

厦门轨道交通集团有限公司  
及其发行的 17 厦门轨道债 01 与 17 厦门轨道债 02  
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100367】

**评级对象:** 厦门轨道交通集团有限公司及其发行的 17 厦门轨道债 01 与 17 厦门轨道债 02

	17 厦门轨道债 01	17 厦门轨道债 02
<b>主体/展望/债项/评级时间</b>		
<b>本次跟踪:</b>	AAA/稳定/AAA/2018 年 06 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 06 月 25 日
<b>首次评级:</b>	AAA/稳定/AAA/2017 年 06 月 30 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 07 月 24 日

### 主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
<b>金额单位: 人民币亿元</b>			
<b>发行人母公司数据:</b>			
货币资金	31.61	130.02	99.73
刚性债务	41.70	0.30	34.47
所有者权益	124.86	329.74	401.90
经营性现金净流入量	10.78	4.85	0.76
<b>发行人合并数据及指标:</b>			
总资产	206.33	395.43	508.52
总负债	66.73	64.86	66.02
刚性债务	53.61	5.10	35.54
所有者权益	139.61	330.56	442.50
营业收入	32.43	29.22	5.01
净利润	4.35	4.04	4.21
经营性现金净流入量	12.38	3.47	-0.21
EBITDA	5.42	5.18	5.18
资产负债率[%]	32.34	16.40	12.98
长短期债务比[%]	248.13	432.64	439.65
权益资本与刚性债务比率[%]	260.41	6477.37	1245.10
流动比率[%]	257.51	1219.42	1072.87
现金比率[%]	179.62	1086.93	824.78
利息保障倍数[倍]	1.77	2.17	19.34
EBITDA/利息支出[倍]	2.11	2.64	23.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.18	0.25

注: 发行人数据根据厦门轨道经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

### 分析师

薛雨婷 xyt@shxsj.com  
 陈威宇 chenweiyu@shxsj.com  
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号盛大大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对厦门轨道交通集团有限公司(简称“厦门轨道”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 17 厦门轨道债 01 与 17 厦门轨道债 02 的跟踪评级反映了 2017 年以来厦门轨道在外部发展环境、区域地位、政府支持力度、即期债务偿付等方面保持优势,同时也反映了公司在资本性支出、利润水平等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **良好的外部发展环境。**厦门市区位优势显著,旅游及科教资源丰富,近年经济保持稳步发展,为厦门轨道的经营发展提供了良好的外部环境。
- **区域地位重要。**厦门轨道仍是厦门市轨道交通投资建设及运营管理的唯一主体,具有突出的区域地位。
- **政府支持力度大。**厦门轨道持续获得政府在轨道交通项目资本金拨付及补贴等方面的大力支持,2017 年,公司分别获得 107.72 亿元资本金注入和 6.63 亿元财政补贴。
- **资本实力进一步增强。**受益于持续大规模的资本金注入,厦门轨道资本实力进一步增强,资产负债率逐年降低。
- **即期债务偿付保障程度很高。**厦门轨道债务期限结构合理,货币资金储备充裕,外部融资渠道畅通,整体即期债务偿付保障程度很高。

#### 主要风险:

- **资本性支出压力较大。**厦门轨道在建轨道交通项目后续投资需求仍很大,公司将持续面临较大的资本性支出压力。



- 利润水平对政府补助依赖度高。厦门轨道主营业务盈利能力较弱，利润水平对政府补助依赖度高。

### ➤ 未来展望

通过对厦门轨道及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 厦门轨道交通集团有限公司

### 及其发行的 17 厦门轨道债 01 与 17 厦门轨道债 02

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照 2017 年第一期厦门轨道交通集团有限公司公司债券以及 2017 年第二期厦门轨道交通集团有限公司公司债券（分别简称“17 厦门轨道债 01”及“17 厦门轨道债 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据厦门轨道提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对厦门轨道的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司分别于 2017 年 7 月和 2017 年 8 月发行了 17 厦门轨道债 01 和 17 厦门轨道债 02，发行规模分别为 10.00 亿元和 15.00 亿元，发行期限均为 9 年，附第 3 和第 6 个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。17 厦门轨道债 01 募集资金用于厦门轨道交通 1 号线一期工程及其配套项目，截至 2018 年 3 月末，募集资金已全部使用完毕；17 厦门轨道债 02 募集资金用于厦门轨道交通 2 号线一期工程、厦门轨道交通 2 号线二期工程以及厦门轨道交通 3 号线工程，截至 2018 年 3 月末，募集资金已全部使用完毕。截至 2018 年 5 月末，上述两期债券尚未开始付息，除上述两期债券外，公司无其他已发行债券。

