



南昌轨道交通集团有限公司 2025 年度 跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2025]跟踪 0724 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果	南昌轨道交通集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 南昌轨交 MTN001”、“22 南昌轨交 MTN001”、“22 南昌轨交 MTN002”、“23 南昌轨交 MTN001（绿色）”、“23 南昌轨交 MTN002”、“20 南昌轨交绿色债/G20 洪轨 2”、“G20 洪轨 1”、“22 洪轨 01”、“22 洪轨 02”、“22 洪轨 03”、“23 洪轨 01”、“23 洪轨 02”、“23 洪轨 03”、“23 洪轨 04”、“24 洪轨 02”、“25 洪轨 01”	AAA
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。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为南昌市作为江西省的省会城市，政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力在江西省各地级市中领先，潜在的支持能力很强；南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“南昌轨道”或“公司”）作为南昌市唯一的轨道建设和运营主体，对南昌市政府的重要性极高，得到了南昌市政府有力的支持。同时，中诚信国际预计，南昌轨道将凭借良好的区域环境、重要的平台地位以及业务竞争优势，持续稳定开展业务，维持资本市场认可度，再融资能力保持强劲；同时，需关注土地及房地产政策变化带来的不确定性以及债务规模增长较快且后期建设资金需求较大对其经营和整体信用状况造成的影响。	
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。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：区域经济环境恶化；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿明显减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。	
正 面		
■ 区域发展环境向好。南昌市作为江西省的省会城市，经济财政实力及增长能力在江西省各地级市中领先，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。		
■ 公司地位重要，业务具有垄断性。跟踪期内公司仍是南昌市唯一的轨道建设和运营主体，主体地位重要，业务在南昌市轨道交通领域处于垄断地位，具有很强的业务竞争力。		
■ 有力的外部支持。2024年公司继续获得南昌市政府在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，地铁项目建设、运营及还本付息资金来源较有保障。		
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。		
■ 公司债务规模持续增长且后期建设资金需求较大，面临一定的投融资压力。截至2025年3月末，公司总债务为692.95亿元，债务规模持续增长；同时，公司在建轨道线路尚需投资规模较大，公司未来面临一定的投融资压力。		

项目负责人：郑远航 yhzheng@ccxi.com.cn

项目组成员：黄应裴 yphuang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

南昌轨道（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	1,118.30	1,284.50	1,374.61	1,385.64
经调整的所有者权益合计（亿元）	528.84	573.11	578.50	578.59
负债合计（亿元）	589.46	711.39	796.11	807.05
总债务（亿元）	499.30	596.51	671.61	692.95
营业总收入（亿元）	29.94	29.34	39.27	7.40
经营性业务利润（亿元）	3.51	7.42	3.85	0.14
净利润（亿元）	1.22	2.14	2.40	0.12
EBITDA（亿元）	16.91	27.41	26.12	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	7.78	4.77	3.02	-2.67
总资本化比率(%)	48.56	51.00	53.72	54.50
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.84	1.32	1.10	--

注：1、中诚信国际根据南昌轨道提供的其经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 2022~2023 年度审计报告、经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；3、公司 2025 年一季度财务报表未经审计，且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、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，将其他流动负债中的有息债务计入短期债务；5、利息支出总额根据“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”扣除股利现金支出后估算；6、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

同行业比较（2024 年数据）

项目	南昌轨道	西安轨道	郑州地铁	济南轨道
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	南昌市	西安市	郑州市	济南市
GDP（亿元）	7,800.37	13,317.78	14,532.10	13,527.60
一般公共预算收入（亿元）	526.13	1,002.37	1,155.10	1,083.05
所有者权益合计（亿元）	578.50	858.93	714.27	805.28
资产负债率（%）	57.92	60.59	72.55	71.17
净利润（亿元）	2.40	-5.34	0.33	2.82

中诚信国际认为，南昌市与西安市、郑州市和济南市的行政地位相当，市场融资环境可比，公司与可比公司的定位均为当地重要的轨道建设及运营主体，业务运营实力相当；公司权益规模低于比较组平均水平，但财务杠杆相对较低，净利润处于比较组靠前水平。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司具有极强或很强的支持意愿。

注：西安轨道系“西安市轨道交通集团有限公司”的简称；郑州地铁系“郑州地铁集团有限公司”的简称；济南轨道系“济南轨道交通集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪情况

