租地铁上盖物业计入公司“存货-开发成本”，已出租的地铁上盖物业计入公司“投资性房地产”。

跟踪期内，公司持续按照“地铁+社区”的模式对部分地铁沿线土地进行开发，预计将在1号线周边建设22个上盖物业以及3个地下空间，包括八

一广场、八一馆、采茶剧团、领王等21个地块，总建筑面积约30万平方米。开发方式仍为：在规划和建造地铁时，由地铁公司先向政府取得开发地铁上盖或者毗邻土地的开发权利。公司与专业地产商合作，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，公司获得的自持物业将产生物业管理及租金收入。目前公司已经启动了1号线两个标志性“地铁+社区”模式项目的建设开发，分别是地铁时代广场和青山湖区商业综合体项目，其中地铁大厦项目已经完工。

地铁时代广场项目，位于南昌市红谷滩新区凤凰洲片区，总投资29.2亿元（不含地价12亿元）。项目整体开发由公司与万科集团共同合作开发，项目公司名为南昌地铁时代置业有限公司，其中公司持股40%、万科持股60%，项目具体开发由万科负责。截至2021年3月底，累计完成投资26.71亿元，地铁时代广场项目住宅部分已全部交付。商业部分已完成消防、房管和规划验收，已完成签约的商业门店正在进场装修，预计2021年10月1日试营业，12月30日正式营业。公寓部分已完成竣工备案，公共区精装施工已完成，精装交付户型施工进行中，预计今年年底交付业主。

青山湖区商业综合体项目，位于地铁1号线与5号线换乘枢纽，项目总投资约23.00亿元，拟打造多功能城市综合体。截至2021年3月底，一期住宅各专业施工图已完成。二期购物中心幕墙施工图、

室内大场精装施工图、地下美食专区施工图深化、景观招标图、根据招商意见调整的机电升版图纸、各类专项设计（屋面儿童活动空间、会员中心、MAMACARES）、规划比对、房管局预测绘工作均已完成。预计销售利润约1.94亿元，持有物业收入约0.70亿元/年。截至2021年3月底，该项目累计完成投资20.02亿元，公司相关投资在“长期股权投资”科目中反映。

资产委托经营业务方面，金轨资产与南昌市财政局市直行政事业单位国有资产管理中心（以下简称“南昌财政资管中心”）签订《资产委托经营协议》，将其所拥有的房产、土地委托南昌财政资管中心经营管理，按照协议的价格约定享有收益权。其中，房产面积718110.64平方米，土地使用权面积1224588.70平方米，由市政府统一协调安排，按照房产月租金15.31元/平方米、土地月租金2元/平方米的价格获得收益。

租赁业务方面，公司自建的地铁大厦项目，位于南昌红谷滩新区CBD中央商务核心区，总投资14.00亿元。项目整体定位为超甲A级写字楼。公司持有10万平方米商业办公面积，其中4万平方米作为轨道交通控制中心和自用办公使用。2020年实现租金收入为0.65亿元，全部来源于地铁大厦租金收入；毛利率为615.08%。

2020年，公司资源开发业务收入为8.46亿元，毛利率为50.30%，仍保持较高水平。2021年1—3月资源开发业务收入0.66亿元，毛利率为74.79%，较上年提升24.49个百分点。

（3）商品销售业务

公司商品销售收入主要为售予地铁施工企业的钢铁、混凝土等建筑材料贸易收入，跟踪期内仍主要由子公司南昌轨交及江西兰叶新材料科技有限公司（以下简称“兰叶材料”）负责经营。2020年，公司实现商品销售收入8.62亿元，同比增长39.32%，收入仍主要来自材料贸易（占63.25%）和混凝土销售（占26.83%）。2021年1—3月，公司实现商品销售收入3.95亿元，相当于2020年的45.82%。跟踪期内，公司商品销售业务毛利率有所下降，2020年和2021年1—3月，分别为10.09%和2.45%。