图表 1. 公司已发行债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间
17 厦门轨道债 01	10.00	9	4.55	2017 年 7 月
17 厦门轨道债 02	15.00	9	4.61	2017 年 8 月

资料来源：厦门轨道

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率

有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧

结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

## （2）行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个

领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

作为城市基础设施的重要组成部分，城市轨道交通在速度、运量及中长距离运输等方面有较大优势，具有运量大、速度快、安全准时、环保节能等特点，在改善城市交通状况、促进城市发展方面具有重要意义。近年来我国倡导大力发展城市轨道交通，以解决城市交通拥堵问题，从国家到地方都出台了鼓励扶持政策，城市轨道交通逐步进入大发展时期。根据中国城市轨道交通协会披露数据，截至2017年末，我国大陆地区共34

个城市开通轨道交通运营，开通轨道交通线路 165 条，运营线路里程达 5033 公里。其中地铁 3884 公里，占比达 77.2%。2017 年新增运营线路 32 条，同比增长 24.1%；新增运营线路长度 880 公里，同比增长 21.2%；全年累计完成客运量 185 亿人次，同比增长 14.9%。分城市看，2017 年上海、北京轨道交通运营线路长度领先全国，分别为 732.2 公里、685.1 公里，广州、南京运营线路长度超过 300 公里；同年，北京、上海、广州和深圳等四市客运量稳居全国前列，同时随着南京、武汉、成都等后发城市骨干网络组建完毕，后发城市客运量上升，上述四市客运量占全国总客运量的比重从 67.3% 降至 62.6%。随着新型城镇化的推进，我国对城市轨道交通的建设需求持续增长。据不完全统计，截至 2017 年末，中国内地共有 56 个城市开工建设城市轨道交通（部分地方批复项目暂未纳入统计），共计在建轨道交通线路 254 条，在建线路长度达到 6246.3 公里；同期末，内地城市轨道交通建设项目已获批复的城市为 62 个（含地方政府批复的 18 个城市），规划线路网长度 7321 公里。从政策层面看，我国自 2003 年起逐步放宽城市轨道交通建设门槛、下发项目审批权限，有利于支持各大城市轨道交通业的发展。

轨道交通项目虽然投资大、回收期长、前期收支不平衡，但项目具有长期较稳定的票款收入，且城市轨道交通线路的开通运营能带动沿线土地升值，带动房地产、商业等相关服务业发展，而且附着于轨道交通的商业机会也很多，在保证安全运营的前提下，可以通过连锁商业、广告、沿线物业、地下移动通讯及视频业务、智能卡服务及地下空间开发等多种途径增加轨道交通项目的衍生收益，轨道运营主体通过经营多种业务的方式，与轨道交通业务形成较强的互补，并在一定程度上弥补轨道交通业务运营所带来的亏损。同时，城市轨道交通的建设可大幅减轻地面交通运输压力，缓解城市交通拥堵，减少由于交通堵塞带来的效率和经济损失，且可在一定程度上加快城市区域拓展，提升城市功能。总体而言，轨道交通项目具有较好的社会效益，对当地民生、经济及社会发展具有较好的促进作用。

### （3）区域经济环境

**厦门市具有良好的区位优势，旅游及科教资源丰富，近年经济保持稳步发展，产业结构以第三产业为主，经济发展质量较高。**

2017 年，厦门市经济保持稳步发展，实现地区生产总值 4351.18 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.6%。分产业看，第一产业实现增加值 23.23 亿元，同比增长 2.1%；第二产业实现增加值 1815.92 亿元，同比增长 7.2%；第三产业实现增加值 2512.03 亿元，同比增长 7.9%；三次产业结构为 0.5:41.7:57.8，第三产业仍处于主导地位。

