

厦门轨道交通集团有限公司
及其发行的 17 厦门轨道债 01、17 厦门轨道债 02
与 18 厦门轨道债 01
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[2019]100135】

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、17 厦门轨道债 02 与 18 厦门轨道债 01

	17 厦门轨道债 01	17 厦门轨道债 02	18 厦门轨道债 01
主体/展望/债项/评级时间			
本次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2019年6月14日	AAA/稳定/AAA/2019年6月14日	AAA/稳定/AAA/2019年6月14日
前次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2018年6月25日	AAA/稳定/AAA/2018年6月25日	-
首次评级：	AAA/稳定/AAA/2017年6月30日	AAA/稳定/AAA/2017年7月24日	AAA/稳定/AAA/2018年7月26日

主要财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	130.02	99.73	63.17
刚性债务	0.30	34.47	51.72
所有者权益	329.74	401.90	529.72
经营性现金净流入量	4.85	0.76	11.58
发行人合并数据及指标：			
总资产	395.43	508.52	669.60
总负债	64.86	66.02	99.82
刚性债务	5.10	35.54	52.04
所有者权益	330.56	442.50	569.78
营业收入	29.22	5.01	3.36
净利润	4.04	4.21	14.19
经营性现金净流入量	3.47	-0.21	-8.30
EBITDA	5.18	5.18	14.64
资产负债率[%]	16.40	12.98	14.91
长短期债务比[%]	432.64	439.65	459.01
权益资本与刚性债务比率[%]	6477.37	1245.10	1094.83
流动比率[%]	1219.42	1072.87	746.17
现金比率[%]	1086.93	824.78	359.27
利息保障倍数[倍]	2.17	19.34	30.04
EBITDA/利息支出[倍]	2.64	23.18	31.01
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.25	0.33

注：根据厦门轨道经审计的 2016-2018 年财务数据整理计算。

分析师

薛雨婷 xyt@shxsj.com
李娟 lijuan@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 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”、“该公司”或“公司”）及其发行的 17 厦门轨道债 01、17 厦门轨道债 02 与 18 厦门轨道债 01 的跟踪评级反映了 2018 年以来厦门轨道在外部发展环境、区域地位、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，2018 年以来地区经济保持稳步发展，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，能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，2018 年，公司分别获得 119.10 亿元资金拨付和 19.19 亿元财政补贴。
- **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仍很高。

主要风险：

- **资本性支出压力较大。**厦门轨道在建及拟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仍弱，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、17 厦门轨道债 02 与 18 厦门轨道债 01

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、2017 年第二期厦门轨道交通集团有限公司公司债券及 2018 年第一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”、“17 厦门轨道债 02”及“18 厦门轨道债 01”）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 2018 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、2017 年 8 月和 2018 年 8 月发行了 17 厦门轨道债 01、17 厦门轨道债 02 和 18 厦门轨道债 01，发行规模分别为 10.00 亿元、15.00 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。上述三期债券募集资金均已约定的募集资金用途全部使用完毕。

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（%）	起息日期	本息兑付情况
17 厦门轨道债 01	10.00	9	4.55	2017-07-20	正常付息
17 厦门轨道债 02	15.00	9	4.61	2017-08-08	正常付息
18 厦门轨道债 01	15.00	9	4.41	2018-08-24	尚未付息
合计	40.00	-	-	-	-

资料来源：厦门轨道

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的

大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(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，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍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。2018年末，我国城镇化率为59.58%，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，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。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。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年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。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。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲

目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

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，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

厦门市具有较强的区位及政策支持优势，2018 年以来地区经济保持稳步较快发展，产业结构逐渐调整优化，经济发展质量较高。

2018 年，厦门市经济保持稳步较快发展，全年全市实现地区生产总值 4791.41 亿元，同比增长 7.7%，增速较上年提高 0.1 个百分点。其中，第一、第二、第三产业增加值分别为 24.40 亿元、1980.16 亿元和 2786.85 亿元，同比分别增长 2.6%、8.1%和 7.5%，对地区生产总值增长的贡献率分别为 0.2%、45.2%和 54.6%；三次产业结构进一步优化调整为 0.5:41.3:58.2。按常住人口计算，2018 年厦门市人均地区生产总值为 11.80 万元。2019 年第一季度，厦门市实现地区生产总值 1114.67 亿元，较上年同期增长 8.0%。

