

南京地铁集团有限公司公司债 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：朱 洁 jzhu@ccxi.com.cn

项目组成员：龚 微 wgong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 27 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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。

■ 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了绿债评估服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1592号

南京地铁集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“21 宁铁 13”、“21 宁铁 14”和“22 宁铁 01”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

二零二二年六月二十七日

评级观点：中诚信国际维持南京地铁集团有限公司（以下简称“南京地铁”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 宁铁 13”、“21 宁铁 14”和“22 宁铁 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了南京市持续增强的区域经济实力、政府对公司的的大力支持等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司整体盈利能力较弱、未来面临较大的资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

南京地铁（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,936.14	2,188.28	2,511.37	2,602.08
所有者权益合计（亿元）	684.84	744.54	828.95	840.21
总负债（亿元）	1,251.30	1,443.74	1,682.42	1,761.87
总债务（亿元）	1,168.13	1,341.90	1,555.67	1,635.30
营业总收入（亿元）	28.63	22.00	26.08	5.04
经营性业务利润（亿元）	0.88	2.91	2.96	-1.89
净利润（亿元）	2.75	3.00	3.46	-1.90
EBITDA（亿元）	20.90	21.80	22.42	--
经营活动净现金流（亿元）	2.35	-1.76	-1.57	-1.51
收现比（X）	1.17	1.02	1.01	1.19
营业毛利率（%）	-80.44	-145.55	-122.43	-176.41
应收类款项/总资产（%）	12.42	13.98	14.92	14.95
资产负债率（%）	64.63	65.98	66.99	67.71
总资本化比率（%）	63.04	64.32	65.24	66.06
总债务/EBITDA（X）	55.89	61.55	69.38	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、将公司其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

正面

■ **南京市持续增强的区域经济实力，为地铁建设奠定了坚实基础。**2021 年南京市实现地区生产总值 16,355.32 亿元，同比增长 7.5%，持续增强的区域经济实力为地铁建设奠定了坚实基础。

■ **政府对公司的的大力支持。**2021 年以来公司在资本金注入、政府补贴等方面继续得到了南京市人民政府的大力支持。截至 2022 年 3 月末，公司在建地铁线路已到位资本金合计 216.56 亿元；2021 年及 2022 年一季度分别确认政府补贴 38.05 亿元和 7.70 亿元，政府支持有力支撑了公司的持续运营及项目建设能力。

关注

■ **轨道交通行业的准公益性特点，导致公司整体盈利能力较弱。**轨道交通业务准公益性、定价非市场化的特点，使得公司营业毛利率持续为负，盈利对政府补贴依赖较大，整体盈利能力较弱。此外，当前疫情持续反复，跟踪期内地铁客运相关指标仍弱于疫情前水平，整体经营承压。

■ **未来面临较大的资本支出压力。**公司在建及项目丰富，项目投资金额较大，截至 2022 年 3 月末在建地铁线路尚需投入 980.34 亿元，为公司带来了较大的资本支出压力。

评级展望

中诚信国际认为，南京地铁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。**地方经济环境恶化，公司地位下降致使股东及各方支持意愿减弱，财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化导致的流动性紧张等。

同行业比较

2021 年同类型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）
深圳市地铁集团有限公司	5,935.07	3,051.63	48.58	163.97	28.90	-130.52
广州地铁集团有限公司	5,269.35	2,614.74	49.75	134.59	3.52	0.92
武汉地铁集团有限公司	4,216.99	1,295.21	69.29	101.70	17.69	-11.75
南京地铁集团有限公司	2,511.37	828.95	66.99	26.08	3.46	-1.57

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 宁铁 13	AAA	AAA	2021/06/24	25.00	25.00	2021/7/13~2024/7/13	--
21 宁铁 14	AAA	AAA	2021/07/27	28.00	28.00	2021/8/5~2024/8/5	--
22 宁铁 01	AAA	AAA	2021/12/24	17.00	17.00	2022/1/12~2025/1/12	--

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

公司分别于 2021 年 7 月、8 月及 2022 年 1 月发行“21 宁铁 13”、“21 宁铁 14”和“22 宁铁 01”，发行规模分别为 25.00 亿元、28.00 亿元和 17.00 亿元，上述债券的募集资金用途均为归还本息债务，截至本评级报告出具日，公司募集资金均按照既定用途使用完毕。

宏观经济与政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，

CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发

力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

作为江苏省省会，南京市拥有良好经济基础且不断出台措施推进高新技术等新兴产业发展，近年经济及财政实力持续增长，为市内平台企业发展提供有力支撑

南京市是江苏省省会，副省级城市，江苏省政治、经济、科教和文化中心。南京市位于江苏省西南部，地处中国沿海开放地带与长江流域开发地带的交汇部，是长三角经济核心区的重要区域中心城市，是国家重要的综合性交通枢纽和通信枢纽城市。南京市下辖11个区，总面积6,587.02平方公里，人口方面，根据第七次全国人口普查结构显示截至2020年11月1日，南京市全市常住人口931.47万人，较第六次人口普查增长16.38%，年平均增长率为1.53%，增长量位居江苏第二位。

南京市是华东地区重要的交通、通讯枢纽，亦是全国重要的综合性工业生产基地。经过多年的发展，南京市已形成以电子信息、石油化工、汽车制造、钢铁为支柱，以软件和服务外包、智能电网、风电光伏、轨道交通等新兴产业为支撑，先进制造业和现代服务协调发展的产业格局。2019年8月，中国（江苏）自贸试验区南京片区获批设立，南京片区位于南京市江北新区，将着力建设具有国际影

响力的自主创新先导区、现代产业示范区、对外开放合作重要平台。自贸试验区南京片区的设立有利于南京市的省会城市功能和中心城市首位度加快提升。

凭借良好的区位优势，近年来南京市经济持续保持较快发展，2021年南京市实现地区生产总值16,355.32亿元，同比增长7.5%，其中第一产业、第二产业及第三产业增加值分别为303.94亿元、5,902.65亿元和10,148.73亿元，同比分别增长0.8%、7.6%和7.6%，当年三次产业增加值比例由2020年的2.0:35.2:62.8调整为1.8:36.1:62.1，第三产业占地区生产总值的比重保持稳定态势。固定资产投资方面，近年来南京市固定资产投资规模逐年扩大，2019~2021年，南京市全社会固定资产投资同比增速分别为8.0%、6.6%和6.2%。其中2021年南京市基础设施投资增速较上年大幅提升12个百分点至13.2%；房地产开发投资增速3.4%，增速较上年继续放缓；高科技制造业投资增长28.6%，高科技服务投资增长32.6%，高技术服务业中科技成果转化服务、检验检测服务分别增长58.6%和99.4%，投资结构不断优化。