随着厦门市经济的不断发展，居民收入水平的提高，城市车辆数量激增，对城市基础设施、交通设施的需求提高。2017 年，厦门市完成固定资产投资 2381.46 亿元，同比增长 10.3%。其中交通运输业投资 536.68 亿元，同比增长 7.3%。2016 年 10 月，国家发展改革委批复《厦门市城市轨道交通第二期建设规划（2016-2022）》，厦门市规划城市轨道交通线网将由 6 条线路组成，总长约 267 公里，设 139 座车站，其中换乘车站 18 座。其中，1、2 和 3 号线分别为本岛沿北、东、西方向的放射骨干线路，主要承担厦门岛与环湾组团间跨海交通联系功能，兼顾岛内及岛外组团内部公共交通骨干功能；4、5 和 6 号线为辅线，支持岛内与周边组团、环湾组团发展。

厦门市气候宜人，为全国十大旅游热点城市之一。目前，厦门市拥有鼓浪屿、海沧大桥和万石山园林植物园等 14 家国家 4A 级以上风景区，2017 年厦门市接待游客总数为 7830.52 万人次，同比增长 15.7%，旅游总收入 1168.52 亿元，同比增长 20.7%。其中接待入境游客 386.32 万人次，增长 8.0%，旅游外汇收入 32.21 亿美元，增长 16.3%。接待国内游客 7444.20 万人次，增长 16.1%，国内旅游收入 951.09 亿元，增长 20.7%。截至 2017 年末，厦门市共有旅游住宿单位 2262 家，其中星级酒店 64 家，五星级酒店 18 家。

根据《厦门市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，到 2020 年，厦门市地区生产总值五年平均增长率争取达到 8.5%；外贸进出口总额五年平均增长率争取达到 6%；旅游文化产业收入突破 3500 亿元；五年社会固定资产投资累计达到 1.5 万亿元。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍为厦门市轨道交通建设及运营管理的唯一主体，区域地位突出，能持续获得厦门市政府在资本金注入及政府补助等方面的大力支持。除轨道交通 1 号线已于 2017 年年底开通试运营外，公司负责投建的其他轨道交通项目均仍处于在建阶段，公司营业收入主要来源于钢材等商品贸易业务，2017 年，为防范经营风险，公司主动调整经营策略，缩减商品贸易业务规模，营业收入较上年大幅下滑。

跟踪期内，该公司仍为厦门市轨道交通建设和运营管理的唯一主体，区域地位突出。除轨道交通 1 号线于 2017 年 12 月 31 日开通试运营以外，公司负责投建的其他轨道交通项目均处于在建阶段，公司营业收入主要来源于钢材等物资贸易业务，主要由子公司厦门轨道物资有限公司（简称“物资公司”）负责。2017 年，公司实现营业收入 5.01 亿元，同比下滑 82.85%，主要系物资公司为防范经营风险主动对业务规模进行了缩减。

图表 2. 公司营业收入构成及毛利率变化分析（单位：亿元、%）

业务类别	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
贸易收入	31.38	2.98	28.80	3.88	3.92	12.02
客运及租赁等	0.58	-164.30	0.20	-325.64	0.76	-285.23
其他业务	0.47	61.99	0.22	60.08	0.33	39.83
合计	32.43	0.84	29.22	2.03	5.01	-31.10

注：根据厦门轨道经审计的 2015-2017 年财务数据整理计算

该公司目前主要负责投建的轨道交通线路主要为轨道交通 1 号线、2 号线、3 号线、4 号线和 6 号线，建设里程合计 199.3 公里，预计总投资为 1452.8 亿元。其中轨道交通 6 号线首开段为 2017 年新开工项目，起于林埭西站，止于新店仔站，预计共设车站 33 座，其中含 5 座换乘站，全长约 45.9 公里。厦门轨道交通项目资本金比例均为 40%，资本金由厦门市财政承担，2017 年，公司累计获得厦门市财政局、厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“厦门市国资委”）拨付的轨道交通项目资本金 107.72 亿元，截至 2017 年末，项目已投资 450.78 亿元，到位财政资本金合计 307.45 亿元，资本金到位情况良好。