（4）其他业务

公司其他业务收入主要为咨询收入、利息收入和资源占用费收入等。2020年和2021年1—3月，公司分别形成收入0.57亿元和0.06亿元，收入规模较小。

3. 未来发展

公司未来仍将以轨道交通建设为发展核心，结合上盖等开发项目的建设，持续推进公司“地铁+社区”的发展模式。在建及拟建地铁项目资金需求大，存在较大融资压力。

公司作为南昌市城市轨道交通的唯一投资及运营主体，承担着南昌市城市轨道交通建设的重任，将在南昌市政府的规划下统筹安排，建立起以公共交通为主体的多层次、高效能、立体化的综合客运交通体系，满足南昌市各发展阶段的交通需求，形成一个覆盖城市全部组团的轨道网，促进城市发展轴形成，加速都市圈、城市组团和新区开发建设。公司未来将筹建由南昌市辐射到江西省内各区市的12条市域铁路，提高南昌市的省会城市聚集效应，构建南昌大都市圈。

另一方面，公司对南昌地铁的相关空间资源以及土地资源进行经营管理，城市轨道交通项目的建设将进一步有效带动城市房地产及商业的快速发展，有效提升地铁周边土地的市场价值。根据南昌市“十四五”规划，公司共有9个TOD拟建项目，主要系地铁站点附近和上盖的住宅和商业建设。其中，中山西路TOD项目占地面积24.9亩，计容面积3.15万平方米，项目定位为特色精品酒店，目前项目前期开发工作已启动。同时推行近700亩土地的产业园1期规划建设，将产业园项目与轨道交通建设运营相结合形成新型产业链。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度合并财务报告，中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2021年一季度财务数据未经审计。

截至2020年底，公司合并范围内一级子公司

17家，跟踪期内，新纳入合并范围子公司9家；2021年3月底，兰叶材料不再纳入合并范围。总体来看，上述变动的子公司资产规模较小，对公司财务数据影响不大，公司财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司资产总额919.64亿元，所有者权益472.22亿元（含少数股东权益1.91亿元）；2020年，公司实现营业收入19.29亿元，利润总额5.46亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额927.68亿元，所有者权益470.59亿元（含少数股东权益0.88亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入5.17亿元，利润总额-0.42亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，随着地铁项目建设的推进和部分项目完工，公司资产规模持续增长，资产构成仍以非流动资产为主，资产流动性仍较弱，整体资产质量一般。

截至2020年底，公司合并资产总额919.64亿元，较上年底增长16.76%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占10.88%，非流动资产占89.12%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.88	5.06	43.43	4.72	23.79	2.56
其他应收款	12.31	1.56	19.72	2.14	21.59	2.33
存货	27.19	3.45	14.22	1.55	16.35	1.76
其他流动资产	13.58	1.72	14.43	1.57	16.13	1.74
流动资产	98.73	12.53	100.08	10.88	94.73	10.21
投资性房地产	160.38	20.36	175.23	19.05	176.03	18.98
固定资产	9.56	1.21	219.57	23.88	218.84	23.59
在建工程	450.68	57.22	339.95	36.97	352.92	38.04
其他非流动资产	51.28	6.51	68.71	7.47	68.90	7.43
非流动资产	688.92	87.47	819.56	89.12	832.95	89.79
资产总额	787.65	100.00	919.64	100.00	927.68	100.00

注：各项之和与合计数不一致系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产100.08亿元，较上年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占43.39%）、应收账款（占6.02%）、其他应收款（占19.71%）、存货（占14.21%）、其他流动资产（占14.42%）构成。

截至2020年底，公司货币资金43.43亿元，较上年底增长8.90%，主要系银行存款增长所致。货币资金中有0.62亿元受限资金，主要为银行承兑汇票保证金。

截至2020年底，公司其他应收款19.72亿元，较上年底增长60.20%，主要系应收轨道交通发展专项资金增加所致。按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应付款，从账龄分布来看，1年以内占

65.09%、1~2年占2.94%、2~3年占3.21%、3~5年占12.00%、5年以上占16.78%。

表 11 2020年底公司其他应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	期末余额	占比
应收轨道交通发展专项资金	7.72	38.96
南昌市国金工业投资有限公司	7.50	37.87
南昌工业控股集团有限公司	2.50	12.62
南昌市劳动监察局	0.94	4.73
南昌地铁时代置业有限公司	0.48	2.44
合计	19.14	96.62