近年来，在经济快速发展的有力支撑下，南京市地方财政收入实现较快增长2019~2021年一般公共预算收入同比分别增长7.5%、3.7%和5.6%；同期，税收收入占一般公共预算收入的比重均在80%以上，一般公共预算收入主要来源于税收收入，收入结构稳健。财政支出方面，近年全市一般公共预算支出同比有所增长，从收支平衡来看，南京市财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为90%以上，财政平衡能力很强。

表 1：2019~2021年南京市主要经济及财政指标（亿元、%）

项目	2019	2020	2021
地区生产总值	14,030.15	14,817.95	16,355.32
第一产业增加值	289.82	296.80	303.94
第二产业增加值	5,040.86	5,214.35	5,902.65
第三产业增加值	8,699.47	9,306.80	10,148.73
三次产业结构	2.1:35.9:62.0	2.0:35.2:62.8	-
全社会固定资产投资	-	-	5,675.24
社会消费品零售总额	6135.74	7,203.03	7,899.41

一般公共预算收入	1,580.03	1,637.70	1,729.52
其中税收收入	1,373.83	1,396.56	1,473.31
财政平衡率	95.26	93.34	95.15

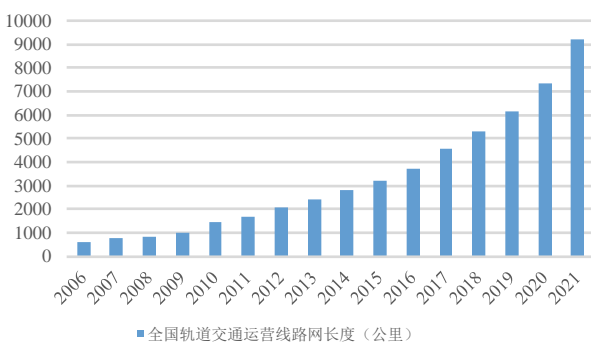
资料来源：南京市统计局网站

中诚信国际认为，作为江苏省省会和长三角地区中心城市，凭借便利的交通条件、良好的投资环境，预计未来一段时期内南京市经济仍将保持稳定的增长。

近年来轨道交通行业持续快速发展，运营规模持续增加，在建线路总规模持续位于高位，为支持轨道交通建设，各级政府在资本金方面给予较大支持。未来，随着轨道交通相关资源的开发成熟，预计能为轨道交通线路的运营提供一定的盈利补充

“十四五”城轨交通已由重建设转变为建设、运营并重阶段，城轨交通新开通运营线路里程“十三五”期间呈持续上涨势头，“十四五”各年预计呈现波动变化趋势，各年不均衡，新开通运营线路规模在近年达到峰值后有所回落。截至 2021 年底，共有 50 个城市开通城轨交通运营线路 283 条，运营线路总长度达 9,206.8 公里。

图 1：2006-2021 年末我国轨道交通运营里程情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从新增运营线路长度看，2021 年新增运营线路长度 1,237.1 公里，新增运营线路 39 条，新开既有线路的延伸段、后通段 23 段，当年新增运营线路长度与上年基本持平，继续保持快速增长。其中，上海新增 102 公里，居全国首位，其次是武汉 96.9 公里，运营线路规模增量居前，北京、广州、嘉兴增量超过 50 公里。从增长幅度看，增长率超过 100% 的城市有哈尔滨、佛山、贵阳，分别增长 157.6%、

149%、113.5%。

从运营线网规模看，截至 2021 年末，全国共计 24 个城市的线网规模达到 100 公里或以上。其中，上海 936.2 公里，北京 856.2 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。此外，成都、广州运营线路长度超过 500 公里，武汉、南京、深圳运营线路长度超过 400 公里，重庆、杭州运营线路长度均超过 300 公里，青岛、天津、苏州、西安、郑州、大连、沈阳 7 市均超过 200 公里。

从客运量情况来看，城轨交通 2021 年全年累计完成客运量 236.9 亿人次，同比增加 61 亿人次，增长 34.7%，接近疫情前 2019 年的 237.1 亿人次水平。2021 年全年上海累计完成客运量 35.8 亿人次，北京累计完成客运量 30.7 亿人次，广州累计完成客运量 28.4 亿人次，深圳累计完成客运量 21.9 亿人次，成都累计完成客运量 18 亿人次，上海、北京、广州、深圳、成都客运量占全国总客运量的 56.9%。

运营经济方面，据不完全统计（据可统计可对比的 37 市数据且同比数据做同口径调整），2021 年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本 23.6 元，同比下降 0.42 元；平均每人次公里运营成本 1.17 元，同比增长 0.14 元；总成本中人工成本占比 51.2%，同比减少 2.7 个百分点，电费占比 9.6%，同比减少 0.9 个百分点。全国城轨交通平均单位车公里运营收入 13.27 元，同比增长 0.73 元；平均每人次公里运营收入 0.66 元，同比增长 0.04 元。每车公里运营收入和每人公里运营收入均超过全国平均水平的有北京、深圳、杭州、宁波、青岛、东莞、南宁、合肥、贵阳、温州、济南 11 市，均为资源经营收入较高的城市。平均单位票款收入 0.24 元/人公里，同比减少 0.05 元。

在建项目方面，截至 2021 年底，中国大陆地区有 55 个城市（个别由地方政府批复项目未纳入统计）在建线路总规模 6,096.4 公里（含个别 2021 年当年仍有建设进展和投资额发生的已运营项目和 2021 年当年新投运项目）；其中，地铁 5,093.1 公里，占比 83.53%；轻轨 5.4 公里，占比 0.09%；跨座式

单轨 46.8 公里，占比 0.77%；市域快轨 616.8 公里，占比 10.12%；有轨电车 333.2 公里，占比 5.47%；磁浮交通 1.2 公里，占比 0.02%。在建线路 253 条（段），共有 29 个城市的在建线路为 3 条及以上。

轨道交通项目投资方面，据不完全统计（不含部分地方政府批复项目和个别数据填报不完整的项目资金情况），截至 2021 年底，中国内地在建线路可研批复投资累计 45,553.3 亿元，初设批复投资累计 38,298.1 亿元。2021 年当年共完成建设投资 5,859.8 亿元，同比下降 6.78%，当年完成建设投资额占可研批复投资额的 12.86%。

规划方面，截至 2021 年底，全国共有 67 个城市的城轨交通线网规划获批（含地方政府批复的 23 个城市），在实施的建设规划线路总长达 6,988.3 公里（不含统计期末已开通运营线路）。我国城轨交通项目总投资额保持相对高位，部分城市启动新一轮建设规划。继一线城市后，绝大部分省会城市和部分发展较快的新兴城市的城轨交相继成网，城轨交通网络化程度逐步提高。