图表 3. 截至 2017 年末公司主要在建轨道交通项目情况（单位：亿元、公里）

线路	预计总投资额	长度	资本金比例	资本金到位金额	累计完成投资额	2018 年 投资计划
1 号线	244.2	30.3	40%	186.66	213.46	10.0
2 号线 <sup>1</sup>	313.6	41.6	40%	78.62	140.58	50.0
3 号线	286.2 <sup>2</sup>	36.7	40%	17.00	61.50	45.0
4 号线	229.8	44.8	40%	16.81	30.18	35.0
6 号线	379.0	45.9	40%	8.36	5.06	10.0
合计	1452.8	199.3	—	307.45	450.78	150.0

资料来源：厦门轨道

轨道交通项目具有较强的公益属性，项目投入运营后票款收入对运营成本的覆盖程度有限，该公司拟通过轨道交通沿线土地等资源综合开发方式实现项目资金平衡。目前，公司已获得厦门市发改委对 1 号线沿线部分地块配套项目开发的批复。截至 2017 年末，公司已开工建设的地铁 1 号线配套项目共计 12 个，包括文灶站公交地块、火炬园、杏锦、园博苑站集杏海堤北、董任南北、软件园站及集美中心配套项目等，总占地面积约 53.54 公顷，规划建筑面积约 195.25 万平方米，项目预计总投资 67.31 亿元，截至 2017 年末累计完成投资约 17.76 亿元。

## 管理

跟踪期内，该公司在产权结构、法人治理结构和管理水平等方面均未发生显著变化。

跟踪期内，该公司在产权结构、法人治理结构等方面均未发生显著变化，截至 2017 年末，公司实收资本为 300.00 亿元，厦门市国资委出资比例仍为 87.74%，为公司控股股东和实际控制人。

根据该公司 2018 年 6 月 13 日《企业信用报告》，公司 2014 年 9 月 21 日存在一笔 42.76 万元的欠息记录，于 2014 年 9 月 22 日结清。根据该笔贷款银行出具的说明文件，该笔贷款由于扣息日（2014 年 9 月 21 日）当天为周日，资金到账后银行系统未自动扣款，欠息日次日由贷款行手工正常扣息，该笔欠息记录非由企业方原因导致，对公司信用状况无影响。除此之外，公司贷款均正常，整体信用状况良好。

根据 2018 年 6 月 18 日国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院失信被执行人名单信息公布与查询平台、证券期货市场失信记录查询平台信息查询结果，该公司未存在重大异常情况。

## 财务

跟踪期内，该公司获得较大规模的轨道交通项目资本金拨付，资本实力继续大幅增强，资产负债率下降至很低。公司债务期限结构合理，货币资金储备充裕，外部融资渠

<sup>1</sup> 2 号线工程分为一期和二期，表中数据为 2 号线一期和二期的合计数。

<sup>2</sup> 根据 2017 年 11 月发布的厦门市发展改革委关于厦门市轨道交通 3 号线工程投资概算的批复进行调整。

道畅通，整体债务偿付保障程度很高。

## 1. 公司财务质量

北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行最新企业会计准则及其补充规定。

跟踪期内该公司合并范围内新增 1 家全资子公司厦门地铁置业有限公司，成立日期为 2017 年 11 月，注册资本 3000 万元，主要从事房地产开发经营、地铁及沿线开发项目物业管理、企业管理资源、自有房地产经营活动等业务。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

随着轨道交通项目建设的全面推进，跟踪期内该公司外部融资需求有所增加。2017 年末，公司负债总额同比增长 1.78% 至 66.02 亿元。但受益于厦门市国资委对公司的持续增资，公司资产负债率逐年降低，2017 年末公司资产负债率为 12.98%，较上年末下降 3.42 个百分点。