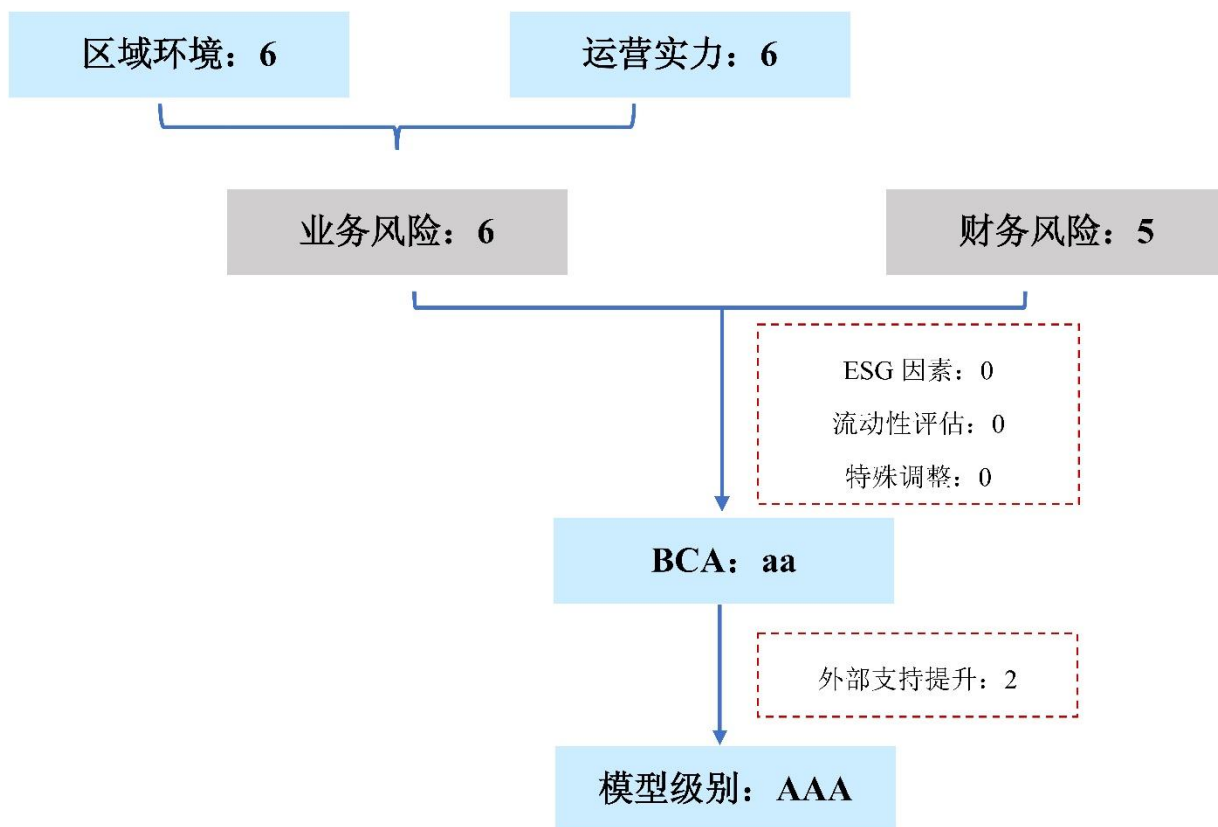
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 南昌轨交绿色债/G20 洪轨 2	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	20.00/20.00	2020/11/18~ 2030/11/18	调整票面利率,回售
21 南昌轨交 MTN001	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	10.00/10.00	2021/09/22~ 2026/09/22	--
22 南昌轨交 MTN001	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	5.00/5.00	2022/02/23~ 2027/02/23	--
22 南昌轨交 MTN002	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	5.00/5.00	2022/07/29~ 2027/07/29	--
23 南昌轨交 MTN001（绿色）	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	10.00/10.00	2023/01/12~ 2026/01/12	--
23 南昌轨交 MTN002	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	5.00/5.00	2023/01/18~ 2026/01/18	--
G20 洪轨 1	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	20.00/16.60	2020/09/21~ 2025/09/21	调整票面利率,回售

22 洪轨 01	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	15.00/15.00	2022/04/01~ 2027/04/01	--
22 洪轨 02	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	8.00/8.00	2022/09/05~ 2027/09/05	--
22 洪轨 03	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	7.00/7.00	2022/10/24~ 2025/10/24	--
23 洪轨 01	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	3.00/3.00	2023/05/22~ 2026/05/22	偿债保障承诺
23 洪轨 02	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	7.00/7.00	2023/05/22~ 2028/05/22	偿债保障承诺
23 洪轨 03	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	10.00/10.00	2023/09/13~ 2028/09/13	偿债保障承诺
23 洪轨 04	AAA	AAA	2024/06/20 至本 报告出具日	10.00/10.00	2023/11/14~ 2026/11/14	偿债保障承诺
24 洪轨 02	AAA	AAA	2024/07/25 至本 报告出具日	10.00/10.00	2024/08/09~ 2034/08/09	--
25 洪轨 01	AAA	AAA	2025/03/04 至本 报告出具日	10.00/10.00	2025/03/13~ 2030/03/13	--

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
南昌轨道	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/09 至本报告出具日

● 评级模型

南昌轨道交通集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2025_1)



注：

调整项： 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持： 中诚信国际认为，南昌市政府支持能力很强，南昌市政府对公司支持意愿极强，主要体现在南昌市经济实力稳步提升，且区位条件良好；南昌轨道作为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，持续获得政府在资金及资产注入等方面的大力支持，具备很高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论： 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接

https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

详见《基础设施投融资行业 2025 年一季度政策回顾及展望》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11852?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，南昌市作为江西省省会，政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力在江西省各地级市中领先，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

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，近年来南昌市各项经济指标均排在江西省首位，其中 2024 年南昌市地区生产总值增速为 4.90%，一般公共预算收入稳步提升但自给度仍处于较低水平；政府性基金收入是南昌市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，2024 年持续下降。再融资环境方面，截至 2024 年末，南昌市地方政府债务余额为 1,929.98 亿元，广义债务率处于全国中上游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，其中债券市场发行利差处于全省中下游水平，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来南昌市地方经济财政实力

项目	2022	2023	2024
GDP（亿元）	7,203.50	7,437.85	7,800.37
GDP 增速（%）	4.10	4.00	4.90
人均 GDP（万元）	11.10	11.35	11.78
固定资产投资增速（%）	7.60	--	5.40
一般公共预算收入（亿元）	457.68	500.18	526.10
政府性基金收入（亿元）	290.10	270.81	133.80
税收收入占比（%）	60.26	66.00	63.58
公共财政平衡率（%）	48.74	54.04	55.96

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：南昌市政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内公司仍作为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，主要承担南昌市轨道交通项目的投融资任务，负责轨道交通项目的建设、运营以及周边相关资产经营管理等，具有很强的业务竞争力；2024 年公司线路运营业务采用运营成本规制法核算，致使当期该收入大幅增长，毛利率负值收窄，板块亏损幅度收窄，但受线路运营业务的强公益性影响，线路运营业务毛利率仍为负。此外，公司商品销售及资源开发业务稳步运营，整体来看公司业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，公司已停止运营的原油贸易业务仍存在涉诉案件，尚有部分款项未收回，后续需关注相关涉诉案件款项的回收情况；代建项目储备量很低，已完工项目回款情况不佳，需持续关注代建项目的持续性及回款情况；此外，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。

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2022			2023			2024			2025.1~3		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品销售业务	4.70	15.71	10.39	15.37	52.39	4.31	18.05	45.97	1.82	3.02	40.85	1.46
资源开发业务	3.74	12.48	65.07	4.61	15.71	58.72	4.27	10.88	84.00	0.83	11.19	85.65
线路运营业务	5.10	17.02	-83.19	6.81	23.22	-107.32	13.37	34.06	-8.78	3.26	44.12	-8.18
代建业务	14.95	49.95	0.86	0.41	1.41	3.96	0.11	0.28	13.96	0.00	0.00	0.00
其他业务	1.45	4.84	28.55	2.13	7.27	27.18	3.46	8.81	8.22	0.28	3.84	15.71
营业收入/营业毛利率	29.94	100.00	-2.60	29.34	100.00	-11.41	39.27	100.00	8.22	7.40	100.00	7.18
其他收益	7.28			14.20			4.26			0.57		