注：各项之和与合计数不一致系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司存货14.22亿元，较上年底下降47.69%，主要系已出租的上盖物业转入“投资

性房地产”科目所致。存货主要由开发成本（占92.39%）构成，开发成本主要为未出租的上盖物业项目和部分销售用原材料。

截至2020年底，公司其他流动资产14.43亿元，较上年底增长6.26%，主要为待抵扣的进项税。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产819.56亿元，较上年底增长18.96%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占21.38%）、固定资产（占26.79%）、在建工程（占41.48%）、其他非流动资产（占8.38%）构成。

截至2020年底，公司可供出售金融资产9.11亿元，较上年底增加6.72亿元，其中对南昌中铁穗城轨道交通建设运营有限公司新增投资1.68亿元，对南昌江广泰投资咨询合伙企业(有限合伙)新增投资5.00亿元。

截至2020年底，公司投资性房地产175.23亿元，较上年底增长9.26%，主要系土地使用权的公允价值增长所致。投资性房地产由房屋、建筑物（占79.60%）和土地使用权（占20.40%）构成。

截至2020年底，公司固定资产219.57亿元，较上年底增加210.03亿元，主要系将地铁1号线计入固定资产所致。固定资产主要由地铁1号线（210.03亿元）构成，累计计提折旧3.08亿元。

截至2020年底，公司在建工程339.95亿元，较上年底下降24.57%，主要系地铁1号线建设转固所致。在建工程主要由地铁2号、3号和4号线及相关延线项目建设投入构成。

截至2020年底，公司其他非流动资产68.71亿元，较上年底增长34.00%，主要系预付工程款增长所致。其他非流动资产构成主要是江西省铁路投资集团公司投资款27.97亿元、预付工程款21.19亿元和土地及拆迁补偿款19.55亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额927.68亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占10.21%，非流动资产占89.79%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2021年3月底，公司受限资产44.89亿元，受限比例为4.84%，主要为地铁1号线站点和设备相关固定资产。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，受益于政府专项债支持，公司所有者权益持续增长。

截至2020年底，公司所有者权益472.22亿元，较上年底增长11.91%，主要系资本公积增长所致。公司所有者权益主要由实收资本（占5.54%）、资本公积（占77.95%）和未分配利润（占13.40%）构成。

截至2020年底，公司实收资本26.15亿元，较上年底无变化；公司资本公积368.11亿元，较上年底增长13.94%，主要系公司获得40.00亿元4号线地铁项目政府专项债所致。

截至2021年3月底，公司所有者权益470.59亿元，较上年底变化不大。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润的占比均较上年底均变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模持续增长，仍以长期债务为主，与公司业务相匹配；未来随着公司地铁建设项目的逐步推进，公司债务规模或继续上升，整体债务负担尚可。

截至2020年底，公司负债总额447.42亿元，较上年底增长22.35%，主要系流动资产增长所致。其中，流动负债占25.18%，非流动负债占74.82%。公司负债以非流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债112.66亿元，较上年底增长83.97%，主要系短期借款和应付账款大幅增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占20.36%）、应付账款（占40.20%）和其他应付款（占10.79%）、一年内到期的非流动负债（占23.69%）构成。

截至2020年底，公司短期借款22.94亿元，较上年底增加21.42亿元，主要系信用借款大幅增长所致。

截至2020年底，公司应付账款45.28亿元，较上年底增长91.94%，主要系对中铁四局集团有限公司和中铁隧道集团有限公司应付账款大幅增长所致。

截至2020年底，公司其他应付款12.15亿元，较

上年底下降16.67%，主要系对江西新华发行集团有限公司南昌市分公司工程往来款下降所致。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债26.69亿元，较上年底增长60.61%，主要系一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券增长所致。从结构上看，一年内到期的长期借款15.83亿元，一年内到期的长期应付款5.86亿元，一年内到期的应付债券5.00亿元。