从负债结构来看，该公司负债以非流动负债为主，与公司轨道交通项目投建及资金回收期较长的经营特点匹配度较高。2017 年公司发行了两期企业债券，非流动负债规模进一步提升。2017 年末，公司长短期债务比小幅增长至 439.65%。

从负债构成来看，该公司负债主要集中于刚性债务、专项应付款和应付账款，2017 年末占负债总额的比重分别为 53.83%、28.61% 和 11.94%。其中刚性债务余额为 35.54 亿元，较 2016 年末增加 30.44 亿元，主要系公司于 2017 年新增兴业银行银团贷款 9.00 亿元以及发行了 17 厦门轨道债 01 和 17 厦门轨道债 02 两期企业债券，合计募集资金 25.00 亿元。2016 年末公司刚性债务规模较小主要系厦门市财政局通过由公司贷款行定向承销厦门市地方政府债券方式，解除了公司与贷款行间的债权债务关系，公司银行借款规模大幅减少，转而增加专项应付款。2017 年末，公司专项应付款余额为 18.89 亿元，同比下降 63.95%，主要系当年公司将财政专项建设资金转增国有资本金所致；应付账款余额为 7.88 亿元，主要为应付轨道交通建设工程款及质保金，2017 年末显著增长 88.22% 主要系当年轨道交通项目全面开工所致。

截至 2017 年末，该公司银行借款余额为 9.98 亿元。其中，短期借款余额 0.98 亿元，同比下降 53.33%。公司短期借款主体为下属物资公司，其中由公司本部提供的保证借款为 0.68 亿元，其余为信用借款。公司长期借款余额 9.00 亿元，全部为质押借款，质押物为公司正在建设的厦门市轨道交通 1 号线、2 号线工程项目所有的票款收费权及应收账款或收入账户以及账户内的资金，借款期限为 30 年。

截至 2017 年末，该公司无对合并口径外企业提供担保。但公司下属物资公司作为原告涉及未决买卖合同纠纷多起，涉诉金额共计 2.26 亿元，存在一定或有损失风险。

## (2) 现金流分析

该公司贸易等主营业务资金回笼能力较强，但经营活动现金流受成本支出规模较大影响呈净流出状态。2017年，公司营业收入现金率为392.17%，经营活动产生的现金流量净额为-0.21亿元。公司在建轨道交通项目尚处于集中投建阶段，投资性现金流近年来持续较大额净流出，且项目后续资金需求仍较大，公司将面临较大的资本性支出压力。2017年，公司投资性现金净流量为-130.51亿元。公司经营和投资资金缺口主要通过股东增资和外部融资等方式弥补，2017年公司筹资活动产生的现金流量净额为99.79亿元。

## (3) 资产质量分析

跟踪期内，该公司继续获得较大规模的轨道交通项目资本金拨付，资本实力进一步提升。2017年末，公司所有者权益同比增长33.86%至442.50亿元，其中实收资本300.00亿元，与去年末持平；资本公积122.60亿元，较2016年末增加107.72亿元，两者合计占公司所有者权益的比重达95.50%，公司资本稳定性较好。

2017年末，该公司资产总额为508.52亿元，同比增长28.6%。其中非流动资产为377.26亿元，占比为74.19%。公司非流动资产主要集中于在建工程、其他非流动资产和固定资产，2017年末占非流动资产的比重分别为79.29%、9.51%和9.20%。其中，在建工程主要为在建的轨道交通项目，随着项目的持续投入，2017年末公司在建工程较上年末增长61.51%至299.13亿元；其他非流动资产主要为预付轨道交通工程和设备款，2017年末为35.86亿元，同比增长52.82%；固定资产余额为34.72亿元，主要为房屋和建筑物，由于计提了折旧以及移交了6.73亿元的基础设施建设项目，2017年末同比下降7.86%。