注：1、其他业务收入包含物业管理、租赁业务、广告收入、咨询收入等；2、2022 年、2023 年营业收入分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

轨道交通建设板块，跟踪期内公司仍为南昌市轨道线路投资建设及运营管理的唯一主体，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，3 号线分为公司自建 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；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。PPP 项目 B 部分总投资概算 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。公司作为政府出资方代表履行义务，与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。

从业务开展情况来看，公司在建的轨道项目和基础设施建设项目规模较大，南昌轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式运营，虽然一定程度上可以减轻公司未来投资压力，但作为南昌市轨道交通

投资、建设和运营管理的唯一主体，公司未来仍面临较大的资本支出压力。

表 3：截至 2025 年 3 月末公司已通车轨道线路情况（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
1 号线一期	200.32	28.80	2011.05~2015.12	40%	80.13	80.13
2 号线一期	159.74	23.78	2013.11~2019.06	41%	65.49	65.49
2 号线南延线	45.03	8.50	2014.08~2017.08	41%	18.46	18.46
3 号线（不含 PPP 部分）	147.06	28.50	2015.12~2020.12	20%	31.41	31.41
4 号线一期	308.30	39.60	2017.12~2021.12	25%	77.08	77.08
合计	860.45	129.18	--	--	272.57	272.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2025 年 3 月末公司在建轨道线路项目情况（公里、亿元）

线路名称	里程	建设期间	总投资	已完成投资	已到位资本金	建设资金来源		投资计划
						财政	融资	2025
1 号线北延	16.97	2021.9.24~2025.6.30	109.60	49.98	26.46	43.84	65.76	7.45
1 号线东延	4.36	2021.9.24~2025.6.30	24.65	12.90	5.95	9.86	14.79	1.30
2 号线东延	10.42	2021.9.24~2025.6.30	105.77	55.16	25.53	42.31	63.46	9.10
合计	31.75	--	240.02	118.04	57.94	96.01	144.01	17.85

注：2025 年投资计划为公司自身所需融资资金需求。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

轨道运营板块，跟踪期内公司无新开通轨道线路，截至 2025 年 3 月末，公司已开通的轨道线路仍为 1 号线一期、2 号线一期、2 号线南延线、3 号线以及 4 号线一期，其中 3 号线由社会资本方负责运营，相关线路运营收入不计入公司核算。1 号线一期、2 号线一期、2 号线南延线及 4 号线一期 2020 年之前因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”；上述轨道线路均已正式运营，已确认营业收入和营业成本；此外，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。

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，6~12 公里范围内单乘票价为 3 元，12~28 公里每增 1 元可乘里程为 8 公里，28 公里以上每增 1 元可乘里程为 10 公里，公司 2 号线和 4 号线的票价方案与 1 号线保持一致。

表 5：近年来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）
2022	1.91	52.42	3.06
2023	3.09	84.59	4.91
2024	3.56	97.37	5.39
2025.1~3	0.82	91.59	1.23

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

公司线路运营收入包括票务收入和运营补贴，随着出行需求的增加及运营成本规制落地确认收入，2024 年公司客运总量及票务收入较上年同比大幅增加，同年运营成本规制落地确认收入 8.42 亿元。运营成本方面，2024 年和 2025 年 1~3 月，南昌轨道线路运营成本分别为 15.98 亿元和 3.81 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，2024 年运营成本随着客运量的增长而大幅增加，但受益于成本规制法的落地，使得该业务账面亏损有所减少。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，随着成本规制办法出台，公司取得运营补贴的金额以公司地铁运营情况为基准，根据《企业会计准则第 16 号——政府补助》及《企业会计准则第 14 号——收入》等会计准则，公司自 2022 年将取得的运营补贴计入主营收入。2024 年公司实际收到南昌市政府地铁运营补贴 2.49 亿元。

此外，根据《关于印发南昌市轨道交通发展专项资金管理办法的通知》（洪府厅字〔2009〕390 号），为顺利推进轨道交通项目建设，妥善解决轨道交通项目资金来源和债务偿还问题，保障南昌市轨道交通事业可持续发展，特建立南昌市轨道交通发展专项资金，资金来源主要包括中央和省财政安排的专项拨款资金、市财政安排的轨道交通项目资金、项目沿线土地出让收入及其他可用于轨道建设发展的资金等。2024 年公司收到政府拨付的轨道交通发展专项资金 2.03 亿元，南昌县财政局建设资金 6.75 亿元，政府专项债资金 10.00 亿元；同期，南昌经济技术开发区管理委员会和南昌市红谷滩区人民政府分别以辖区内 970 亩和 3,880 亩经营性用地为主的土地作为轨道建设资金筹措用地，待净地由南昌市土地储备中心出让后，收益全部用于轨道建设。但考虑到当前土地市场行情影响，后续土地出让情况值得关注。

总体来看，近年来随着客运量的增长，南昌轨道运营收入和运营成本整体呈上升趋势，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保持持续关注。

资源开发业务板块，跟踪期内公司资源开发业务仍主要由子公司南昌轨道交通资产经营有限公司（以下简称“资产经营公司”）、南昌轨道交通地产开发有限公司（以下简称“轨道地产”）和南昌市金轨国有资产运营有限责任公司（以下简称“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，盈利能力仍处于较高水平。

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 2025 年 3 月末，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子公司轨道地产自主开发的项目，同期末，地铁大厦总可供出租面积为 9.16 万平方米，已出租面积为 7.00 万平方米；地铁时代广场项目和华润万象汇均为公司的参股项目，同期末上述两个项目分别已完成投资 33.53 亿元和 23.36 亿元，累计分

别实现销售收入 29.80 亿元和 21.91 亿元，累计分别确认投资收益 1.49 亿元和 0.03 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司主要在建项目为南路站地块开发项目，项目总投资 11.08 亿元，已投资 5.40 亿元；拟建项目方面，同期末，公司拟建项目为青山路口站地块项目和中山西路酒店地块项目，拟投资合计 10.90 亿元。

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。金轨国资与南昌市人民政府国有资产监督管理委员会（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 2025 年 3 月末，金轨国资持有房产面积 75.85 万平方米，房产出租率为 88.51%，房产月租金为 16.31 元/平方米；拥有土地使用权面积 173.58 万平方米，出租率为 97.75%，月租金为 2 元/平方米；2024 年和 2025 年 1~3 月金轨国资分别实现资产委托经营收益 1.38 亿元和 0.34 亿元。