截至2020年底，公司非流动负债334.76亿元，较上年底增长9.95%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占68.40%）、应付债券（占23.67%）、长期应付款（占7.30%）、长期应付款（占7.30%）构成。

截至2020年底，公司长期借款228.99亿元，较上年底增长4.61%，主要系信用借款增长所致；长期借款主要由质押借款（占83.07%）构成，质押物主要为公司合法享有的地铁建成后所有的票款收费权以及其他收入等权益形成的应收账款。

截至2020年底，公司应付债券79.23亿元，较上年底增长43.30%，主要系当期发行“G20洪轨1”、“20南昌轨交绿色债/G20洪轨2”和“20南昌轨交GN001”所致。

截至2020年底，公司长期应付款24.42亿元，较上年底下降14.82%，全部为融资租赁款。本报告已将长期应付款中有息部分调整至长期债务计算。

截至2021年3月底，公司负债总额457.09亿元，较上年底增长2.16%。其中，流动负债占24.24%，非流动负债占75.76%。公司以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表 12 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年3月
短期债务	19.29	50.62	47.16
长期债务	302.85	332.39	343.77
全部债务	322.14	383.01	390.93
资产负债率	46.43	48.65	49.27
全部债务资本化比率	43.29	44.78	45.38
长期债务资本化比率	41.78	41.31	42.21

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至2020年底，公司全部债务383.01亿元，较上年底增长18.89%。债务结构方面，短期债务占

13.22%，长期债务占86.78%。

从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别上升2.22个、上升1.49个和下降0.47个百分点。

截至2021年3月底，公司全部债务390.93亿元，较上年底增长2.07%。其中，短期债务较上年底下降6.84%，长期债务较上年底增长3.42%。从债务指标来看，截至2021年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高0.62个、0.60个和0.90个百分点。

从债务到期分布看，2021年4—12月、2022年和2023年，公司分别需偿付有息债务46.72亿元、63.69亿元和53.26亿元。公司2022年面临一定的集中偿付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，线路运营业务开始确认收入，商品销售和资源开发业务收入增长较快，带动公司营业收入大幅增长，期间费用控制能力明显增强，公司利润总额对政府补助依赖性仍较强。

2020年，公司实现营业收入19.29亿元，同比增长114.58%，营业成本同比增长204.18%，主要系材料贸易业务成本，以及新增上盖物业出让业务成本和票务业务成本增长所致；营业利润率同比下降22.67个百分点。

2020年，公司期间费用总额同比下降4.74%。从构成看，公司期间费用由销售费用（占20.24%）、管理费用（占69.80%）和财务费用（9.96%）构成。2020年，公司期间费用率为9.95%，同比下降12.46个百分点，公司费用控制能力明显增强。

2020年，公司其他收益5.04亿元，同比增长38.77%，主要系公司获得政府拨付的轨道交通建设资金3.24亿元和运营补贴1.79亿元所致，2020年，公司利润总额5.46亿元，利润总额对政府补贴依赖性仍较强。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年3月
营业收入	8.99	19.29	5.17
营业成本	5.70	17.33	5.23
期间费用	2.01	1.92	0.29

其他收益	9.23	3.63	5.04
利润总额	8.28	5.46	-0.42
营业利润率	30.01	7.34	-4.65
总资本收益率	1.07	0.62	--
净资产收益率	1.86	1.07	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从盈利指标看，2020年公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.62%和1.07%，同比分别下降0.45个和0.79个百分点。

2021年1—3月，公司实现营业收入5.17亿元，相当于2020年全年的26.80%；利润总额-0.42亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量有所下滑，投资活动现金流净流出规模持续增长，随着地铁项目建设的推进，公司仍有较大融资需求。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入23.61亿元，同比增长3.00%；经营活动现金流出20.94亿元，同比增长10.49%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工的现金增长所致。2020年，公司经营活动现金净流入2.68亿元。2020年，公司现金收入比为66.84%，同比下降11.64个百分点，收入实现质量明显下滑。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年3月
经营活动现金流入量	22.92	23.61	12.75
经营活动现金流出量	18.95	20.94	21.01
经营活动现金流净额	3.98	2.68	-8.26
投资活动现金流净额	-66.66	-87.25	-18.31
筹资活动现金流净额	70.39	88.10	6.94
现金收入比	78.48	66.84	221.94