截至2017年末，该公司流动资产为131.25亿元，较上年末下降11.61%，主要由100.88亿元的货币资金、17.01亿元的存货以及11.29亿元的其他流动资产构成。虽然公司获得较多增资，但公司轨道交通项目建设投入较大，2017年末货币资金同比下滑23.62%；公司存货余额较上年末增长127.30%，主要系轨道交通1号线配套项目的开发成本，2017年开发成本余额为14.01亿元；其他流动资产同比增长188.96%，主要为增值税留抵税额及钢支撑租赁成本。

## (4) 流动性/短期因素

截至2017年末，该公司货币资金余额为100.88亿元，现金比率为824.78%，短期刚性债务现金覆盖率为9474.09%，公司货币资金储备充裕，可为即期债务偿付提供较强保障。同期末，公司流动比率和速动比率分别为1072.87%和932.00%，处于较好水平。

截至2017年末，该公司受限资产主要为受限货币资金，账面价值0.02亿元，全部为银行承兑汇票及保函保证金。

## 3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司营业收入仍主要来源于贸易业务，为防控风险，公司主动对贸易业务规模进行了收缩，受此影响，2017年公司营业收入同比大幅下滑82.85%至5.01亿元。此外，贸易业务收入的下滑使具有公益属性而呈亏损的快速公交（BRT）业务收入

占比上升，致使公司 2017 年营业毛利发生亏损，综合毛利率为-31.10%，较 2016 年下降 33.13 个百分点。未来随着在建轨道交通项目的陆续投运，轨道交通票款收入将成为公司的另一收入主要来源，但同时受固定资产折旧增加影响，公司主营业务盈利能力预计仍较弱。

该公司负责投建的轨道交通项目融资需求大，但目前项目均处于建设期，利息支出予以资本化，且 2016 年厦门市财政局通过地方政府债券方式置换了公司大量的存量债务，公司财务费用规模较小，期间费用主要以管理费用和销售费用为主，总体规模较小。2017 年公司期间费用为 0.45 亿元，同比下降 36.50%，期间费用率为 9.08%。公司仍能持续获得较大规模的政府补贴支持，对公司净利润水平提供较强支撑，2017 年公司获得 BRT 财政补贴 1.63 亿元，政府补助 5.00 亿元，实现净利润 4.21 亿元。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍为厦门市轨道交通投资建设及运营管理的唯一主体，区域地位突出。公司负责投建的轨道交通 1 号线已于 2017 年底试运营，未来轨道交通运营业务将对公司营业收入和经营性现金流带来良好补充。此外，公司配备了轨道交通项目沿线的较优质资源，未来开发具备较大潜力。跟踪期内，公司持续获得较大规模厦门市财政拨款的轨道交通项目资本金，资本实力进一步提升，负债率已降至很低，且公司债务期限结构合理，货币资金储备充裕，即期债务偿付保障程度很高。

### 2. 外部支持因素

该公司作为厦门市轨道交通投资建设及运营管理的唯一主体，能持续得到厦门市政府在资本金注入及政府补贴等方面的大力支持。2017 年，公司获得 107.72 亿元轨道交通项目资本金拨付，资本实力持续显著增强；获得政府补助 6.63 亿元。

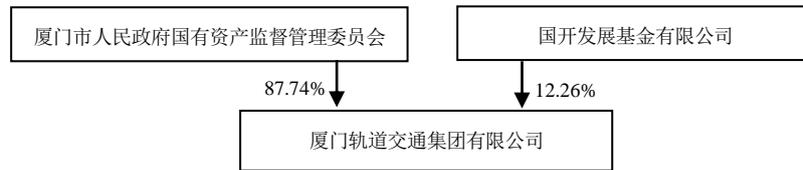
此外，该公司与各大金融机构建立了长期良好的合作关系，间接融资渠道畅通，截至 2017 年末，公司共获得银行授信总额 648.51 亿元，尚未使用额度 637.50 亿元。

## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司仍为厦门市轨道交通建设及运营管理的唯一主体，区域地位突出，能持续获得厦门市政府在资本金注入及政府补助等方面的大力支持。除轨道交通 1 号线已于 2017 年年底开通试运营外，公司负责投建的其他轨道交通项目均仍处于在建阶段，公司营业收入主要来源于钢材等商品贸易业务，2017 年，为防范经营风险，公司主动缩减商品贸易业务规模，营业收入较上年大幅下滑。公司获得较大规模的轨道交通项目资本金拨付，资本实力继续大幅增强，资产负债率下降至很低。公司债务期限结构合理，货币资金储备充裕，外部融资渠道畅通，整体债务偿付保障程度很高。