轨道建设投融资方面，轨道交通属于资本密集型产业，同时又具有准公共产品属性和规模经济的特征，以上特性决定了在我国轨道交通建设以及运营初期仍需以政府为主导的投融资模式。因此，轨道交通不仅需要地方政府具备较强的财政实力和融资能力以保障项目建设顺利推进，还需要持续的财政投入以保障线路系统的安全运行。国务院办公厅于 2018 年 7 月 13 日下发了《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（以下简称“52 号文”）。针对地铁审批，52 号文指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3,000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上；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 1,500 亿元以上，市区常住人口在 150 万

人以上。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。以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整。在强化项目风险管控方面，52 号文提出，严控地方政府债务风险。进一步加大财政约束力度，按照严控债务增量、有序化解债务存量的要求，严格防范城市政府因城市轨道交通建设新增地方政府债务风险，严禁通过融资平台公司或以 PPP 等名义违规变相举债。对举债融资不符合法律法规或未落实偿债资金来源的城市轨道交通项目，发展改革部门不得审批（核准）；对列入地方政府债务风险预警范围的城市，应暂缓审批（核准）其新项目。

目前，轨道交通建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、市区共建的模式。在项目资本金的筹集上，由市、区两级政府投入资本金，将地铁建设与沿线土地开发结合，并与各区的经济发展结合起来。同时，各地也在逐步尝试轨道交通项目的市场化运作，改变项目由政府独家运作的模式，广泛吸引国内外企业投资建设，充分发挥企业的积极性，由企业与企业共同筹集资本金，对规划线路实行产权清晰的项目公司运作，不断规范投资、建设、监管和运营。

此外，轨道交通还具有项目建设周期长，一次性投资大，后期运营维护成本高昂的特点。国外经验表明，设备的购置、安装等费用约占轨道交通总投资的 40~50%。国务院办公厅于 1999 年 2 月转发的原国家计委《关于城市轨道交通设备国产化的实施意见》提出，“城市轨道交通项目，无论使用何种建设资金，其全部轨道车辆和机电设备的平均国产化率要确保不低于 70%”。国产化的实施使得轨道交通项目建设成本大幅下降，但总体来看，轨道交通仍然是城市基础设施建设中投资规模最大的工程，而上述建设成本通常最终沦为沉没成本。除建设成本外，轨道交通项目还面临高昂的运营费用，包括电力供应、车辆维修、设备维护、人员工资等。

从目前的经营概况来看，轨道交通作为政府提供给居民的一种出行方式，其社会效益往往大于经济效益。加之轨道交通具备较强的网络效应，单一线路通常缺乏吸引，而我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，部分城市建成的线路相对较少，网络化效应不明显，很大程度上制约了运载能力的释放，票款收入远不能覆盖运营费用。因此，轨道交通项目投入运营后，其沿线的商贸、广告等经营性业务通常也一并交由地铁公司管理，一般由地铁公司联合专业化投资者，对地铁沿线的广告、商贸统一开发，实现规模和专业化管理，通过运营相关资源的收益部分弥补地铁运营的亏损。

中诚信国际关注到，近年来轨道交通行业虽然持续快速发展，但轨道交通的建设需求依旧很大，规划、在建线路数量和里程均较大，未来面临一定的投资压力。同时，地铁相关的广告、商贸、地下空间、房地产开发等相关资源开发业务到成熟运营尚需较长一段时间，需关注其为轨道交通线路盈利补充的释放节奏。

跟踪期内，公司股权结构稳定；内部治理等未有调整，公司管理制度比较完善，能够满足当前运营需要

跟踪期内，公司股权结构稳定，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”）仍为公司实际控制人，但持股比例较上年提升了 4.07 个百分点至 96.89%，系南京市国资委于 2021 年 12 月 23 日受让了国开发展基金有限公司持有的公司 4.02% 股权；公司法人治理结构、内控制度无变化，能够满足当前运营需要。

跟踪期内，公司地位稳固，整体运营稳健，收入规模有所回升

南京市政府将轨道交通建设项目作为未来一段时期南京市基础设施建设重点。公司是南京市轨道交通建设和运营的主体，并在此基础上开展地铁相关资源的开发业务，业务具有较强区域垄断优

势。

公司实行建设、运营和资源开发的一体化管理，其营业收入主要来自于地铁运营，跟踪期内，公司运营收入规模较上年有所回升。同时，包括租赁、服务、广告、物业管理和咨询监测业务收入等资源开发收入对公司营业收入形成了一定补充。

表 2：公司主要板块收入结构（亿元）

收入	2019	2020	2021
主营业务收入	27.33	20.99	23.30
运营收入	22.30	15.98	17.50
租赁	3.47	3.22	3.26
服务	0.27	0.45	0.70
广告	0.05	0.25	0.25
物业管理	0.13	0.14	0.20
咨询监测	0.26	0.67	0.01
施工工程	0.83	0.28	0.78
其他	1.31	1.01	2.78
合计	28.63	22.00	26.08

注：公司运营收入中包含了委托运营管理收入，2019-2020 年委托运营管理收入分别为 0.75 亿元和 0.12 亿元，系确认的五号线委托运营收入，2021 年公司未取得运营管理费。

资料来源：公司提供

地铁运营仍系公司收入的主要来源，2021 年客运量较上年有所增加；运营成本呈上升态势，但得益于运营收入的回升，地铁运营亏损有所收窄，业务运营对政府补贴的依赖依旧较强

公司地铁运营业务由其子公司南京地铁运营有限责任公司（以下简称“运营公司”）负责，具体业务包括车辆运输、客运组织、行车电力调度、供电、通信信号和设备维护等。南京地铁线网覆盖全部 11 个市辖区，截至 2022 年 3 月末，公司已开通运营线路 11 条（段），其中，2021 年 12 月公司新开通 S6 号线（宁句线）和 2 号线（西延线）运营线路，受此影响，南京地铁运营里程合计 426.6 公里，车站数量合计 191 座，较 2020 年分别新增 49 公里和 17 座。

表 3：截至 2022 年 3 月末南京地铁开通运营线路

线路	开通时间	运营里程（公里）	车站数量（座）	首末站名称
1 号线（含南延线）	2005.09；2010.05（南延线部分）	38.9	27	迈皋桥站~中国药科大学站
2 号线（含东延线、西延线）	2010.05；2021.12（西延线）	37.6	30	鱼嘴~经天路站
10 号线	2014.07	21.6	14	雨山路站~安德门站
S1 号线（又称机场线）	2014.07	35.8	9	南京南站~空港新城江宁站
S8 号线（又称宁天城际一期）	2014.08	45.2	17	金牛湖站~泰山新村站
3 号线	2015.04	44.9	29	林场站~秣周东路站
4 号线	2017.01	33.8	18	龙江站~仙林湖站
S3 号线（又称宁和城际一期）	2017.12	37.2	19	南京南站~高家冲站
S9 号线（又称宁高城际二期）	2017.12	52.4	6	高淳站~翔宇南路站
S7 号线（又称宁溧线）	2018.05	30.2	9	无想山站~空港新城江宁站
S6 号线（宁句线）	2021.12	43.6	13	马群~句容
合计	--	426.6	191	--