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入20.36亿元，同比下降11.12%，主要系投资理财收益下降所致；投资活动现金流出107.61亿元，同比增长20.14%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增长所致。2020年，公司投资活动现金净流出87.25亿元。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入173.56亿元，同比增长70.57%，主要系吸收投

资收到的现金和取得借款收到的现金增长所致；筹资活动现金流出85.46亿元，同比增长172.48%，主要系偿还债务支付的现金大幅增长所致。2020年，公司筹资活动现金净流入88.10亿元。

2021年1—3月，公司经营活动现金净流出8.26亿元，公司现金收入比为221.94%；投资活动现金净流出18.31亿元；筹资活动现金净流入6.94亿元。

6. 偿债能力

公司长、短期偿债能力指标均较弱，但考虑到公司业务定位，政府支持持续有力，融资渠道畅通，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标来看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率由上年底的161.23%和116.84%分别下降至88.84%和76.21%；公司经营现金流流动负债比率为2.38%，经营性净现金流对流动负债的保障能力弱。截至2021年3月底，公司现金短期债务比由上年底的0.90倍下降至0.53倍，现金类资产对短期债务的保障程度下滑。

从长期偿债指标来看，2020年，公司EBITDA为6.65亿元，同比下降25.53%。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的0.64倍增至0.77倍；全部债务/EBITDA由上年的36.06倍提升至57.57倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度仍较弱。

截至2021年3月底，公司合并范围获得的银行授信额度为1105.58亿元，已使用额度336.79亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2021年3月底，公司无对外担保。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司对集团资金掌控能力较强，资产规模和有息债务占合并口径的比重仍高，收入规模占合并口径的比重上升，整体财务状况与公司合并报表基本一致，未来随着地铁项目陆续转固，母公司营业收入占合并报表的比重将持续提升。

截至2020年底，母公司资产总额907.70亿元，占合并口径的98.70%，较上年底增长16.85%，主要系地铁1号线计入固定资产所致。其中，流动资产86.15亿元(占比9.49%)，非流动资产821.56亿元(占比90.51%)。

截至2020年底，母公司所有者权益为464.01亿

元，占合并口径的98.26%，较上年底增长11.77%。

截至2020年底，母公司负债总额443.70亿元，占合并口径的99.17%，资产负债率为48.88%，较上年底上升2.32个百分点。

2020年，母公司营业收入为8.65亿元，占合并口径的44.84%；利润总额为4.33亿元，占合并口径的79.26%。

截至2021年3月底，母公司资产总额912.13亿元，所有者权益为463.22亿元，负债总额448.92亿元；母公司资产负债率49.22%；2021年1—3月，母公司营业收入0.65亿元，利润总额-0.55亿元，投资收益-0.04亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司2021年内到期应付债券5.00亿元，经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力较弱。

截至本报告出具日，公司存续债券余额共104.70亿元。其中2021年内到期的应付债券为5.00亿元，若在下一个行权日投资者选择全部回售，2025年将达到存续债券待偿本金峰值39.70亿元。截至2020年底，公司现金类资产44.89亿元（已剔除受限资金）；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为23.61亿元、2.68亿元、6.65亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的0.59倍、0.06倍和0.17倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	指标值
2021年到期债券金额	5.00
未来待偿债券本金峰值	39.70
2020年底现金类资产/2021年到期债券金额（倍）	8.98
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.59
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.06
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.17

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2020年底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