图表 2. 2016-2018 年厦门市主要经济指标（单位：亿元，%）

指 标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	3784.25	7.9	4351.18	7.6	4791.41	7.7
规模以上工业增加值	1264.79	5.4	1437.16	8.1	1611.35	8.8
人均地区生产总值（万元）	9.73	6.3	10.97	5.5	11.80	5.2
固定资产投资	2159.81	14.4	2381.46	10.3	-	10.1
社会消费品零售总额	1283.46	9.8	1446.74	12.7	1542.42	6.6
外贸进出口总值	5091.55	-1.5	5816.04	14.3	6005.31	3.3
城镇居民人均可支配收入（元）	46254	8.6	50019	8.1	50948	9.3

资料来源：厦门市统计局

固定资产投资方面，厦门市 2018 年固定资产投资仍保持较高增速，2018 年为 10.1%，是拉动地区经济增长的主要动力。从投资领域来看，厦门市对基础设施投资力度持续加大，2018 年，主要受轨道交通项目建设推进较快影响，厦门市交通运输业投资同比大幅增长 42.0%，拉动投资增长 7.8 个百分点。而受房地产调控等因素影响，厦门市房地产开发投资整体维持低速，2018 年房地产投资增速仅为 0.5%。从投资区域来看，厦门市近年固定资产投资侧重向岛外倾斜，2018 年岛外四个区投资占全市投资总额的 75.0%，同比增长 13.3%，拉动全市固定资产投资增长 9.7 个百分点。

图表 3. 厦门市主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
基础设施	792.35	34.2	909.80	14.8	-	16.8
交通运输业	500.08	59.8	536.68	7.3	-	42.0
工业	397.72	12.2	428.62	7.8	-	12.0
房地产	765.80	-1.1	879.86	14.9	-	0.5

资料来源：厦门市统计局

房地产市场方面，厦门市近年房地产调控力度较大，商品房以去库存为主，整体开工建设力度不大。2018 年，厦门市商品房施工面积为 4343.24 万平方米，同比小幅增长 1.3%，其中商品房新开工面积为 414.56 万平方米，同比减少 31.5%。截至 2018 年末，厦门市全市商品房待售面积为 257.39 万平方米，较上年末下降 16.3%。

图表 4. 厦门市商品房建设及销售情况（单位：万平方米，%）

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速
商品房施工面积	4312.20	-0.5	4287.70	-0.6	4343.24	1.3
商品房新开工面积	548.46	-7.4	605.41	10.4	414.56	-31.5
商品房竣工面积	453.55	1.5	426.36	-6.0	-	-
商品房销售面积	528.86	-7.4	527.88	-0.2	-	-
商品房销售额（亿元）	1058.82	15.1	1192.98	12.7	-	-

资料来源：厦门市统计局

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。2018 年，公司贸易业务规模和收入继续缩减，随着轨道交通 1 号线通车运营，轨道交通票款收入对公司营业收入的贡献度大幅提升。

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。2018 年公司继续主动缩减贸易业务规模，受此影响，公司营业收入继续较大幅下滑，同时收入结构随轨道交通 1 号线通车运营发生变化。2018 年，公司实现营业收入 3.36 亿元，同比减少 33.03%，其中物资商贸业务收入为 0.36 亿元，同比减少 90.73%，占营业收入的比重较上年下降 67.39 个百分点至 10.82%；轨道交通 1 号线实现票款收入 1.31 亿元，占营业收入的比重为 38.96%，成为公司营业收入的最主要来源。此外，随着轨道交通 1 号线的开通运营，公司 2018 年新增广告、通信、商贸等附属资源收入 0.45 亿元，业务毛利率为 98.85%，是公司营业毛利的最主要来源。

轨道交通线路投建方面，该公司目前主要在建轨道交通线路包括 2 号线、3 号线、4 号线和 6 号线銮湾段，建设里程合计 127.2 公里，预计总投资为 821.2 亿元。根据厦门市发展和改革委员会对项目可行性研究报告的批复，项目资本金比例均为 40%，由厦门市财政承担。截至 2018 年末，项目已投资 415.28 亿元，到位财政资本金合计 217.40 亿元，

资本金到位情况良好。此外，公司拟建 3 号线南延伸段和 6 号线林埭西至官任站，预计总投资分别为 58.50 亿元和 115.80 亿元，建设里程分别为 7.4 公里和 15.3 公里，项目目前尚处于前期阶段，尚未获得国家发改委批复。整体来看，公司在建及拟建轨道交通项目后续资金投入需求仍很大，将持续面临较大的资本性支出压力。