资料来源：公司提供

票价方面，南京地铁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，并报南京市人民政府批准后实施。2021 年，南京地铁票价标准未作调整，仍维持起步价 2 元可乘 4 公里，4 公里以上部分，票价每增加 1 元的晋级里程为 5、5、7、7、9、11、13 和 15 公里的票价机制。运营指标方面，得益于较好的疫情防控机制，居民乘坐公共交通出行意愿有所恢复，跟踪期内公司客运总量及日均客运量较上年均呈回升态势，但 2021 年以来南京及周边地区疫情仍零星散发，公司各项运营指标仍未恢复疫情前水平。2022 年一季度，受长三角地区疫情影响，南京地铁客运量不及上年同期，票务收入同比减少 17.62%。

表 4：2019~2021 年及 2022 年一季度南京地铁运营情况

	正点率（%）	客运总量（亿人次）	日均客运量（万人次）	票务收入（亿元）
2019	99.97	11.52	315.29	21.59
2020	99.98	7.98	217.99	15.98
2021	99.98	8.79	240.92	17.50
2022.1~3	99.97	1.91	214.33	3.60

资料来源：公司提供

轨道交通运营成本方面，公司地铁运营成本主要由资产折旧、人力成本和能耗成本构成，2021 年地铁运营成本为 55.84 亿元（折旧占比 29.23%、人力成本占比 46.40%、能耗及其他成本 24.37%），同比增长 5.42%，其中 2021 年单位运营长度的从业人员人数 32 人，较上年减少 1 人，主要系 2021 年底

开通的 S6 号线（宁句线）属郊区线路，因郊区线路客流强度较低、车站数量相对偏少，其每公里配员相对低于城区线路，故跟踪期内南京地铁每公里配员较上年下降；能耗成本基本与上年持平，2021 年南京地铁车公里牵引电耗 1.82 千瓦时。

此外，由于轨道交通具有较强的公益性，南京地铁运营收入难以覆盖其运营成本，2021 年地铁运营毛利率为-219.02%，对此南京市人民政府每年给予公司一定的补贴以保障其基本运营，当年确认政府补贴 38.05 亿元。

运行质量方面，近年南京地铁正点率均保持较高水平。安全保障方面，公司已施行多项举措以保障乘客的安全出行，包括以风险管理和应急管理等多个方面，跟踪期内，公司未发生过重大安全事故。

跟踪期内，公司地铁建设业务稳步推进，在建及拟建线路较多且投资规模较大，面临较大资本支出压力的同时，路网有望进一步完善

跟踪期内，公司地铁建设业务稳步推进，在建及拟建线路较多且投资规模较大，截至 2022 年 3 月末，公司在建地铁线路 11 条（段），线路长度合计 206.48 公里，总投资合计 1,705.04 亿元，其中资本金合计 648.91 亿元。除 5 号线外，公司在建轨道交通项目资本金均由市本级财政和区级财政共同承担，出资方式包括现金出资和征地拆迁出资，资本

金以外部分通过银行贷款等方式解决。截至 2022 年 3 月末，公司在建地铁线路累计完成投资 724.70 亿元，其中累计到位资本金 216.56 亿元（不含区级拆迁投入），尚需投入 980.34 亿元。

南京地铁 5 号线采用 PPP 模式下“项目投融资+建设+运营+移交”运作方式，由公司和社会资本方合作进行投融资建设和运营，特许经营期 16 年，包括建设期 5 年、试运营期 1 年和正式运营期 10 年。该线路全长 37.40 公里，计划总投资 339.70 亿元，包括公司自建和 PPP 项目合作两部分，其中自建部分投资约 120.20 亿元，同时根据《国开发展基金投资合同》，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）注入的股权资金用途为投资南京地铁 5 号线工程项目，国开基金以货币资金方式共增资 28.40 亿元，其中 19.88 亿元计入注册资本，投资期限为 20 年，并由南京市国资委择机进行股权受让；PPP 项目合作部分投资约 219.50 亿元，由 PPP 项目公司负责融资和建设。特许经营期内，公司将自建部分以租赁方式交由 PPP 项目公司统一运营管理，社会资本方通过 PPP 项目公司提供地铁运营服务获取票务收入，以回收投资并获得相应回报，不足部分由政府方补贴。特许经营期满后，社会资本

方将 PPP 项目公司全部股权移交给政府方或政府方指定机构。经过公开招投标，5 号线项目社会资本方为绿地控股集团有限公司（持股比例 89.847%）（以下简称“绿地控股”）、上海绿地建设（集团）有限公司（持股比例 0.068%）和上海隧道工程有限公司（持股比例 0.085%）的联合体。目前公司和社会资本方分别持有 PPP 项目公司 10%和 90%的股权，项目公司不纳入公司合并范围。截至 2022 年 3 月末，5 号线已投资 247.21 亿元，其中已到位资本金 95.15 亿元；尚需投入 92.49 亿元。

此外，中诚信国际关注到，近期绿地控股负面舆情较多，且根据《南京市 2022 年经济社会发展重大项目计划》内容，5 号线项目的预计完工时间已由原计划的 2021 年调整至 2023 年，建设进度放缓；同时根据绿地控股 2021 年年度报告及 2022 年一季度报告披露内容显示，绿地控股已在加快推进 5 号线项目的股权转让工作。中诚信国际将持续关注 5 号线项目的建设进展及相关股权转让事宜。

除 5 号线外，公司在建地铁线路计划投资额合计 1,365.70 亿元，其中项目资本金 513.01 亿元；已投资 477.49 亿元，其中已到位资本金 121.41 亿元（不含区级拆迁投入）；尚需投入 888.21 亿元。

表 5：截至 2022 年 3 月末南京地铁在建线路情况（公里、亿元、%）

线路	线路长度	建设期间	计划投资额	资本金	资本金比例	已投资	已到位资本金	首末站名称
5 号线	37.40	2016~2023	339.70	135.90	40.00	215.35	95.15	方家营站~吉印大道站
1 号线北延	6.54	2017~2023	74.25	28.53	38.42	44.02	5.46	迈皋桥站~二桥公园站
7 号线	35.64	2017~2024	319.77	95.93	30.00	163.15	56.56	仙新路站~西善桥站
S8 南延线	2.07	2018~2022	14.73	5.89	40.00	7.66	3.25	大桥站~泰山新村站
6 号线	32.37	2019~2024	310.87	124.35	40.00	48.11	24.18	南京南站~栖霞山站
9 号线一期	19.68	2019~2024	212.50	85.00	40.00	24.94	21.10	丹霞路站~滨江公园站
10 号线二期	13.33	2019~2024	105.03	42.02	40.00	9.82	9.86	安德门站~石扬东路站
3 号线三期	6.60	2021~2024	41.90	16.76	40.00	3.03	/	秣周东路~秣陵街道
宁扬城际（南京段）	23.40	2022~2026	125.25	50.10	40.00	0.10	/	仙林湖站~扬州火车站
宁滁城际（南京段）	2.95	2022~2026	9.67	3.87	40.00	0.06	/	南京北站北斗产业园
宁马城际（南京段）	26.50	2022~2025	151.37	60.56	40.00	2.73	1.00	西善桥~铜井
合计	206.48	--	1,705.04	648.91	--	725.30	216.56	--