附录一：

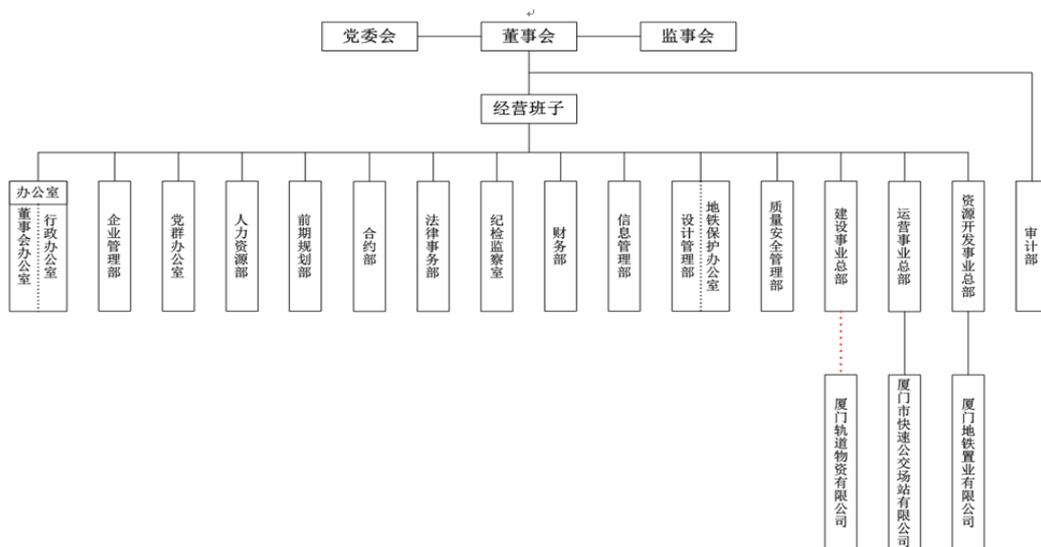
公司与实际控制人关系图



注：根据厦门轨道提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：红色虚线为下一步设想。

资料来源：厦门轨道（截至 2017 年末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额[亿元]	206.33	395.43	508.52
货币资金[亿元]	34.40	132.08	100.88
刚性债务[亿元]	53.61	5.10	35.54
所有者权益[亿元]	139.61	330.56	442.50
营业收入[亿元]	32.43	29.22	5.01
净利润[亿元]	4.35	4.04	4.21
EBITDA[亿元]	5.42	5.18	5.18
经营性现金净流入量[亿元]	12.38	3.47	-0.21
投资性现金净流入量[亿元]	-44.65	-94.56	-130.51
资产负债率[%]	32.34	16.40	12.98
长短期债务比[%]	248.13	432.64	439.65
权益资本与刚性债务比率[%]	260.41	6,477.37	1,245.10
流动比率[%]	257.51	1,219.42	1,072.87
速动比率[%]	206.16	1,155.09	932.00
现金比率[%]	179.62	1,086.93	824.78
利息保障倍数[倍]	1.77	2.17	19.34
有形净值债务率[%]	47.85	19.63	14.93
担保比率[%]	—	—	—
毛利率[%]	0.84	2.03	-31.10
营业利润率[%]	-2.45	-3.19	-15.72
总资产报酬率[%]	2.64	1.41	0.96
净资产收益率[%]	4.12	1.72	1.09
净资产收益率*[%]	4.12	1.72	1.09
营业收入现金率[%]	121.54	130.41	392.17
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	76.21	22.14	-1.74
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	18.53	5.27	-0.32
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-198.64	-581.18	-1,071.01
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-48.29	-138.44	-199.76
EBITDA/利息支出[倍]	2.11	2.64	23.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.18	0.25

注：表中数据依据厦门轨道经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。