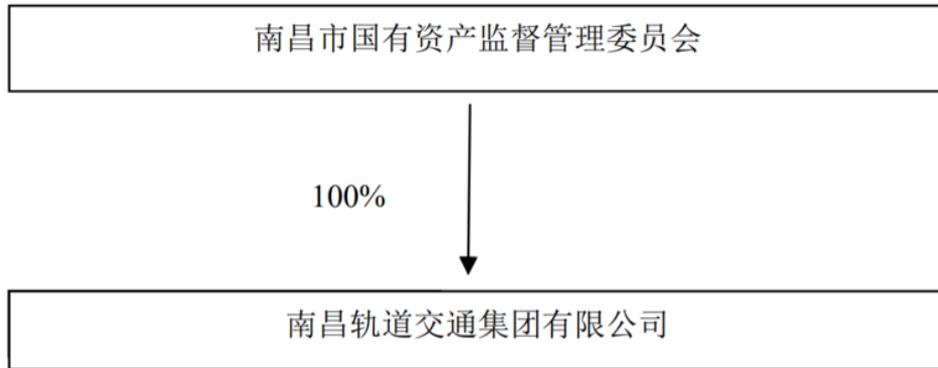
“19轨交GN001”含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款

的分析，认为“19轨交GN001”在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具。

十一、结论

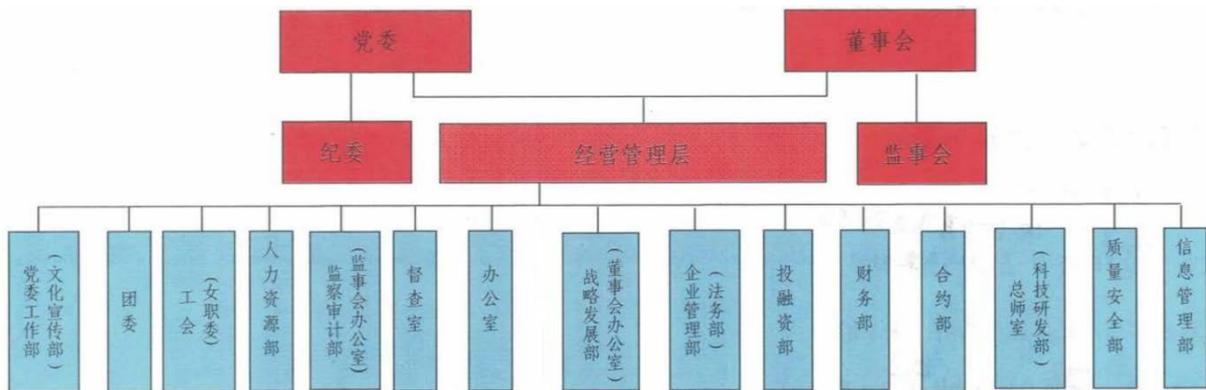
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA+，维持“15洪轨02/15洪轨债02”“18南昌轨交MTN001”“19南昌轨交MTN001”和“19南昌轨交GN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 2021 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
南昌轨道交通资产经营有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	轨道交通资源的经营管理；物业管理；建筑材料的销售等	100.00	--	投资设立
南昌轨道交通地产开发有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	土地开发、房地产开发、轨道交通项目的投资等	100.00	--	投资设立
南昌市金轨国有资产运营有限责任公司	江西省南昌市	江西省南昌市	资产管理；自有房屋租赁等	100.00	--	其他
江西兰叶新型材料科技有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	预拌混凝土、砼结构构件加工及相关技术研发和服务	--	22.50	投资设立
南昌地铁电视有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	广告行业，产品或服务为广播电视节目制作、发行	51.00	--	投资设立
南昌地铁田园开发投资有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	农业投资开发；花卉、园林绿化等	100.00	--	投资设立
南昌轨道交通集团物业管理发展有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	物业管理；办公室保洁服务；家庭保洁服务	100.00	--	投资设立
南昌轨道交通设计研究院有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	轨道交通、建筑、市政行业的勘察、设计、咨询和研究业务等	40.00	--	其他
南昌轨道交通集团转贷服务有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	中小企业转贷服务	100.00	--	投资设立
南昌轨道交通集团供应链金融有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	供应链管理；普通货物道路运输；实业投资；自营和代理各类商品及技术的进出口业务	100.00	--	投资设立
南昌轨道交通集团产业投资管理有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	投资管理；投资咨询；项目投资；房地产投资等	100.00	--	投资设立
南昌轨道交通集团产业园管理有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	房地产开发经营，各类工程建设活动，城市配送运输服务等			投资设立
南昌轨道房桥建材有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	建材、钢材、生铁、有色金属及型材、建筑五金销售；水泥制品销售	--	50.00	非同一控制
南昌轨道环保材料	江西省	江西省	建设工程设计，各类工	100.00	--	投资设立