注：1、已投资金额根据项目形象进度核算；2、5 号线投资金额包含公司自建部分和 PPP 项目公司投资建设部分；3、项目建设周期系可研批复周期与实际进度有所差异；4、已到位资本金不含区级拆迁投入。

资料来源：公司提供

资源开发板块的相关业务对公司收入形成一定补充，整体运营较为平稳

公司资源开发板块业务由子公司南京地铁资源开发有限责任公司（以下简称“资源开发公司”）

负责，涵盖租赁、服务、广告、物业管理和咨询监测等业务领域，整体运营较平稳，2021 年公司实现资源开发收入 4.42 亿元。

公司广告业务主要是对地铁及其沿线广告资源的开发利用，主要包括可冠名车站和报站广播等。2021 年，公司实现广告收入 0.25 亿元，基本与上年持平，随着南京地铁新线路的建设开通以及市民出行方式的改变，预计未来公司广告业务收入将有所提升。

公司租赁业务主要包括地下商铺、车站组合商业、上盖物业、办公室和自助设备等对外出租资产。其中商铺经营业态以餐饮、便利店、服饰、化妆品等服务类为主，目前公司已与苏宁、肯德基、麦当劳、星巴克及便利蜂等优质客户建立了良好的合作关系。2021 年，公司实现租赁收入 3.26 亿元，较上年略有增长。

公司服务业主要包括通讯和通道接口服务，其中通道接口服务主要是对地铁场站和周边商场之间的通道对接，由公司负责通道的建设，由商场支付工程费用并向公司支付一定的费用。2021 年，服务业务实现收入 0.70 亿元，跟踪期内，公司新增多个站点通道接口资源收入，促使 2021 年服务业板块收入同比增长 55.56%。

公司物业管理业务主要为对地铁沿线商铺的物业管理工作，2021 年，公司物业管理实现收入 0.20 亿元，随着运营线路的增加，公司物业管理收入呈稳步增长。

此外，公司收入还包括咨询检测及监护收入、施工工程、水电费及移动咨询支付项目等，近年来开展较为平稳，可对公司营收形成一定补充。

跟踪期内公司积极推进合作+自有物业开发模式，且自有物业开发空间较大，预计将成为其未来重要的收益来源

上盖物业开发方面，公司通过合作和自主开发模式来进行上盖物业的开发，未来将逐步转为自有

物业开发模式。合作开发方面，公司主要通过招拍挂方式取得地铁上盖土地开发权，对于拟开发销售的上盖物业，以土地作价出资成立项目公司，并通过股权转让或增资扩股方式，吸收社会资本合作开发，以实现项目开发收益最大化，目前公司的合作开发商主要包括保利江苏房地产发展有限公司、上海宝龙实业发展（集团）有限公司和深圳市东方置地集团有限公司等地方国有企业。2021 年以来，公司合作开发模式的存量项目 3 个，未来将依靠项目运营所获取的收益及股权分红确认投资收益。公司的自主开发项目主要为商办和小型商住物业，分为自持物业和销售型物业两种。自持物业开发方面，截至 2021 年末，公司已完成开发项目 4 个，总建筑面积 4.28 万平方米，总投资金额 4.01 亿元；2021 年公司可租赁物业实现租赁收入 0.28 亿元。销售型物业开发方面，公司该类型物业主要位于光华门、朝天宫等区域，地理位置较为优越，截至 2021 年末在建项目 3 个，分别位于光华门、小行、雨花门等区域，合计建筑面积 10.56 万平方米，其中光华门项目为住宅项目，已达到预售条件，2021 年实现合同销售金额 3.70 亿元。

此外，截至 2021 年末，公司拟用于上盖物业开发的土地合计 40.51 亩，土地出让金合计 3.27 亿元，目前公司已支付部分土地出让款，剩余部分将陆续支付。地铁上盖物业可供开发空间较大，预计未来将成为公司重要的收益来源。

财务分析

以下分析基于公司提供的经永拓会计师事务所（特殊普通合伙）（原名：北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙））审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年度财务报告、经苏亚金诚会计事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

2021 年公司地铁运营业务受疫情影响亏损仍较大，利润总额对政府补贴的依赖度依然较高

跟踪期内，公司收入主要来自于运营收入、租赁及服务等业务。由于轨道交通具有一定的准公益性，收费定价非市场化，票务收入尚无法覆盖运营成本，且新冠疫情以来，公司地铁运营业务仍受到较大影响，亏损依旧较大，2021 年，公司营业毛利率为-122.43%，较上年亏损有所收窄，但仍不及疫情前水平。

表 6：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2019	2020	2021
主营业务	-87.41	-155.84	-145.38
运营	-131.96	-227.90	-219.02
租赁	89.97	90.24	89.84
服务	57.37	48.53	72.54
广告	94.17	100.00	96.86
物业管理	-342.05	-249.08	1.49
咨询监测	62.83	58.66	100.00
施工工程	96.23	100.00	96.17
其他	96.99	--	--
其他业务	65.08	67.65	69.93
营业毛利率	-80.44	-145.55	-122.43

资料来源：公司提供

公司期间费用主要由管理费用构成，近年来公司职工薪酬的上涨使得期间费用支出呈增长趋势，2021 年，公司期间费用及期间费用率分别为 3.03 亿元和 11.61%，公司期间费用率有所上升。2022 年一季度，公司期间费用及费率分别为 0.65 亿元和 12.97%。

跟踪期内，公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成，其中受益于政府为弥补地铁运营亏损和增强公司盈利能力给予的补助(38.05 亿元)，使得经营性业务利润继续保持盈利；此外，跟踪期内公司取得的投资收益规模较小，系该部分收益规模受公司股权转让计划等安排存在一定波动性影响。2022 年一季度，公司实现利润总额-1.88 亿元，其中经营性业务利润-1.89 亿元。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
期间费用合计	2.25	2.29	3.03	0.65
期间费用率(%)	7.86	10.40	11.61	12.97