此外，2024 年公司未实现上盖物业出让收入。跟踪期内公司广告业务仍主要由资产经营公司及南昌地铁电视有限公司负责运营，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，2024 年和 2025 年 1~3 月广告经营收入分别为 0.12 亿元和 0.02 亿元。

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，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；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。

代建业务板块，跟踪期内，代建业务仍主要由公司本部负责，已完工项目方面，截至 2025 年 3 月末，公司已完工代建项目主要为艾溪湖隧道工程项目和东祥路、高铁站站前广场下沉广场土建工程、天祥大道下穿广州路地道工程及广州路跨水系桥梁工程涉地铁范围桩基工程等。其中，艾溪湖隧道工程属于省重点工程，该隧道穿越南昌高新区艾溪湖中部，线路西起京东大道，隧道上层为公路隧道，下层为远期预留地铁轨道 3 号线隧洞。根据《南昌市推进轨道交通建设指挥部办公例会纪要【2019】3 号》文件精神，由公司、南昌高新技术产业开发区管理委员会和南昌市财政局共同出资建设艾溪湖隧道工程项目，公司作为代建方，先行筹资并组织艾溪湖隧道项目的招标建设工作。根据公司与南昌高新技术产业开发区管理委员会城乡建设局签订的《艾溪湖隧道工程项目资金出资协议》以及《基本建设项目建设成本管理规定》财建【2016】504 号文件，项目按照建设管理费总额控制数费率表计算代建管理费，由市区两级政府按承担建设成本决算情况分摊向公司支付出资资金及代建管理费。会计处理方面，建设阶段公司根据工程进度，向施工方中铁十四局集团有限公司支付工程款项，计入在建工程，项目完工后政府委托方组织工程验收及成本定案审核，验收及成本核定完成后公司确认收入。项目总投资 19.77 亿元，建设周期为 2019~2023 年，该项目已完工，实际完成投资 18.81 亿元，其中南昌市财政局已拨付资本金 4 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司在建代建项目仅为东祥路、东岳四路提升改造工程项目，公司与南昌县城市建设投资发展有限公司（以下简称“南昌县城投”）就该项目签订委托代建合同，由公司负责项目代建管理，南昌县城投按合同价款先向公司一次性支付项目建设资金及代建费等所有费用共计 0.52 亿元（含税）。该项目总投资 0.48 亿元，原计划建设周期为

2021~2022 年，受政府规划影响目前该项目为停滞状态，截至 2025 年 3 月末已投资 0.38 亿元，已确认收入 0.39 亿元，后续需关注该项目的实施进展。同期末公司无拟建代建项目。

整体来看公司代建项目尚需投资规模较小，项目储备量很低，已完工项目仍有部分款项待回收，需持续关注代建项目的持续性及回款情况。

表 6：截至 2025 年 3 月末公司主要已完工代建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已到位 资本金	已投资	已确认 收入	已回款
艾溪湖隧道工程项目	2019.9~2023.1	19.77	4.00	18.81	14.95	4.00
高铁东站在前广场下沉广场土建工程	2022.9~2023.6	0.20	0.20	0.19	0.20	0.20
天祥大道下穿广州路地道工程及广州路跨水系桥梁工程涉地铁范围围桩基工程	2023.4~2023.9	0.18	0.10	0.18	0.18	0.10
合计	--	20.15	4.30	19.18	15.33	4.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2025 年 3 月末公司主要在在建代建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已到位 资金	已投资	已确认 收入	已回款
东祥路、东岳四路提升改造工程	2021.12~至今	0.48	0.52	0.38	0.39	0.52
合计	--	0.48	0.52	0.38	0.39	0.52

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售业务板块，跟踪期内商品销售业务主要由子公司资产经营公司和南昌轨道交通集团供应链金融有限公司（以下简称“供应链公司”）负责运营，资产经营公司负责开展混凝土、钢材等贸易业务，供应链公司负责开展有色金属贸易业务。其中，供应链公司主要贸易产品为阴极铜，上游供应商为江西铜业集团有限公司入库经销商，下游客户为当地民营铜制品加工生产企业，主要生产铜缆等产品，加工产品主要销售至电力公司，公司主要依据与上下游客户签订的购销框架合同开展有色金属贸易。在有色金属贸易业务开展过程中，公司与上下游对手方货款结算周期存在一定差异，与上游供应商一般为货款现结，而一般会向下游客户提供一定账期，通常于下游客户收货后一个月内收取相关货款。资产经营公司则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。上游客户为中铁物贸集团深圳分公司和江西省出版传媒集团有限公司供应链管理分公司；下游客户一般为地铁施工单位，货款周期一般为 2~3 个月。

此外，公司已于 2022 年暂停的原油贸易业务目前仍存在两笔涉诉案件，分别为供应链公司起诉被告中油广西田东石油化工有限公司（以下简称“田东公司”）、中油广西田东石油化工有限公司销售有限公司（以下简称“田东销售公司”）合同纠纷一案，截至 2025 年 3 月末，该案件待收回款项为 0.72 亿元；以及子公司资产经营公司起诉南京钦城能源有限公司、王林、徐驰、丁蓓、赵忠新、王磊、常州金坛玉见餐饮文化有限公司、镇江市佳钦商贸有限公司、常州佳钦商贸有限公司、廊坊中油华通油品销售有限责任公司、江苏盈丰收农副产品有限公司合同纠纷一案，该案件正在审理中，中诚信国际将持续关注相关涉诉案件款项的回收情况。

整体来看，公司商品销售业务盈利性欠佳，利润贡献有限，原油贸易业务仍存在涉诉案件，尚有部分款项未收回，需关注相关涉诉案件款项的回收情况。

表 8：2024 年商品销售业务前五大供应商/客户情况（万元、%）

供应商	采购金额	占比
江西国信优助科技有限公司	73,407.92	44.78
新余钢铁股份有限公司	41,658.02	25.41
江西铜业股份有限公司	37,215.85	22.7
湖南华菱涟源钢铁有限公司	5,975.83	3.65
江西久隆贸易有限公司	5,667.99	3.46
合计	163,925.61	100.00
客户名称	销售金额	占比
江西恒翔电气有限公司	76,395.26	47.95
江西碳和供应链有限公司	40,096.16	25.17
江西坤泰铜业有限公司	34,865.02	21.88
江西中科建投物资有限公司	5,022.95	3.15
中铁一局集团建筑安装工程有限公司	2,944.56	1.85
合计	159,323.95	100.00