有限 公司	南昌市	南昌市	程建设活动等			
南昌轨道能源贸易 有限 责任公司	江西省 南昌市	江西省 南昌市	天然气、二氧化碳、石 油气、汽油、煤油、柴 油等批发；供应链 管理 服务，化工产品 销售 (不含许可类化 工产 品)	--	50.00	投资设立
南昌轨道交通集团 人力 资源服务有 限公司	江西省 南昌市	江西省 南昌市	人力资源服务(劳务 派 遣除外)	100.00	--	投资设立
南昌轨道交通集团 工程 技术咨询有 限公司	江西省 南昌市	江西省 南昌市	工程管理服务：工程 和 技术研究和试验发 展； 技术服务、技术 开发、 技术咨询等	100.00	--	投资设立

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	31.95	39.88	45.51	24.85
资产总额 (亿元)	686.66	787.65	919.64	927.68
所有者权益 (亿元)	380.08	421.96	472.22	470.59
短期债务 (亿元)	10.05	19.29	50.62	47.16
长期债务 (亿元)	262.69	302.85	332.39	343.77
全部债务 (亿元)	272.74	322.14	383.01	390.93
营业收入 (亿元)	8.08	8.99	19.29	5.17
利润总额 (亿元)	10.33	8.28	5.46	-0.42
EBITDA (亿元)	11.01	8.93	6.65	--
经营性净现金流 (亿元)	3.23	3.98	2.68	-8.26
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.74	1.83	3.17	--
存货周转次数 (次)	0.26	0.21	0.84	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.02	--
现金收入比 (%)	95.67	78.48	66.84	221.94
营业利润率 (%)	28.56	30.01	7.34	-4.65
总资本收益率 (%)	1.56	1.07	0.62	--
净资产收益率 (%)	2.66	1.86	1.07	--
长期债务资本化比率 (%)	40.87	41.78	41.31	42.21
全部债务资本化比率 (%)	41.78	43.29	44.78	45.38
资产负债率 (%)	44.65	46.43	48.65	49.27
流动比率 (%)	205.80	161.23	88.84	85.50
速动比率 (%)	141.74	116.84	76.21	70.75
经营现金流流动负债比 (%)	7.56	6.49	2.38	--
现金短期债务比 (倍)	3.18	2.07	0.90	0.53
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.07	0.64	0.77	--
全部债务/EBITDA (倍)	24.76	36.06	57.57	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分已纳入长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	28.36	36.02	37.94	20.33
资产总额 (亿元)	675.31	776.81	907.70	912.13
所有者权益 (亿元)	373.24	415.14	464.01	463.22
短期债务 (亿元)	7.68	16.62	47.99	44.71
长期债务 (亿元)	238.73	274.18	308.22	318.73
全部债务 (亿元)	246.41	290.80	356.21	363.44
营业收入 (亿元)	0.60	0.63	8.65	0.65
利润总额 (亿元)	9.07	6.72	4.33	-0.55
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	9.90	6.05	7.37	-1.43
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.57	1.22	8.01	--
存货周转次数 (次)	0.03	0.02	0.48	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.00	0.01	--
现金收入比 (%)	10.45	52.63	31.53	181.27
营业利润率 (%)	-8.05	1.70	-9.97	-83.37
总资本收益率 (%)	1.46	0.95	0.52	--
净资产收益率 (%)	2.43	1.61	0.92	--
长期债务资本化比率 (%)	39.01	39.78	39.91	40.76
全部债务资本化比率 (%)	39.77	41.19	43.43	43.97
资产负债率 (%)	44.73	46.56	48.88	49.22
流动比率 (%)	209.53	157.45	77.90	71.16
速动比率 (%)	140.97	111.97	65.94	56.71
经营现金流动负债比 (%)	25.13	10.32	6.66	--
现金短期债务比 (倍)	3.69	2.17	0.79	0.45
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；公司审计报告中未披露母公司现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。