经营性业务利润	0.88	2.91	2.96	-1.89
其中：其他收益	26.32	37.46	38.05	7.70
投资收益	1.34	0.22	0.002	-0.002
营业外损益	0.57	0.10	0.68	0.12
利润总额	3.05	3.22	3.63	-1.88
EBITDA 利润率(%)	72.99	99.09	85.98	--
总资产收益率(%)	0.16	0.16	0.15	-0.28*

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体看来，受新冠疫情的持续影响，同时因轨道交通行业的准公益性特点，公司运营板块亏损仍较大，且资源开发业务对盈利贡献有限，公司整体盈利能力较弱，对财政补贴的依赖性较大。

公司资产总额随着地铁线路的投资推进保持稳步增长态势，并维持了以地铁及相关投入为主的资产结构；同时，公司流动资产中其他应收款占比较高，且账龄较长，一定程度影响了资产流动性

随着地铁项目建设进度的不断推进，公司资产规模逐年增长，2021 年末和 2022 年 3 月末，公司总资产分别为 2,511.37 亿元和 2,602.08 亿元。

跟踪期内，公司资产结构依然以非流动资产为主，2021 年及 2022 年 3 月末非流动资产分别占同期末总资产的比重为 74.93%和 73.66%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。其中，固定资产主要为运营线路相关工程设备系统及房屋建筑物等，公司固定资产采用年限平均法分类计提折旧，各类固定资产使用寿命为 5~90 年不等，按照固定资产的原价和预计使用年限，扣除 5%的残值率后确定其折旧额，截至 2021 年末累计计提折旧 109.64 亿元；2021 年随着 7 号线、6 号线等在建线路的持续投入，年末在建工程同比增加 44.10%；无形资产主要为土地使用权，同期末公司无形资产规模基本与上年持平。

流动资产方面，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司流动资产分别为 501.02 亿元和 557.37 亿元，主要由其他应收款、货币资金、其他流动资产和预付款项构成，其中，公司其他应收款 373.43 亿元，同比增长 22.43%，账龄集中在 3 年以内，主要为线路转固后产生的借款利息，根据南京市地下铁道工

程建设指挥部《南京市城市轨道交通运营服务成本规制和综合补贴办法》，借款利息后期将由专项应付款中的专项土地出让净收益或资本公积冲减，未来将通过土地综合开发收益平衡，但需关注南京市土地市场状况和房地产调控政策将对其产生的影响；货币资金规模增长系根据项目投资计划，增加的资金储备；同期末其他流动资产主要系抵扣的增值税进项税额；预付款项主要为预付的工程施工、设备等款项，2021年末预付款项48.14亿元，较上年末有所下降，主要系当年支付了部分玄武区土地储备中心的待结算土地前期开发投入整理成本款所致。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	99.95	91.65	144.11	173.25
预付款项	23.33	52.69	48.13	60.49
其他应收款	239.39	305.01	373.43	385.59
其他流动资产	31.00	36.20	42.32	45.20
流动资产合计	411.54	501.02	629.71	685.38
固定资产	1,128.12	1,117.25	1,102.02	1,097.77
在建工程	278.98	448.06	645.65	685.07
无形资产	96.79	99.82	99.83	99.86
非流动资产合计	1,524.6	1,687.26	1,881.66	1,916.70

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，随着地铁项目建设的推进，公司负债规模呈逐年增长趋势，2021年及2022年3月末负债总额分别为1,682.42亿元和1,761.87亿元。跟踪期内，公司负债仍以非流动负债为主，同期末分别占总负债的比重为78.95%和78.15%，主要为长期借款、应付债券和长期应付款，其中长期借款主要为质押和保证借款，质押物为轨道线路收益权，2021年末长期借款为953.37亿元，近年随着在建项目的推进，公司长期借款增长较快；应付债券301.65亿元，融资结构的调整使得直接融资规模较上年末进一步上升。此外，截至2021年末，公司长期应付款由融资租赁款（20.15亿元）及专项应付款（41.92亿元）构成，同比大幅增长62.40%，其中专项应付款主要为收到的土地专项拨款，根据南京市政府批准的地铁各线路建设资金平衡方案，以及南京市地下铁道工程建设指挥部《南京市城市轨道交通运营服务成本规制和综合补贴办法》，即土地收益优先补足线路资本金，剩余金额用于综合补贴和冲减部分已通车线路借款利息，跟踪期内，公司收到土地专项拨款37.47亿元，导致科目规模大幅增加。

流动负债方面，公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、其他流动负债、其他应付款和应付账款构成，其中，一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付，随着长期负债的陆续到期，2021年末余额为62.34亿元；公司短期借款全部为信用借款，2021年末规模同比增长93.11%，系公司根据经营发展需要，所新增的短期借款；公司其他流动负债主要为超短融资债券，规模减少主要是超短期融资券到期兑付所致；2021年末其他应付款为40.76亿元，同比下降20.41%，主要是与施工单位、设备提供方等的往来款减少所致。

跟踪期内，公司负债仍以非流动负债为主，同期末分别占总负债的比重为78.95%和78.15%，主要为长期借款、应付债券和长期应付款，其中长期借款主要为质押和保证借款，质押物为轨道线路收益权，2021年末长期借款为953.37亿元，近年随着在建项目的推进，公司长期借款增长较快；应付债券301.65亿元，融资结构的调整使得直接融资规模较上年末进一步上升。此外，截至2021年末，公司长期应付款由融资租赁款（20.15亿元）及专项应付款（41.92亿元）构成，同比大幅增长62.40%，其中专项应付款主要为收到的土地专项拨款，根据南京市政府批准的地铁各线路建设资金平衡方案，以及南京市地下铁道工程建设指挥部《南京市城市轨道交通运营服务成本规制和综合补贴办法》，即土地收益优先补足线路资本金，剩余金额用于综合补贴和冲减部分已通车线路借款利息，跟踪期内，公司收到土地专项拨款37.47亿元，导致科目规模大幅增加。

表 9：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	86.85	121.60	167.72	194.82
应付账款	20.97	19.24	21.71	20.55
其他应付款	51.21	74.05	40.76	41.56
一年内到期的非流动负债	64.31	63.18	62.34	59.29
其他流动负债	59.57	85.62	50.85	60.79
流动负债合计	316.44	398.33	354.23	385.04
长期借款	899.91	915.57	953.37	985.31
应付债券	179.67	177.32	301.65	316.27
长期应付款	38.22	38.07	62.07	64.15
非流动负债合计	1,127.30	1,140.46	1,328.19	1,376.83

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

所有者权益方面，2021年和2022年3月末分别为828.95亿元和840.21亿元，其中随着南京市市区两级财政拨付的轨道建设资金逐步到位，资本公积逐年增加，从而使得所有者权益稳步增长。