注：占比计算口径为单一客户在前五大合计数占比情况。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司的财务风险仍处于较低水平，主要系受益于政府的大力支持，2024 年公司所有者权益持续增长，具备极强的资本实力；随着轨道交通项目建设工程的逐步推进，公司债务规模亦持续增长，但财务杠杆率仍处于适中水平，资本结构尚可；同时公司经营获现能力一般，EBITDA 能有效覆盖利息支出，但经营活动净现金流仍无法对利息支出进行有效覆盖。

资本实力与结构

作为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，公司地位重要，2024 年以来随着轨道建设的持续推进，公司资产规模保持稳步增长态势，资产主要由轨道建设业务开展过程中形成的在建工程、固定资产以及投资性房地产等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重超过 85%。其中，在建工程主要为处于试运营及建设阶段的轨道项目，项目完工且试运营期结束后则转入固定资产，2024 年在建工程大幅增长主要系 2 号线东延工程、1 号线北延工程、东延工程及望城车辆段上盖开发项目投资大幅增加所致；截至 2025 年 3 月末，公司在建工程账面余额 130.54 亿元，受地铁线路及上盖开发项目继续投资影响，一季度亦大幅增长。投资性房地产主要为子公司金轨国资、轨道地产和公司本部持有的房屋、建筑物及土地使用权，跟踪期内小幅增长；其他非流动资产主要为土地及拆迁补偿款、江西省铁路投资集团公司投资款、江西省铁路发展有限公司南昌站资金及预付长期资产购置款，2024 年小幅增长。随着项目建设持续投入，2025 年 3 月末公司总资产较上年末增加 0.80%，保持稳步增长态势。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。但从资产收益性来看，公司拥有较大规模的可用于出租的土地和房产，能够产生稳定的现金流，且近年来轨道线路的票务收入稳步增长，公司资产收益性尚可，总体来看公司资产质量一般。

跟踪期内公司债务规模持续上升，主要系随着轨道交通项目建设工程的推进，公司对外融资需求进一步提升所致。公司债务以银行借款、发行债券为主，且银行借款大部分以南昌市轨道交通工程项目产生的收益作为质押，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；由于

公司主动拉长债务久期，用长期债务置换短期债务，使得短期债务占比持续下降，整体来看债务始终以长期为主，与其业务特征相匹配，目前债务期限结构较为合理，符合轨道运营回收周期较长的业务特点。受益于政府在轨道建设资本金等方面的持续支持，2024 年公司资本公积保持增长，带动经调整的所有者权益¹稳步攀升。由于债务规模的持续扩张，公司财务杠杆水平有所上升，随着项目建设的逐步推进，未来公司净债务和财务杠杆率预计还将有所增长。

表 9：截至 2025 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	平均融资成本	融资余额	1 年以内到期	1~3 年到期	3 年以上到期
银行借款	3.25%	370.15	47.86	89.55	232.74
债券融资	3.22%	211.20	93.20	66.00	52.00
非标融资	3.49%	106.54	9.00	16.64	80.90
应付票据	1.79%	2.36	2.36	0.00	0.00
合计	--	690.25	152.42	172.19	365.64

注：1、上表债务口径为融资口径，与财务口径有所差异；2、短期债务包含行权的债券。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

跟踪期内公司主营业务回款情况较好，但受职工薪资以及转贷资金往来规模增加影响，公司经营活动现金流净流入规模持续下降，整体来看经营活动获现能力一般，当期经营活动净现金流仍无法对利息有效覆盖；公司投资活动主要为轨道项目建设等投资支出，2024 年受其支出规模下降影响，净流出规模较 2023 年有所下降，但仍保持较大规模的净流出。公司投资活动的资金缺口仍维持在较大规模，且经营活动净现金流表现欠佳，使得公司对外部融资的需求较大，2024 年筹资活动呈大幅净流入状态，主要系新增借款规模和吸收投资所收到的现金规模较大所致。跟踪期内，公司客运总量和运营收入同比有所提升，但其他收益中轨道交通发展专项资金较去年大幅下降，使得经营性业务利润大幅减少，实际费用化利息支出小幅增加，但当期投资性房地产公允价值变动较 2023 年大幅减少，综合影响下公司当年 EBITDA 小幅下降，使得 EBITDA 利息保障倍数小幅下降，但仍能有效覆盖当期实际利息支出。

截至 2025 年 3 月末，公司可动用账面资金为 23.08 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；同期末公司银行授信总额为 1,077.40 亿元，尚未使用授信额度为 699.40 亿元，备用流动性较为充足，而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 10：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

项目	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	19.97	36.54	31.67	23.39
固定资产	503.71	712.67	718.00	717.77
在建工程	211.70	69.09	114.51	130.54
其他非流动资产	74.80	136.52	141.72	140.03
资产总计	1,118.30	1,284.50	1,374.61	1,385.64
经调整的所有者权益合计	528.84	573.11	578.50	578.59
总债务	499.30	596.51	671.61	692.95
短期债务占比	15.30	12.18	11.57	9.79

¹经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债形成的其他权益工具，截至 2024 年末及 2025 年 3 月末调整项金额均为 0 亿元。

资产负债率	52.71	55.38	57.92	58.24
总资本化比率	48.56	51.00	53.72	54.50
经营活动产生的现金流量净额	7.78	4.77	3.02	-2.67
投资活动产生的现金流量净额	-84.66	-107.37	-63.60	-22.10
筹资活动产生的现金流量净额	49.83	119.25	55.43	16.50
净利润	1.22	2.14	2.40	0.12
收现比	0.42	0.91	0.98	0.82
EBITDA	16.91	27.41	26.12	0.20
EBITDA 利息保障倍数	0.84	1.32	1.10	--
经营活动净现金流利息保障倍数	0.38	0.23	0.13	-4.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2025 年 3 月末，公司受限资产包括 97.11 亿元固定资产、12.25 亿元存货、0.61 亿元应收账款、4.52 亿元投资性房地产、0.12 亿元的固定资产和 0.31 亿元货币资金，占当期末总资产的 8.29%，此外公司还有部分长期借款以南昌市轨道交通工程项目产生的收益作为质押，截至 2024 年末该部分长期借款余额为 263.92 亿元。或有负债方面，截至 2025 年 3 月末，公司无对外担保事项。