图表 5. 截至 2018 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	长度	资本金比例	资本金到位金额	累计完成投资额	2019 年投资计划	预计通车时间
2 号线	313.6	41.6	40%	116.50	212.73	47.0	2019 年底
3 号线	286.2	36.7	40%	51.94	119.58	51.0	2020 年
4 号线	210.8	44.6	40%	33.18	72.32	20.0	2020 年
6 号线銮湾段	10.6	4.3	40%	15.78	10.65	2.0	—
合计	821.2	127.2	—	217.40	415.28	120.0	

资料来源：厦门轨道

由于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，与 1 号线进行同步规划、设计及开发。截至 2018 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、园博苑站温泉南、园博苑站集杏海堤北、董任南、董任北、软件园站及集美中心配套项目等，总占地面积约 42.33 公顷，项目预计总投资 67.31 亿元，截至 2018 年末累计完成投资 33.37 亿元。其中，董任南和园博苑站温泉南地块已于 2018 年完工并实现出让，由公司子公司厦门地铁置业有限公司（简称“地铁置业”）与其他厦门市属企业联合摘牌并通过合资设立项目公司对地块进行合作综合开发。具体来看，董任南站地块由地铁置业和厦门特工开发有限公司以 19.44 亿元联合摘牌，并合资成立厦门万住道房地产开发有限公司（简称“万住道公司”），注册资本 8 亿元，地铁置业持股比例为 30%；园博苑站温泉南地块由地铁置业、厦门国贸控股建设开发有限公司和厦门市特房筓筓开发有限公司以 25.39 亿元联合摘牌，并分别以 40%、40%和 20%的股比出资设立厦门新沿线联合置业有限公司（简称“新沿线置业公司”），注册资本 5 亿元。项目后续投融资以项目公司自主融资为主，公司将按出资比例享有项目综合开发收益。

物资商贸业务方面，该公司物资商贸业务原为公司营业收入的主要来源，贸易产品以钢材为主，近年受宏观经济下行等因素影响，公司贸易业务出现一定规模坏账，为控制业务经营风险，公司物资商贸业务规模和收入逐年大幅缩减，目前物资商贸业务以钢支撑租赁为主，收入规模很小，但受钢支撑租赁业务毛利率较高且近年对物资商贸业务收入贡献度持续提高，公司物资商贸业务毛利率逐年较大幅上升。2018 年，公司物资商贸业务收入为 0.36 亿元，业务毛利率为 58.68%，较上年提高 46.66 个百分点。同期，公司计提的资产减值损失为 0.33 亿元；截至 2018 年末，公司应收账款累计计提坏账准备 1.80 亿元。

管理

跟踪期内，该公司在产权结构、内部管理制度等方面未发生显著变化。

跟踪期内，该公司董事会人员增加 2 名至 8 名，包括 1 名职工董事；同时由于原厦门市国资委委任的监事离职，厦门市国资委尚未重新委派监事，公司目前监事会仅有 2 名职工监事到位。公司在产权结构、法人治理结构等方面未发生显著变化，截至 2018 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。

根据该公司本部 2019 年 5 月 17 日《企业信用报告》，公司本部 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。根据公司子公司物资公司 2019 年 5 月 17 日《企业信用报告》，物资公司 2016 年 8 月 21 日存在一笔 1.46 万元的欠息记录，于 2016 年 8 月 22 日结清。根据该笔贷款银行出具的说明文件，由于 2016 年 8 月 21 日（周日）为系统结息日，物资公司账户余额不足导致未全额扣息。除此之外，公司本部及下属主要子公司贷款均正常，整体信用状况良好。根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、中国执行信息公开网等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2019 年 5 月末，公司未存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，该公司持续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，资产负债率维持在较低水平。公司债务期限结构仍合理，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仍很高。

1. 公司财务质量

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 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。

2018 年该公司合并范围未发生变化，截至 2018 年末，公司合并范围内一级子公司仍为 3 家。

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。2018 年末，公司负债总额同比增长 51.20% 至 99.82 亿元。但受益于厦门市国资委对公司的持续增资，公司资产负债率维持在较低水平，2018 年末公司资产负债率为 14.91%，较上年末上升 1.93 个百分点。

该公司负债仍以非流动负债为主，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，2018 年末，公司长短期债务比为 459.01%。从负债构成来看，公司负债仍主要集中于刚性债务、专项应付款和应付账款，2018 年末占负债总额的比重分别为 52.14%、29.87% 和 11.57%。其中刚性债务余额为 52.04 亿元，较 2017 年末增加 16.50 亿元，主要系公司于 2018 年发行了一期 15.00 亿元企业债；专项应付款余额为 29.82 亿元，较上年末增加 10.93 亿元，主要为财政拨付的轨道交通及配套项目建设专项资金；应付账款主要为应付轨道交通项目建设工程款及质保金，2018 年随着轨道交通项目建设的集中投入，年末应付账款余额较上年末增加 3.66 亿元至 11.55 亿元。

2018 年末，该公司刚性债务主要包括待偿还本金为 40.00 亿元的企业债券及银行借款余额 11.30 亿元。从承债主体来看，公司刚性债务基本集中于公司本部，除 0.30 亿元短期借款的借款主体为下属物资公司外，其余刚性债务承债主体均为公司本部。从银行借款方式来看，公司银行借款以质押借款为主，2018 年末，公司信用借款和质押借款余额分别为 2.00 亿元和 9.00 亿元，质押物为公司在建的轨道交通 3 号线工程项目所有的票款收费权及其项下应收账款或收入账户以及账户内的资金。

截至 2018 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 15 起，涉诉金额共计 1.95 亿元，存在一定或有损失风险。

(2) 现金流分析

该公司轨道交通运营及贸易等主营业务资金回笼能力较强，但受成本支出规模相对较大等因素影响，公司经营活动现金流呈较大额净流出，2018 年，公司营业收入现金率为 168.10%，经营活动产生的现金流量净额为-8.30 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。2018 年，公司投资性现金净流量为-147.67 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，2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 119.23 亿元。

受益于利润总额的增加，该公司 2018 年 EBITDA 大幅增长，EBITDA 对利息支出的覆盖程度进一步提高。2018 年，公司 EBITDA 为 14.64 亿元，较上年增加 9.46 亿元；EBITDA 对利息支出的覆盖倍数较上年增加 7.83 倍至 31.01 倍。

(3) 资产质量分析

跟踪期内，该公司持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，2018 年末，公司所有者权益同比增长 28.76% 至 569.78 亿元。同时，随着轨道交通项目建设的不断推进，公司资产规模快速增加，2018 年末公司资产总额同比增长 31.68% 至 669.60 亿元。

从资产构成来看，该公司资产仍以非流动资产为主，2018 年末，公司非流动资产占资产总额的比重为 80.10%。公司非流动资产仍主要集中于在建工程、固定资产和其他非流动资产，2018 年末占非流动资产的比重分别为 84.90%、9.45% 和 5.41%。公司在建工程主要为在建的轨道交通项目，2018 年以来随着轨道交通项目的集中投入，公司年末在建工程余额同比增长 52.23% 至 455.38 亿元，其中 1 号线虽已开通运营，但由于尚未完

成竣工核算，建设成本仍在在建工程科目核算；公司固定资产仍主要为房屋及建筑物，2018 年末固定资产较上年末增加 15.14 亿元至 49.87 亿元，主要系厦门市政府将快速公交系统嘉庚枢纽站等 3 个枢纽站资产合计 8.98 亿元注入公司，此外，根据厦财函企(2018) 1 号文，公司固定资产中土建设施和轨道资产暂不计提折旧；公司其他非流动资产仍主要为预付轨道交通工程和设备款，2018 年末为 29.04 亿元。

该公司流动资产主要集中于货币资金、存货、其他流动资产和其他应收款，2018 年末占流动资产的比重分别为 48.13%、20.68%、16.76%和 13.58%。其中，货币资金余额为 64.14 亿元，受限资金为 103.61 万元，现金比率为 359.27%，公司货币资金储备充裕，可对即期债务偿付提供很强保障；公司存货主要为地铁项目配套项目的开发成本，近年随着配套项目的持续投入，存货余额逐年增加，2018 年末为 27.56 亿元，其中地铁配套项目的开发成本为 21.47 亿元；公司其他流动资产主要为增值税留抵税额和待抵扣进项税额，2018 年末其他流动资产为 22.33 亿元，其中增值税留抵税额和待抵扣进项税额分别为 17.41 亿元和 4.18 亿元；公司 2018 年末其他应收款较上年末大幅增加 17.66 亿元至 18.10 亿元，主要为新增对轨道沿线房地产开发项目联营企业新沿线置业公司和万住道公司的代垫土地款，2018 年末余额分别为 11.12 亿元和 6.22 亿元。

(4) 流动性/短期因素

2018 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 746.17%和 591.31%，流动资产对流动负债的覆盖程度较上年有所减弱，但仍处于较高水平，且公司流动资产以可动用货币资金为主，整体资产流动性较强。同期末，公司货币资金余额为 64.14 亿元，现金比率为 359.27%，公司货币资金储备充裕，可为即期债务偿付提供很强保障。

截至 2018 年末，该公司受限资产主要为受限货币资金，受限货币资金账面价值为 103.61 万元，全部为保证金。此外，公司将在建的轨道交通 3 号线工程项目所有的票款收费权及其项下应收账款或收入账户以及账户内的资金用于质押以获取银行借款，2018 年末，公司质押借款余额为 9.00 亿元。

3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司继续主动缩减贸易业务规模，受此影响，公司营业收入继续较大幅下滑，同时随着轨道交通 1 号线的开通运营，轨道交通票款收入成为公司营业收入的最主要来源，但受轨道交通公益性属性导致业务大额亏损影响，公司毛利率大幅下滑，综合毛利亏损程度进一步加重。2018 年，公司实现营业收入 3.36 亿元，同比减少 33.03%；综合毛利率为-104.75%，较上年下降 73.65 个百分点。

该公司期间费用仍主要为管理费用，2018 年受 1 号线开通运营影响，公司管理费用大幅增加，同时受营业收入下滑影响，公司期间费用率显著升高，期间费用对利润的侵蚀程度明显加重。2018 年，公司期间费用为 1.15 亿元，同比增长 152.28%，其中，管理费用为 1.10 亿元，较上年增加 0.83 亿元；同期，期间费用率为 34.20%，较上年上升 25.12 个百分点。

该公司主营业务盈利能力仍偏弱，且近年贸易业务相关坏账损失规模相对较大，净利润水平仍对政府补助的依赖度高。2018 年，公司资产减值损失为 0.33 亿元，营业利润

为-0.87 亿元。2018 年，公司获得政府补助规模大幅增加，其中包括新增对轨道交通 1 号线经营亏损补助 3.00 亿元，受益于此，公司净利润水平大幅提升。2018 年，公司获得的政府补助为 19.19 亿元，较上年增加 12.56 亿元；净利润为 14.19 亿元，较上年增加 9.97 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，2018 年轨道交通运营业务收入成为公司营业收入的最主要来源，业务资金回笼能力较强。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付的轨道交通项目资本金，资本实力进一步提升，资本负债率维持在较低水平，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

作为厦门市轨道交通投建及运营的唯一主体，该公司可持续获得厦门市政府在轨道交通项目资本金拨付及政府补助等方面的大力支持。2018 年，公司获得厦门市政府拨付轨道交通项目资金 119.10 亿元，获得政府补助 19.19 亿元。

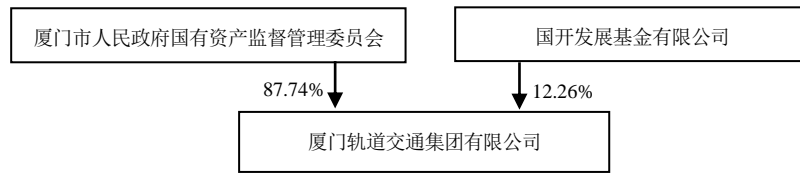
此外，该公司具有良好的信用记录，与各大金融机构建立了长期良好的合作关系，间接融资渠道畅通，截至 2019 年 3 月末，公司共获得金融机构授信总额为 652.51 亿元，尚未使用授信额度为 599.51 亿元。

跟踪评级结论

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，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。2018 年，公司继续主动缩减贸易业务规模，受此影响，公司营业收入继续较大幅下滑，同时随着轨道交通 1 号线的开通运营，轨道交通运营收入成为公司营业收入的最主要来源。跟踪期内，公司仍持续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，资产负债率维持在较低水平，此外，公司收到的政府补助大幅增加，净利润水平大幅提升。公司债务期限结构仍合理，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仍很高。

附录一：

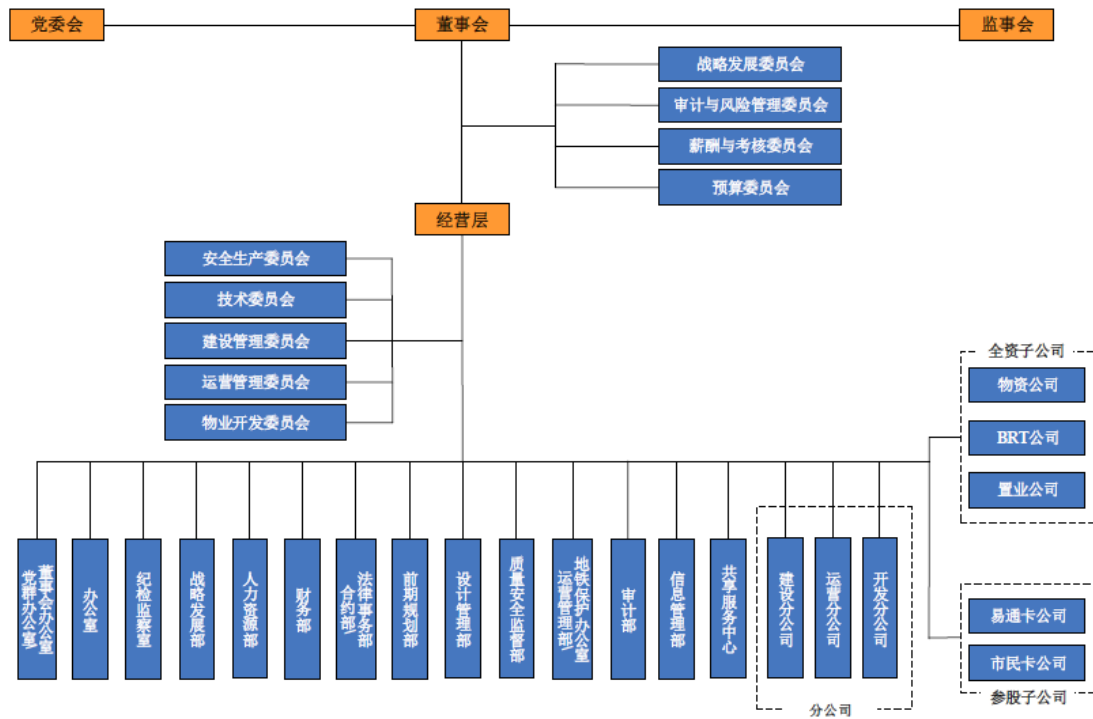
公司与实际控制人关系图



注：根据厦门轨道提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



资料来源：厦门轨道（截至 2018 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]	2016年	2017年	2018年
资产总额[亿元]	395.43	508.52	669.60
货币资金[亿元]	132.08	100.88	64.14
刚性债务[亿元]	5.10	35.54	52.04
所有者权益[亿元]	330.56	442.50	569.78
营业收入[亿元]	29.22	5.01	3.36
净利润[亿元]	4.04	4.21	14.19
EBITDA[亿元]	5.18	5.18	14.64
经营性现金净流入量[亿元]	3.47	-0.21	-8.30
投资性现金净流入量[亿元]	-94.56	-130.51	-147.67
资产负债率[%]	16.40	12.98	14.91
长短期债务比[%]	432.64	439.65	459.01
权益资本与刚性债务比率[%]	6477.37	1245.10	1094.83
流动比率[%]	1219.42	1072.87	746.17
速动比率[%]	1155.09	932.00	591.31
现金比率[%]	1086.93	824.78	359.27
利息保障倍数[倍]	2.17	19.34	30.04
有形净值债务率[%]	19.63	14.93	17.53
担保比率[%]	0.00	0.00	0.00
毛利率[%]	2.03	-31.10	-104.75
营业利润率[%]	-3.19	-15.72	-25.79
总资产报酬率[%]	1.41	0.96	2.41
净资产收益率[%]	1.72	1.09	2.80
净资产收益率*[%]	1.72	1.09	2.80
营业收入现金率[%]	130.41	392.17	168.10
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.14	-1.74	-55.15
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.27	-0.32	-10.01
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-581.18	-1,071.01	-1036.63
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-138.44	-199.76	-188.09
EBITDA/利息支出[倍]	2.64	23.18	31.01
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.25	0.33

注：表中数据依据厦门轨道经审计的 2016-2018 年财务数据整理计算。

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。