表 10：近年来公司权益情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
实收资本	276.72	276.72	276.72	276.72
资本公积	302.77	345.75	407.20	418.03
未分配利润	25.64	27.63	28.87	27.08
少数股东权益	76.32	91.00	112.72	114.84
所有者权益	684.84	744.54	828.95	840.21

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，2021年和2022年3月末，公司资产负债率分别为66.99%和67.71%，同期总资本化比率分别为65.24%和66.06%。公司地铁线路投资项目资本金比例相对较低，各项目资本金比例集中在38.42%~40.00%之间，同时补贴等资金到位存在滞后情况，因此公司财务杠杆率较高，且呈逐年抬升趋势。

跟踪期内，公司经营活动净现金流由净流入转为净流出状态，加之大规模投资支出，使其经营活动和投资活动主要依赖外部融资支持；2020年以来公司债务规模持续攀升，主要偿债指标对其债务本息的覆盖程度处于较低水平

公司现金流入主要系地铁营运所收到的现金以及政府给予的补助，跟踪期内，公司票务收入虽较上年有所增加，但人工成本继续上涨，支付给职工以及为职工支付的现金增加，导致2021年经营活动现金流仍呈净流出态势，为-1.57亿元；投资活动方面，近年来受轨道交通建设项目投入的影响，公司投资活动净现金流持续为负，2021年投资活动净现金流为-187.18亿元；筹资活动方面，公司主要通过筹资平衡项目投资需求，近年筹资活动净现金流均保持较大规模的净流入，2021年，筹资活动活动产生的现金流量净额为241.22亿元。

债务规模方面，2021年及2022年3月末。公司总债务规模分别为1,555.67亿元和1,635.30亿元，其中短期债务占比分别为18.03%和19.23%，债务结构保持合理区间。

债务到期分布方面，2022年后三季度至2025年及以后，公司到期债务本金分别为225.38亿元、129.58亿元、139.17亿元和1,141.17亿元，其中2022年公司面临较大的到期兑付压力，需关注其兑付资金安排。

表 11：公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2022.4~12	2023	2024	2025 及以后
到期金额	225.38	129.58	139.17	1,141.17

资料来源：公司提供

偿债能力指标来看，2021年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息保障系数分别为69.38倍和0.35倍，无法有效覆盖债务本息。同期，公司经营活动净现金流利息保障系数为-0.02倍，经营活动净现金流偿债能力指标较弱。此外，跟踪期内，公司货币资金储备增加，但公司货币资金依旧无法有效覆盖短期债务。整体来看，公司主要偿债能力指标表现偏弱。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	2.35	-1.76	-1.57	-1.50
投资活动净现金流	-129.31	-191.09	-187.18	-50.74
筹资活动净现金流	131.73	190.57	241.22	81.39
经营活动净现金流/利息支出	0.05	-0.03	-0.02	-0.08
总债务/EBITDA	55.86	61.55	69.38	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.41	0.34	0.35	--
货币资金/短期债务	0.49	0.39	0.51	0.55

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司外部融资渠道畅通，仍有较大规模的授信余额；同时，得益于较好的对外担保控制能力，公司或有风险可控

公司与多家银行形成了稳定的银企关系，截至2022年3月末，公司获得银行授信额度1,894.19亿元，其中未使用授信额度613.57亿元，具有较好的财务弹性。

受限资产方面，截至2022年3月末，公司受限资产152.66万元，全部为保函保证金，占期末总资产的比重极低；此外，公司将部分轨道交通项目部分资产作为标的物开展融资租赁业务，2021年末，公司以轨道交通项目部分资产作为标的物向建信租赁、交银租赁、华夏租赁等租赁公司开展融资租赁余额为27.16亿元；公司将部分轨道交通的收益权及资源开发收入用于质押融资，截至2021年末共取得借款合同总额1,562.76亿元，借款余额为852.90亿元。

对外担保方面，截至2022年3月末，公司对外担保金额为13.62亿元，占期末所有者权益的比重为1.79%，全部系对南京市溧水区交通建设投资有限公司的担保，该公司为国有企业，公司代偿风

险较低。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业征信报告》，截至 2022 年 6 月 14 日，公司及其子公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为南京市轨道交通领域的主要投资建设和运营主体，在南京市的城市建设体系中地位稳固，持续获得政府的大力支持

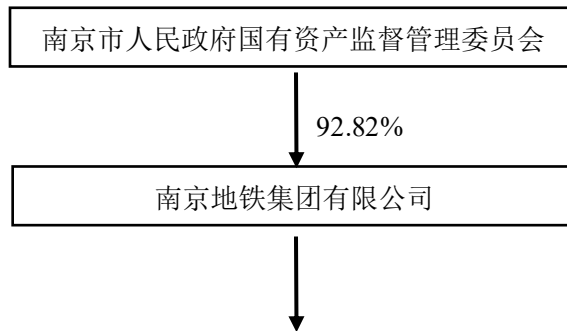
项目资本金方面，根据相关文件，公司于 2005~2014 年期间建设的 1 号线南延线、2 号线、10 号线、S1 号线（机场线）、3 号线和 4 号线，其资本金来源主要为财政拨款和专项土地出让净收益。截至 2022 年 3 月末，南京市政府明确专项用于地铁建设资金平衡的一级开发土地共 66,401 亩；2021 年及 2022 年一季度公司分别收到专项土地款 37.47 亿元和 2.93 亿元；公司 2014 年以后开工的线路资本金按照“市区共建”原则，由市本级和区级财政根据站点比例分担，2021 年和 2022 年 1~3 月，公司分别收到市本级财政拨款（包含运营补贴）68.90 亿元和 13.00 亿元，分别收到区级财政拨款 35.29 亿元和 4.92 亿元。

政府补贴方面，南京市人民政府每年给予公司一定的补贴以保障其基本运营。2021 年和 2022 年 1~3 月，公司分别确认政府补贴 38.05 亿元和 7.70 亿元，包括综合补贴、运营亏损补贴和安检补贴等。

评级结论

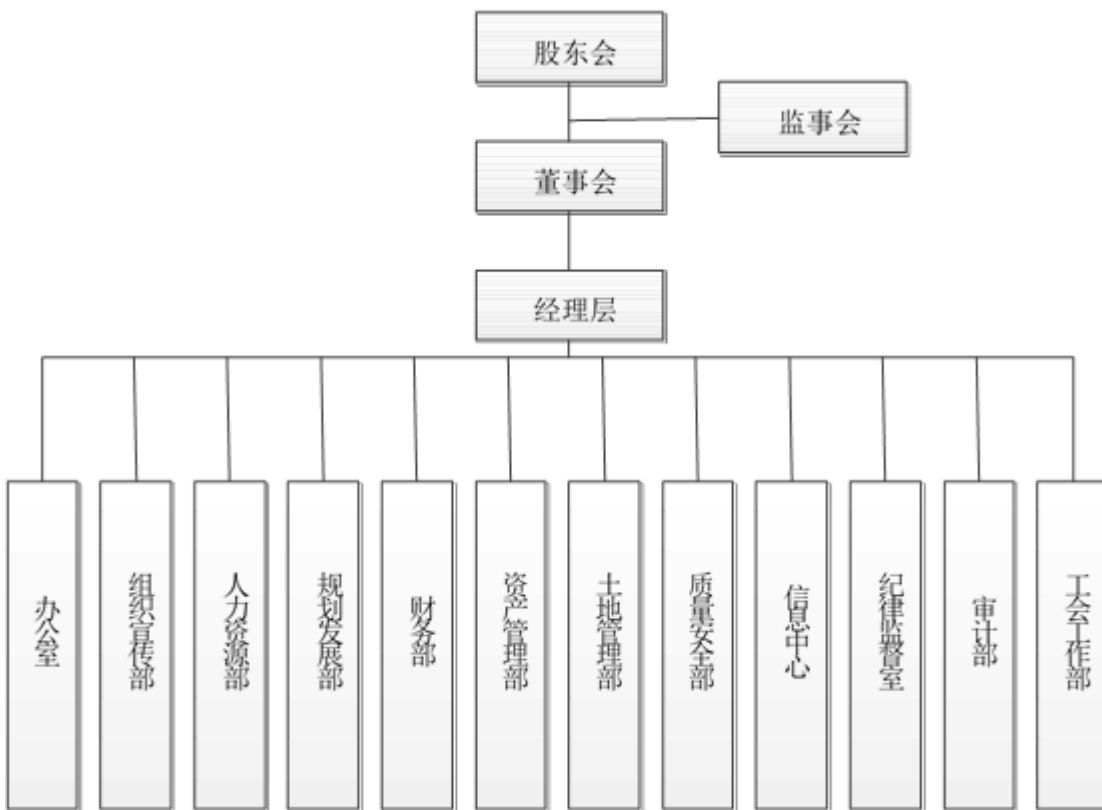
综上所述，中诚信国际维持南京地铁集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 宁铁 13”、“21 宁铁 14”和“22 宁铁 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：南京地铁集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



全称	注册资本	持股比例
南京地铁运营有限责任公司	200,000.00	100.00
南京地铁建设有限责任公司	600.00	100.00
南京地铁资源开发有限责任公司	30,600.00	100.00
南京宁北轨道交通有限公司	100,000.00	37.71
南京宁高轨道交通有限公司	100,000.00	69.85
江苏宁句轨道交通有限公司	503,850.00	58.70
南京地铁小镇开发建设集团有限公司	100,000.00	70.00
南京宁麒开发置业有限公司	20,000.00	53.00

注：1、表中只包含一级子公司；2、公司对南京宁北轨道交通有限公司经营决策和财务决策拥有实际控制权，故将其纳入合并范围。



资料来源：公司提供

附二：南京地铁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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	999,521.76	916,468.70	1,441,139.24	1,732,522.33
应收账款	10,654.01	9,935.53	12,646.83	34,598.22
其他应收款	2,393,883.83	3,050,074.62	3,734,281.46	3,855,890.02
存货	168,018.86	144,771.40	204,311.82	174,806.04
固定资产	11,281,180.93	11,172,459.95	11,020,188.00	10,977,660.08
在建工程	2,789,815.14	4,480,554.29	6,456,466.40	6,850,741.71
无形资产	967,911.55	998,230.47	998,297.87	998,605.92
总资产	19,361,404.72	21,882,762.25	25,113,667.35	26,020,781.88
其他应付款	403,998.11	512,051.04	407,580.35	415,602.06
短期债务	2,055,629.24	2,351,569.07	2,805,073.10	3,143,883.06
长期债务	9,625,673.37	11,067,471.94	12,751,652.28	13,209,147.25
总债务	11,681,302.61	13,419,041.01	15,556,725.38	16,353,030.31
总负债	12,512,981.74	14,437,402.83	16,824,171.23	17,618,667.66
费用化利息支出	110.79	48.29	21.75	760.88
资本化利息支出	513,971.63	642,641.44	643,413.77	181,888.49
实收资本	2,767,182.96	2,767,182.96	2,767,182.96	2,767,182.96
少数股东权益	763,211.22	909,976.98	1,127,204.79	1,148,371.42
所有者权益合计	6,848,422.98	7,445,359.42	8,289,496.12	8,402,114.21
营业总收入	286,346.04	220,025.50	260,792.05	50,426.51
经营性业务利润	8,760.99	29,097.47	29,555.58	-18,941.48
投资收益	13,401.77	2,185.97	29.40	-19.98
净利润	27,527.62	30,032.80	34,603.20	-19,016.45
EBIT	30,564.02	32,238.45	36,336.67	--
EBITDA	208,997.45	218,031.04	224,222.43	-18,082.56
销售商品、提供劳务收到的现金	336,230.36	225,487.42	263,133.11	59,856.30
收到其他与经营活动有关的现金	149,863.47	256,048.88	405,338.15	350,958.00
购买商品、接受劳务支付的现金	144,631.84	152,878.30	226,906.72	59,938.94
支付其他与经营活动有关的现金	92,704.37	95,492.79	214,571.86	266,395.90
吸收投资收到的现金	731,738.32	706,920.56	1,196,184.12	158,130.00
资本支出	1,079,701.66	1,722,027.53	1,868,019.84	372,850.24
经营活动产生现金净流量	23,515.72	-17,632.23	-15,721.71	-15,074.76
投资活动产生现金净流量	-1,293,073.65	-1,910,874.13	-1,871,846.45	-507,440.04
筹资活动产生现金净流量	1,317,283.57	1,905,682.29	2,412,238.73	813,897.88
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	-80.44	-145.55	-122.43	-176.41
期间费用率(%)	7.86	10.40	11.61	12.97
应收类款项/总资产(%)	12.42	13.98	14.92	14.95
收现比(X)	1.17	1.02	1.01	1.19
总资产收益率(%)	0.16	0.16	0.15	-0.28
资产负债率(%)	64.63	65.98	66.99	67.71
总资本化比率(%)	63.04	64.32	65.24	66.06
短期债务/总债务(%)	17.60	17.52	0.18	0.19
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.01	--
FFO 利息倍数(X)	0.37	0.33	0.35	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.05	-0.03	-0.02	-0.08
总债务/EBITDA(X)	55.89	61.55	69.38	-226.09
EBITDA/短期债务(X)	0.10	0.09	0.08	--
货币资金/短期债务(X)	0.49	0.39	0.51	0.55
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.41	0.34	0.35	--

注：1、2022 年一季度报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务，长期应付款中付息债务调整至长期债务核算。

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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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
偿债能力	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)
	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。