截至 2025 年 3 月末，公司涉及以下重大未决诉讼，其中公司及子公司作为原告案件如下：1、子公司南昌轨道交通集团转贷服务有限公司（以下简称“转贷公司”）对汇森家具(龙南)有限公司（以下简称“汇森家具公司”）、中垣林业科技(定南)有限公司（以下简称“中垣林业公司”）、龙南恩嘉智能科技有限公司（以下简称“龙南恩嘉公司”）、汇森智能家居科技(龙南)有限公司（以下简称“汇森智能家居公司”）、曾明兰提起诉讼，要求被告汇森家具公司偿还借款及相应的资金占用费、违约金、律师费等合计 1,289.53 万元，被告中垣林业公司、龙南恩嘉公司、曾明兰承担借款及相应的资金占用费、违约金的连带清偿责任，被告汇森智能家居公司承担借款及相应的资金占用费、违约金及因诉讼产生的费用的连带责任。截至目前转贷公司委托评估公司对法院已查封的财产进行了价值评估，结合评估结果与抵押情况来看，若现阶段进行法拍，转贷公司未有残值。转贷公司将继续与律师团队共同跟踪新房产线索，并与执行法院保持密切的沟通。

2、子公司转贷公司对赣州汇明木业有限公司（以下简称“汇明木业公司”）、赣州爱格森人造板有限公司（以下简称“爱格森公司”）、汇森控股投资（赣州）有限公司（以下简称“汇森控股公司”）、曾明兰提起诉讼，要求被告汇明木业公司偿还借款及相应的资金占用费、违约金、律师费等合计 1,322.5 万元，被告爱格森公司、汇森控股公司、曾明兰承担借款及相应的资金占用费、违约金的连带清偿责任。截至目前转贷公司委托评估公司对法院已查封的财产进行了价值评估，结合评估结果与抵押情况来看，若现阶段进行法拍，转贷公司未有残值。转贷公司将继续与律师团队共同跟踪新房产线索，并与执行法院保持密切的沟通。

3、子公司资产经营公司起诉丁蓓、王林、徐驰、镇江市佳钦商贸有限公司、王磊、赵忠新、常州佳钦商贸有限公司、常州金坛玉见餐饮文化有限公司、廊坊中油华通油品销售有限责任公司、南京钦城能源有限公司、江苏盈丰收农副产品有限公司（统称“被告”）的合同纠纷一案，资产经营公司起诉被告返还款项及资金占用费，江西省南昌市中级人民法院已受理，目前案件

正在审理中。

4、子公司资产经营公司起诉南京钦城能源有限公司、王林、徐驰、丁蓓、赵忠新、王磊、常州金坛玉见餐饮文化有限公司、镇江市佳钦商贸有限公司、常州佳钦商贸有限公司、廊坊中油华通油品销售有限责任公司、江苏盈丰收农副产品有限公司合同纠纷一案【案号：（2021）赣 01 民初 1279 号】，资产经营公司起诉被告返还款项及资金占用费，案涉标的 263,207,534.25 元，江西省南昌市中级人民法院已受理，目前案件正在审理中；另外，子公司供应链公司起诉被告田东公司、田东销售公司合同纠纷一案，江西省南昌市中级人民法院判令被告向供应链公司返还款项 2.90 亿元，截至 2025 年 3 月末，供应链公司收回前述部分款项，仍有 0.72 亿元未收回。中诚信国际将持续关注该事项的进展。

公司及子公司作为被告案件如下：

1、根据江西省南昌市红谷滩区人民法院 2025 年 4 月 9 日出具《民事判决书（2024）赣 0113 民初 13666 号》判决公司在判决生效之日十日内支付江西省赣江交通设施有限公司工程款 4,310,560.04 元及逾期付款利息（以 9,943,010.83 元为基数按一年期贷款市场报价利率自 2024 年 8 月 2 日起计算至 2025 年 3 月 19 日；以 4,310,560.04 元为基数按一年期贷款市场报价利率自 2025 年 3 月 20 日计算至实际清偿之日止）；并由公司承担相关案件受理费 89,885.00 元。截至目前案件正在审理中。

2、江西省康复建设工程有限公司向南昌高新技术产业开发区人民法院提起民事起诉，诉讼请求：（1）请求法院依法判令被告中铁十九局集团轨道交通工程有限公司支付拖欠的工程款 8,044,511.42 元及利息 2,150,476.67 元。（自 2018 年 5 月 16 日起，以 8,044,511.42 元为基数，按照同期贷款市场报价利率支付至实际付清之日止，暂计 2023 年 9 月 30 日为 2,150,476.67 元），（2）判公司对第一项诉请承担连带清偿责任。截至 2024 年末，该案处于诉前鉴定程序。

3、徐良向南昌市高新区人民法院提起民事诉讼，诉讼请求公司向原告支付 16,309,542.00 元，请求法院判令被告向原告支付 1,630,954.00 元施工款项、并判令被告以 16,209,542.00 元为基数支付逾期付款利息按照中国人民银行同期同档（五年以上 4.9%）贷款利率从 2019 年 3 月 1 日起计息计算至判决确定的给付之日止。截至目前，该案已开庭尚未判决。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2025 年 5 月，母公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

ESG 分析²

中诚信国际认为，公司近年来未发生劳动诉讼事项、安全生产事故或产品质量事故，职能定位明

²中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

确，但跟踪期内，公司存在诉讼案件及总经理涉嫌严重违纪违法，目前正接受南昌市纪委监委纪律审查和监察调查等情况，中诚信国际将对此保持持续关注，公司治理管控能力需进一步加强。

环境方面，公司在项目建设过程中可能会发生安全事故以及环境污染问题，因此公司对于生产安全、生态环境保护方面高度注重，跟踪期内尚未受到相关监管处罚；截至目前，公司在资源管理、可持续发展等方面表现较好。

社会方面，公司近三年及一期未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出过产品责任事件，但需关注行业上下游供应链暴露的潜在风险，同时在客户责任、社会贡献等方面的表现有待改善。

治理方面，公司职能定位明确，对下属子公司在战略发展、投融资等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时。但跟踪期内，公司存在诉讼案件及总经理涉嫌严重违纪违法，目前正接受南昌市纪委监委纪律审查和监察调查等情况，中诚信国际将对此保持持续关注，公司内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

外部支持

跟踪期内，南昌市经济财政实力及增长能力在江西省各地级市中领先。公司作为南昌市唯一的轨道交通建设运营主体，承担了南昌市轨道交通项目的投融资和建设任务，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，公司区域重要性很强。公司实际控制人为南昌市国有资产监督管理委员会，根据市政府意图承担轨道交通项目投融资任务，股权结构和业务开展均与市政府具有很高的关联性，近年来政府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对公司进行支持，对公司资本支出和还本付息提供了有力支撑。其中 2024 年公司获得政府拨付的轨道建设资本金为 10.00 亿元，收到国有资本收益返还资金 0.16 亿元作为轨道建设资本金，收到轨道交通发展专项资金 2.03 亿元，收到南昌县财政局建设资金 6.75 亿元³，收到房产税退税 0.87 亿元，为公司地铁项目建设的顺利进行提供了有力支持和保障。

跟踪债券信用分析

“G20 洪轨 1”募集资金为 20 亿元，募集资金用途为 14 亿元用于偿还公司及子公司绿色项目借款，剩余 6 亿元扣除发行费用后用于补充公司营运资金。截至 2025 年 3 月末，上述债券募集资金均已使用完毕，未变更募集资金用途。

“20 南昌轨交绿色债/G20 洪轨 2”募集资金为 20 亿元，募集资金用途为补充公司营运资金及轨道交通 4 号线一期工程。截至 2025 年 3 月末，“20 南昌轨交绿色债/G20 洪轨 2”募集资金已使用完毕，未变更募集资金用途；同期末募投项目轨道交通 4 号线一期工程已开通运营。

“22 洪轨 01”募集资金为 15 亿元，募集资金用途为 12 亿元用于偿还公司有息债务，不超过 3 亿元用于补充公司流动资金。截至 2025 年 3 月末，上述债券募集资金均已使用完毕，未变更募集

³ 南昌县财政局建设资金 6.75 亿元在递延收益科目核算。

资金用途。

“22 洪轨 02”募集资金为 8 亿元，募集资金用途为用于偿还公司有息债务。截至 2025 年 3 月末，上述债券募集资金均已使用完毕，未变更募集资金用途。

“22 洪轨 03”募集资金为 7 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟将 5 亿元用于偿还公司有息债务，剩余资金拟用于补充流动资金。截至 2025 年 3 月末，上述债券募集资金均已使用完毕，未变更募集资金用途。

“23 洪轨 01”募集资金为 3 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司有息债务。截至 2025 年 3 月末，上述债券募集资金均已使用完毕，未变更募集资金用途。

“23 洪轨 02”募集资金为 7 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司有息债务。截至 2025 年 3 月末，上述债券募集资金均已使用完毕，未变更募集资金用途。

“23 洪轨 03”募集资金为 10 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟将 7.90 亿元用于偿还到期债务，剩余部分用于补充流动资金。截至 2025 年 3 月末，上述债券募集资金均已使用完毕，未变更募集资金用途。

“23 洪轨 04”募集资金为 10 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟将 8.50 亿元用于偿还到期债务，剩余部分用于补充流动资金。截至 2025 年 3 月末，上述债券募集资金均已使用完毕，未变更募集资金用途。

“24 洪轨 02”募集资金为 10 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟将 10.00 亿元用于偿还到期债务。截至 2025 年 3 月末，上述债券募集资金均已使用完毕，未变更募集资金用途。

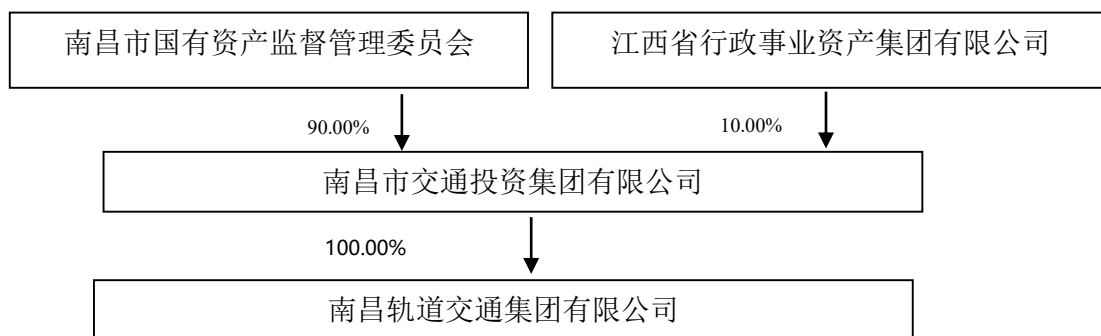
“25 洪轨 01”募集资金为 10 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟将 10.00 亿元用于偿还到期债务。截至 2025 年 3 月末，上述债券募集资金均已使用完毕，未变更募集资金用途。

公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力尚可。

评级结论

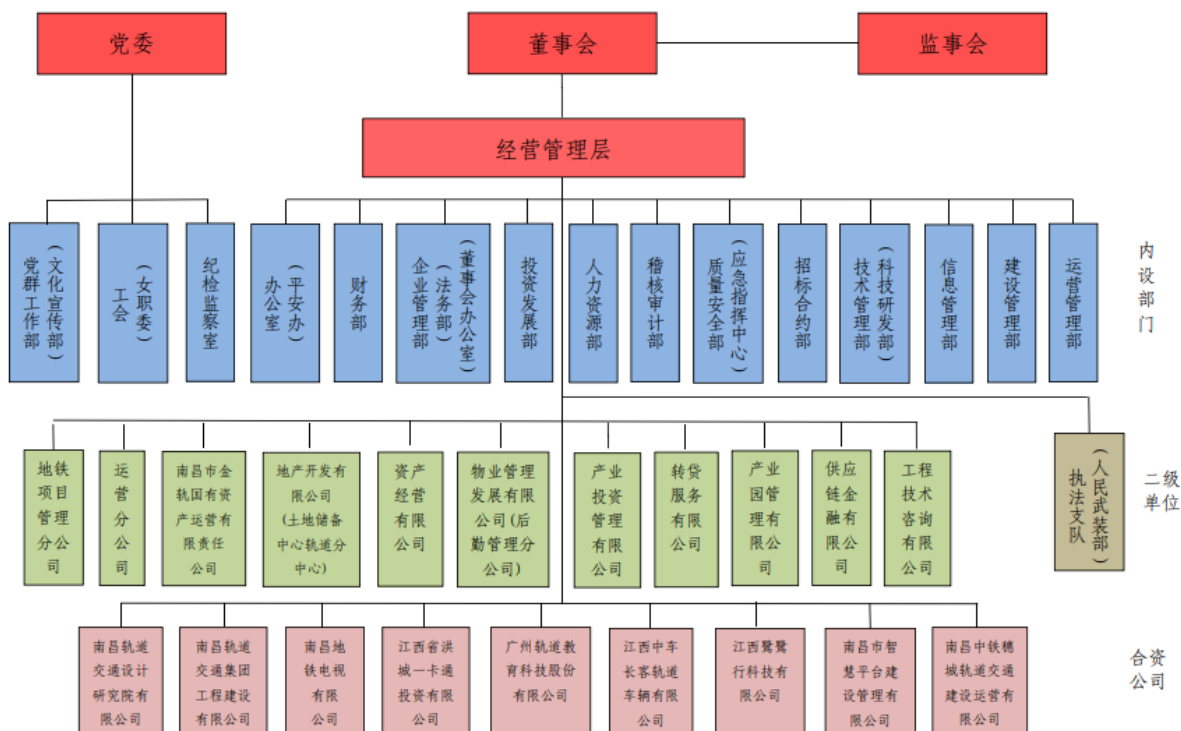
综上所述，中诚信国际维持南昌轨道交通集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 南昌轨交 MTN001”、“22 南昌轨交 MTN001”、“22 南昌轨交 MTN002”、“23 南昌轨交 MTN001（绿色）”、“23 南昌轨交 MTN002”、“20 南昌轨交绿色债/G20 洪轨 2”、“G20 洪轨 1”、“22 洪轨 01”、“22 洪轨 02”、“22 洪轨 03”、“23 洪轨 01”、“23 洪轨 02”、“23 洪轨 03”、“23 洪轨 04”、“24 洪轨 02”、“25 洪轨 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2025 年 3 月末）



序号	主要一级子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	南昌轨道交通资产经营有限公司	16,000	100
2	南昌轨道交通地产开发有限公司	35,000	100
3	南昌市金轨国有资产运营有限责任公司	500	100
4	南昌地铁电视有限公司	1,000	51
5	南昌轨道交通集团供应链金融有限公司	10,000	100

南昌轨道交通集团有限公司组织架构图



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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	199,714.67	365,413.26	316,650.62	233,860.98
非受限货币资金	198,280.04	364,811.60	313,565.16	230,775.52
应收账款	183,897.55	199,801.28	267,646.81	282,857.45
其他应收款	530,408.39	717,119.93	924,925.26	944,757.58
存货	224,288.04	229,221.83	265,168.63	276,191.14
长期投资	184,124.79	164,076.48	160,653.02	161,162.41
在建工程	2,117,035.23	690,877.53	1,145,083.27	1,305,366.10
无形资产	333.20	265.03	327.99	344.69
资产总计	11,183,005.80	12,844,968.75	13,746,118.05	13,856,379.37
其他应付款	131,135.55	101,385.93	102,378.77	102,921.76
短期债务	763,926.97	726,537.19	777,191.51	678,407.27
长期债务	4,229,114.03	5,238,526.53	5,938,942.40	6,251,050.77
总债务	4,993,041.00	5,965,063.72	6,716,133.91	6,929,458.05
负债合计	5,894,593.14	7,113,907.68	7,961,103.43	8,070,508.73
利息支出	202,277.86	208,271.97	238,546.42	--
经调整的所有者权益合计	5,288,412.66	5,731,061.07	5,785,014.62	5,785,870.64
营业总收入	299,377.15	293,398.21	392,654.76	73,964.86
经营性业务利润	35,069.66	74,207.22	38,469.56	1,367.59
其他收益	72,784.74	141,956.21	42,587.82	5,661.13
投资收益	-2,577.51	-3,149.55	-6,135.89	29.19
营业外收入	924.49	531.00	678.19	31.40
净利润	12,236.55	21,382.99	23,972.20	1,227.66
EBIT	156,331.46	258,716.75	245,020.63	--
EBITDA	169,118.64	274,077.63	261,213.45	--
销售商品、提供劳务收到的现金	125,254.42	266,842.86	384,708.37	60,523.98
收到其他与经营活动有关的现金	112,218.84	406,671.91	126,961.35	8,757.09
购买商品、接受劳务支付的现金	81,235.13	222,778.47	310,162.27	57,080.07
支付其他与经营活动有关的现金	69,333.63	289,878.33	46,118.68	1,750.81
吸收投资收到的现金	248,693.00	545,005.13	102,898.96	
资本支出	798,908.97	967,455.67	593,738.24	222,052.43
经营活动产生的现金流量净额	77,822.06	47,735.20	30,188.12	-26,749.08
投资活动产生的现金流量净额	-846,599.92	-1,073,705.28	-635,953.60	-221,040.55
筹资活动产生的现金流量净额	498,302.32	1,192,501.64	554,321.93	164,999.99
现金及现金等价物净增加额	-270,475.54	166,531.56	-51,441.27	-82,789.64
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	-2.60	-11.41	8.22	7.18
期间费用率（%）	4.73	5.53	5.08	7.46
应收类款项占比（%）	6.39	7.14	8.68	8.86
收现比（X）	0.42	0.91	0.98	0.82
资产负债率（%）	52.71	55.38	57.92	58.24
总资本化比率（%）	48.56	51.00	53.72	54.50
短期债务/总债务（%）	15.30	12.18	11.57	9.79
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.38	0.23	0.13	--
总债务/EBITDA（X）	29.52	21.76	25.71	--
EBITDA/短期债务（X）	0.22	0.38	0.34	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.84	1.32	1.10	--

注：1、中诚信国际根据南昌轨道提供的其经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 2022~2023 年度审计报告、经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；3、公司 2025 年一季度财务报表未经审计，且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、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，将其他流动负债中的有息债务计入短期债务；5、利息支出总额根据“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”扣除股利现金支出后估算；6、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
盈利能力	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn