



南昌轨道交通集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20231153D-01

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，未受发行人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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，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。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023年5月12日

发行人

南昌轨道交通集团有限公司

本期债项评级结果

南昌轨道交通集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第一期)
(品种一) **AAA**南昌轨道交通集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第一期)
(品种二) **AAA**

发行要素

本期债券发行规模为不超过 10 亿元 (含 10 亿元), 分为两个品种 (两个品种之间可全额双向互拨)。品种一为 3 年期固定利率债券, 品种二为 5 年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权, 回拨比例不受限制, 发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况, 在总发行规模内, 由发行人和簿记管理人协商一致, 决定是否行使品种间回拨选择权, 即减少其中一个品种的发行规模, 同时对另一品种的发行规模增加相同金额, 单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。本期债券采用单利按年计息, 不计复利, 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。募集资金扣除发行费用后, 拟全部用于偿还公司有息债务。

评级观点

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, 近年来经济财政实力逐年增强, 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”、“发行人”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。另外, 公司在建项目量充足且每年均有一定规模项目投资支出, 业务可持续性很强。同时, 需关注公司控股股东发生变更、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。

正面

- **区域发展环境向好。**南昌市作为江西省的省会城市, 近年来经济财政实力逐年增强, 且居于江西省首位; 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。
- **有力的外部支持。**公司作为南昌市唯一的轨道建设和运营主体, 得到了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。
- **公司业务可持续性很强。**截至 2023 年 3 月末, 公司在建轨道项目投资规模较大, 且每年均有一定规模的项目投资支出, 业务可持续性很强。

关注

- **公司控股股东发生变更。**截至目前, 公司控股股东由南昌市国有资产监督管理委员会 (以下简称“南昌市国资委”) 变更为南昌市交通投资集团有限公司 (以下简称“南昌交投”), 后续需关注控股股东变更后对公司的职能定位及支持情况可能发生的变化及对公司未来经营和整体信用状况的影响。
- **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。
- **公司债务规模增长较快且后期建设资金需求较大, 面临一定的投融资压力。**截至 2023 年 3 月末, 公司总债务为 516.19 亿元, 近年来债务规模增长较快; 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: 程 成 chcheng@ccxi.com.cn

项目组成员: 张 悦 yzhang03@ccxi.com.cn

评级总监:

电话: (027)87339288

财务概况

南昌轨道（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计（亿元）	919.64	1,060.67	1,118.30	1,135.52
经调整的所有者权益合计（亿元）	467.25	512.35	528.84	531.92
负债合计（亿元）	447.42	543.35	589.46	603.60
总债务（亿元）	387.98	452.21	499.30	516.19
营业总收入（亿元）	19.29	35.73	29.94	2.82
经营性业务利润（亿元）	4.54	11.15	3.51	2.30
净利润（亿元）	5.07	15.81	1.22	0.67
EBITDA（亿元）	5.57	12.13	3.55	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.68	0.60	7.78	-2.67
总资本化比率(%)	45.37	46.88	48.56	49.25
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.62	1.51	0.52	-

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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 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，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；3、公司 2023 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，将长期应付款和其他权益工具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、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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

发行人概况

公司前身为南昌轨道交通有限公司，于 2008 年 10 月 6 日由南昌市国资委作为出资人组建，初始注册资本 15,000 万元，后经过多次增资，截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 26.15 亿元。

2022 年 6 月 29 日，公司发布了《南昌轨道交通集团有限公司关于控股股东发生变更的公告》（以下简称“《公告》”）。《公告》称，南昌市人民政府同意将南昌市国资委持有的南昌轨道整体划归南昌市交通投资集团有限公司（以下简称“南昌交投”）管理。目前公司已办理完成相关工商变更手续，南昌交投现持有公司 100% 股权，为公司控股股东，南昌市国资委仍为公司实际控制人。公司是南昌市唯一的轨道建设及运营主体，业务涉及轨道交通项目的投融资以及轨道交通项目周边相关资产经营管理和商品销售业务等。

表 1：截至 2023 年 3 月末公司主要的一级子公司情况（亿元、%）

全称	简称	持股比例	截至 2023 年 3 月末			2022 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
南昌轨道交通资产经营有限公司	资产经营公司	100	12.14	4.39	63.88	4.76	-0.10
南昌轨道交通地产开发有限公司	轨道地产	100	27.48	23.30	15.20	0.70	0.12
南昌市金轨国有资产运营有限责任公司	金轨国资	100	149.00	147.61	1.00	1.43	0.25
南昌地铁电视有限公司	电视公司	51	0.13	0.11	13.35	0.09	0.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

发行条款

公司本次公司债券发行总额不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元），拟分期发行。本期债券发行规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元），分为两个品种（两个品种之间可全额双向互拨），品种一为 3 年期固定利率债券，品种二为 5 年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司有息债务。

发行人信用质量分析概述

区域环境

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。南昌地处中国华东地区、江西省中部偏北，是江西省的政治、经济、文化、科教和交

通中心，是中国唯一一个毗邻长江三角洲、珠江三角洲和海峡西岸经济区的省会中心城市。截至 2022 年末，南昌市总面积为 7,195 平方千米，辖六区三县、三个国家级开发区及湾里管理局，常住人口为 653.81 万人，同比增长 1.56%。

近年来南昌市各项经济指标均排在江西省首位，其中 2022 年实现地区生产总值（GDP）7,203.50 亿元，按可比价格计算较上年增长 4.1%，遥遥领先于其他地市，居“2022 年全国城市 GDP 百强榜”第 36 位，较 2021 年提升 2 位；同年，南昌市人均 GDP 为 11.10 万元，同比增长 1.8%，居省内各地级市首位。国家发改委于 2022 年 2 月印发的《长江中游城市群发展“十四五”实施方案》（以下简称“《实施方案》”）称，长江中游城市群发展要彰显江西、湖北、湖南三省优势和特色，以培育发展现代化都市圈为引领，优化多中心网络化城市群结构，提升综合承载能力，打造长江经济带发展和中部地区崛起的重要支撑、全国高质量发展的重要增长极、具有国际影响力的重要城市群。《实施方案》有助于推动江西省以及大南昌都市圈发展，突出中心城市带动、都市圈引领和三圈联动，南昌市作为大南昌都市圈“一核”的组成部分，未来将加快打造都市圈经济中心、金融中心、科技创新中心、品质消费中心和高端服务业发展中心，培育富有国际竞争力的先进制造业和现代服务业融合发展先行区、长江中游城市群幸福产业品质化发展优势区，建设对接沪昆、京九高铁经济带的战略枢纽，南昌市未来发展迎来新机遇。

表 2：2022 年江西省各地级市经济及财政概况（亿元）

地区	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入
江西省	32,074.70	4.70%	2,948.30
南昌市	7,203.50	4.10%	457.68
赣州市	4,523.63	5.20%	306.06
九江市	4,026.60	4.30%	303.40
宜春市	3,473.12	5.30%	277.50
上饶市	3,309.70	5.10%	250.90
吉安市	2,750.33	5.10%	190.87
抚州市	1,945.62	5.00%	136.40
新余市	1,252.15	4.80%	88.90
鹰潭市	1,237.55	4.90%	100.28
景德镇市	1,192.19	4.70%	94.00
萍乡市	1,160.33	2.00%	107.11

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为南昌市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入稳步提升，但自给度处于较低水平，且税收收入及占比呈持续下降态势；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，具有一定波动性。再融资环境方面，截至 2022 年末，南昌市地方政府债务余额为 1,481.7 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 3：近年来南昌市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	5,745.51	6,650.53	7,203.50
GDP 增速（%）	3.60	8.70	4.10
人均 GDP（万元）	9.27	10.48	11.10
固定资产投资增速（%）	8.80	11.10	7.60

一般公共预算收入 (亿元)	483.90	484.84	457.68
政府性基金收入 (亿元)	626.00	411.05	354.50*
税收收入占比 (%)	76.50	71.05	60.26
公共财政平衡率 (%)	57.73	55.73	48.74

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%；2、南昌市目前仅公布 2022 年 1~11 月政府性基金收入数据，上表中以*标注。

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，南昌轨道的业务状况较好，首先公司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、运营以及轨道交通项目周边相关资产管理等，具有很强的业务竞争力；2022 年公司新增代建业务收入，成为当年营业收入主要来源，此外线路运营业务和资源开发业务稳步发展，但受线路运营业务的强公益性影响，公司营业毛利率为负，整体来看公司业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，2022 年以来公司已暂停原油贸易业务运营，且该业务存在涉诉案件，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；同期公司新增代建业务收入使得 2022 年公司整体收入结构发生较大变化，后续需关注代建项目持续性及回款情况。

表 4：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况 (亿元、%)

	2020 年			2021 年			2022 年		
	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	8.62	44.66	10.09	27.78	77.74	1.69	4.70	15.71	10.39
资源开发业务	8.46	43.84	50.30	4.31	12.07	75.78	3.74	12.48	65.07
线路运营业务	1.65	8.55	-194.63	3.35	9.38	-125.56	5.10	17.02	-83.19
代建业务	-	-	-	-	-	-	14.95	49.95	0.86
其他业务	0.57	2.94	8.57	0.29	0.81	46.08	1.45	4.84	28.55
营业收入/营业毛利率	19.29	100.00	10.17	35.73	100.00	-0.95	29.94	100.00	-2.60
其他收益		5.04			14.43			7.28	

注：2020 年、2021 年营业收入分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年营业收入采用了 2022 年审计报告期末数；由于公司未提供 2023 年一季度财务报表附注，故未列示 2023 年一季度各业务板块收入情况。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

轨道建设业务

公司是南昌市轨道线路投资建设及运营管理的唯一主体，业务竞争力很强；在建轨道线路投资规模较大，每年均有一定规模的项目投资支出，业务可持续性很强，但后续仍需关注项目资本金到位情况以及公司的资本支出压力。

公司轨道建设业务的运营主体为公司本部，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，南昌轨道交通 3 号线 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。该线路分为公司自建 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；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 5：截至 2023 年 3 月末公司已通车试运营轨道线路情况（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	已完成投资
1 号线一期	200.32	28.80	2011.05~2015.12	40%	80.13	80.13	211.06
2 号线一期	159.74	23.78	2013.11~2019.06	41%	65.49	65.49	157.81
2 号线南延线	42.64	8.50	2014.08~2017.08	41%	17.48	17.48	28.84
3 号线	215.85	28.50	2015.12~2020.12	20%	31.41	31.41	91.56
4 号线一期	308.30	40.02	2017.12~2021.12	25%	77.08	69.88	173.51
合计	926.85	129.60	-	-	271.59	264.39	662.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2023 年 3 月末公司在建轨道线路项目情况（公里、亿元）

线路名称	起止位置	里程	建设期间	总投资	资本金比例	已到位资本金	已完成投资	投资计划		
								2023	2024	2025
1 号线北延	起自昌北机场站，终止于 1 号线一期起始站双港站（不含该站）	16.97	2021.9.24~2025.6.30	109.60	40%	0.00	13.17	29.64	29.37	26.66
1 号线东延	起自 1 号线一期终点站瑶湖西站（不含该站），终止于麻丘站	4.36	2021.9.24~2025.6.30	24.65	40%	0.00	3.97	5.00	6.00	3.35
2 号线东延	起自 2 号线一期站点辛家庵站（不含该站），终止于南昌东站	10.42	2021.9.24~2025.6.30	106.76	40%	0.00	13.79	33.78	18.71	24.55
合计	-	31.75	-	241.01	-	0.00	30.93	68.42	54.08	54.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

轨道运营业务

公司目前运营线路较少，尚未形成路网效应，未来运营效益仍需关注；由于轨道交通具有较强的公益性，线路运营收入难以覆盖运营成本，主要靠政府拨付的运营补贴弥补亏损。

公司轨道运营业务由公司本部负责，截至 2023 年 3 月末，公司已开通试运营的轨道线路有 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”。待上述轨道线路正式运营后，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 7：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）
2020	1.35	36.92	2.70
2021	2.10	74.43	3.62
2022	1.91	52.42	3.06
2023.1~3	0.63	69.88	1.05

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

随着地铁线路的增加及覆盖范围的逐步扩大，近年来公司客运总量及票务收入呈波动上升趋势。运营成本方面，2020~2022 年和 2023 年 1~3 月，南昌轨道线路运营成本分别为 9.88 亿元、9.78 亿元、14.22 亿元和 3.31 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，随着运营线路的增加，近年来运营成本持续上升。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，2020~2022 年，公司分别收到南昌市政府地铁运营补贴 1.79 亿元、3.99 亿元、2.48 亿元，2023 年 1~3 月尚未收到地铁运营补贴。

总体来看，近年来随着运营线路以及客运量的增长，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

得益于地铁运营的资源优势，公司开展的资源开发业务对营业收入形成有益补充，且该业务盈利能力处于较高水平；但未来物业管理及租赁收入受房地产市场波动等因素影响存在一定不确定性。

公司资源开发业务主要由子公司资产经营公司、轨道地产和金轨国资等经营，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 2023 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，截至 2023 年 3 月末，地铁大厦可供出租面积为 7.50 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 29.60 亿元和 22.66 亿元，累计分别实现销售收入 27.88 亿元和 18.10 亿元，累计分别确认投资收益 1.68 亿元和 0.31 亿元。其他地铁上盖物业项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司主要在建地铁上盖物业项目为 1 号线中山路良友地块，项目总投资约 0.06 亿元，已完成投资 0.003 亿元；同期末公司主要拟建地铁上盖物业项目计划总投资 18.30 亿元，为南路站地块开发项目、中山西路滕王阁酒店项目、丁公路南站地块项目和丁公路北站地块项目。

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。金轨国资与南昌市财政局市直属行政事业单位国有资产管理中心（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 2023 年 3 月末，金轨国资持有房产面积 77.93 万平方米，房产出租率为 89%，房产月租金为 16.31 元/平方米；拥有土地使用权面积 181.33 万平方米，出租率为 97.02%，月租金为 2 元/平方米；2022 年和 2023 年 1~3 月金轨国资分别实现资产委托经营收益 1.43 亿元和 0.35 亿元。

此外，2022 年公司实现上盖物业出让收入 1.04 亿元，主要系公司当年出让桃湖村 1 号线拆迁安置小区地铁配套用房 6#楼、东湖区房地产经营公司八一馆地块、师大南路站东侧地块部分私户所得出让收入，受市场行情影响，该业务收入较上年同期有所下滑，未来需关注该业务的持续性。公司广告业务主要由资产经营公司及电视公司负责运营，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。

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

2022 年公司新增代建业务收入，当期收入主要来源于艾溪湖隧道工程项目，对公司当年营业总收入形成较大补充，但公司代建项目储备不足，项目持续性及回款情况值得关注。

代建业务主要由公司本部负责，目前主要负责项目包括艾溪湖隧道工程项目和东祥路、东岳四路提升改造工程项目。

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，截至 2023 年 3 月末该项目已完工，实际完成投资 18.13 亿元，其中南昌市财政局已拨付资本金 4 亿元，已确认收入 14.58 亿元。

针对东祥路、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”）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 2023 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。

此外，公司拟建项目为高铁站站前广场下沉广场土建工程，计划总投资 0.20 亿元。整体来看代建项目尚需投资规模较小，项目储备量很低，艾溪湖隧道项目仍有近 10.58 亿元款项待回收，需持续关注代建项目的持续性及回款情况。

商品销售业务

商品销售业务对公司业务结构多元化起到一定的改善作用，但其中原油贸易业务毛利较低，且存在涉诉案件，尚有部分款项未收回，2022 年以来公司已暂停该业务运营，使得 2022 年公司整体收入结构发生一定变化，后续需关注相关涉诉案件款项的回收情况。

商品销售业务主要由子公司资产经营公司负责运营，贸易品种主要包括混凝土、钢材和原油等。资产经营公司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。

原油贸易业务为公司 2021 年新设业务，销售方式基本采用先款后货的方式，由下游客户向资产经营公司提出购货需求（数量），资产经营公司向上游供应商询问价格及到港时间，资产经营公司根据进货价在进价基础上增加利润后反馈给下游客户，下游客户认可价格和时间后与资产经营公司签约并支付预付款，同时资产经营公司和上游供应商签约并支付全款。货到港后上游供

应商通知资产经营公司，资产经营公司通知下游客户，结算完尾款后开提单给下游客户提货。仓储费用发生期间为货到仓库直至下游客户实际提货之日，由资产经营公司将仓储费用计入油价“一票制”开给下游客户。由于该业务规模较大且获利水平较低，使得公司 2021 年营业收入同比大幅上升，但盈利水平大幅下降。2022 年以来，受公司业务规划调整影响，已暂停原油贸易业务，但目前仍存在两笔涉诉案件，分别为子公司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”）诉被告中油广西田东石油化工总厂有限公司（以下简称“田东公司”）、中油广西田东石油化工总厂销售有限公司（以下简称“田东销售公司”）合同纠纷一案，以及子公司南昌轨道交通资产经营有限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，截至 2022 年末上述案件待收回款项分别为 2.00 亿元和 2.63 亿元，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，且供应商客户集中度较高将使其面临一定的业务波动风险；同时原油贸易业务的暂停，对公司整体收入规模和结构造成一定冲击。

表 8：2022 年商品销售业务主要供应商/客户情况（万元、%）

供应商	采购金额	占比
江西省出版传媒集团有限公司供应链分公司	17,975.89	45.93
中铁物贸集团深圳有限公司	10,580.43	27.03
湖口县柏年新材料有限公司	1,011	2.58
九江如翼新材料有限公司	858	2.19
湖口启祥铸造材料有限公司	687	1.76
合计	31,112.32	79.49
客户名称	销售金额	占比
中铁十一局集团城市轨道交通工程有限公司	6,253.88	13.44
中铁二局集团有限公司 1 号线北延及 2 号线东延项目部	5,820	12.51
中铁五局集团有限公司	5,402.17	11.61
中铁一局集团城市轨道交通工程有限公司	3,893.95	8.37
中铁五局集团第一工程有限责任公司	3,188.17	6.85
合计	24,558.17	52.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

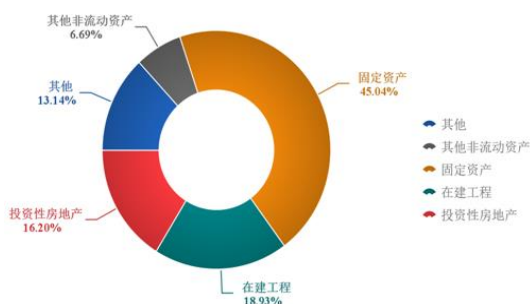
中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，主要系受益于政府的大力支持，近年来公司所有者权益持续增长，具备极强的资本实力；但随着轨道交通项目建设工程的逐步推进，公司债务规模亦将持续增长，现阶段公司财务杠杆率处于适中水平，资本结构尚可，同时公司经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力有待提升。

资本实力与结构

公司资产规模保持稳步增长趋势，资产收益性尚可，但流动性不足，整体资产质量一般；公司债务规模持续上升，财务杠杆率处于适中水平，债务结构较为合理，符合轨道运营回收周期较长的业务特点。

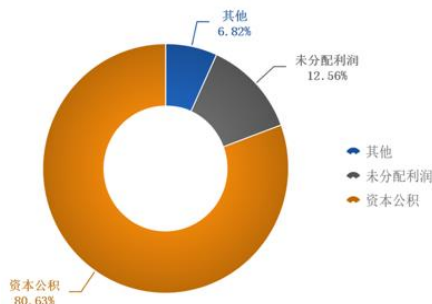
作为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，公司地位重要，近年来随着轨道建设的持续推进，公司资产规模保持稳步增长态势，资产主要由轨道建设业务开展过程中形成的在建工程、固定资产以及投资性房地产等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重接近 90%。其中，在建工程主要为处于试运营及建设阶段的轨道项目，项目完工且试运营期结束后则转入固定资产；投资性房地产主要为子公司金轨国资、轨道地产和公司本部持有的房屋、建筑物及土地使用权。从资产流动性来看，公司资产中轨道线路工程投入与房产建筑占比较高，资产变现周期相对较长，资产流动性较弱。但从资产收益性来看，公司拥有较大规模的可用于出租的土地和房产，能够产生稳定可观的现金流，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。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司总负债主要系刚性债务，其占总负债的比例约 85%。近年来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；公司短期债务占比呈波动上升态势，但债务仍以长期为主，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。2020~2022 年受益于政府在轨道建设资本金等方面的持续支持，公司资本公积持续增长，带动经调整的所有者权益¹稳步攀升；截至 2022 年末，公司资本公积较上年末增加 20.60 亿元，主要系收到南昌财政局转入轨道交通专项债所致。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：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	919.64	1,060.67	1,118.30	1,135.52
经调整的所有者权益合计	467.25	512.35	528.84	531.92
总债务	387.98	452.21	499.30	516.19
短期债务占比	13.05	22.87	15.30	10.60
资产负债率	48.65	51.23	52.71	53.16
总资本化比率	45.37	46.88	48.56	49.25

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 10：截至 2023 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	3.99%	291.20	30.81	50.92	209.47

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 2022 年末及 2023 年 3 月末调整项金额均为 0 亿元。

债券融资	3.58%	159.70	40.00	61.70	58.00
非标融资	4.35%	64.95	5.22	12.34	47.39
应付票据	-	0.34	0.34	-	-
合计	-	516.19	76.37	124.96	314.86

注：1 年以内到期债务与短期债务数据不符，主要系将债券回售考虑在内。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

近年来公司短期债务占比呈波动下降趋势，债务以长期债务为主，期限结构较为合理；但公司经营获现能力一般，利息覆盖能力较弱；同时，公司经营周转及债务偿还均对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

近年来受公司商品销售业务以及代建业务回款进度影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入的匹配度有所波动，收现比呈现波动下降态势。2020~2021 年公司经营活动净现金流虽呈现净流入状态但规模较小，对利息的保障能力持续较弱；2022 年经营活动净现金流同比大幅增长，主要系公司 2021 年新增原油贸易等大宗商品业务使得采购商品资金支出规模较大，2022 年公司暂停原油贸易业务故相关资金支出大幅减少所致，当期经营活动净现金流能够对利息进行有效覆盖。

公司 EBITDA 主要由利润总额构成，但由于利润总额对政府补助的依赖性较强，而 2022 年政府补助及经营性业务利润较上年大幅减少，使得当年公司 EBITDA 同比大幅下降，无法对利息进行有效覆盖。

此外，随着公司债务结构持续调整，近年来公司短期债务规模及占比均呈波动下降趋势，但由于货币资金的减少，公司仍面临较大的短期偿债压力，资金缺口对外部融资的依赖性较高。考虑到公司在金融市场良好的认可度，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，可通过银行续贷、借新还旧等方式为偿债资金形成有力补充。

表 11：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.68	0.60	7.78	-2.67
收现比（X）	0.67	1.18	0.42	1.17
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.30	0.07	1.13	-
EBITDA	5.57	12.13	3.55	-
EBITDA 利息覆盖倍数	0.62	1.51	0.52	-

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产包括 55.00 亿元固定资产、3.95 亿元存货、0.64 亿元应收账款和 0.14 亿元货币资金，占当期末总资产的 5.26%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保事项。此外，同期末，公司涉及 2 笔重大未决诉讼，其中，子公司南昌轨道交通资产经营有限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

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】由南昌市中级人民法院于 2021 年 12 月 22 日立案和进行财产保全，正在等待开庭审理中；案涉标的 263,207,534.25 元。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 2022 年 12 月 31 日，供应链公司收回前述部分款项，仍有 2.00 亿元未收回。中诚信国际将持续关注该事项的进展。

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 2023 年 4 月 10 日，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。

假设与预测²

假设

——2023 年，公司仍作为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，没有显著规模的资产划入和划出。

——2023 年，由于公司代建项目储备量很低，预计代建业务收入将大幅减少，此外其他各业务板块稳步发展，贸易业务收入预计将随着规模扩张而有所增长，整体来看营业总收入预计有所下滑。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计约 60~70 亿元，暂无股权类投资计划。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资约 140~170 亿元。

预测

表 12：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率 (%)	46.88	48.56	46.13~58.27
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.51	0.52	0.49~0.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

近年来公司经营活动净现金流保持小幅净流入状态，2022 年末公司可动用账面资金为 19.83 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

额为 1,132.56 亿元，尚未使用授信额度为 690.40 亿元，备用流动性较为充足。此外，公司作为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，可持续获得政府的资金支持；目前公司在手债券批文有 15 亿元额度未使用，后续需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于轨道项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要为在建轨道项目建设，资金需求约 70 亿元。截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务为 76.39 亿元，且 2023 年为公司债务到期高峰，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司积极履行社会责任，治理结构较优，内控制度较为完善，目前公司 ESG 综合表现水平较好，ESG 对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司的轨道建设业务可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管严重处罚。

社会方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，体现了国企社会责任和担当，社会因素表现较好。

治理方面，南昌轨道战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时。但近年来曾出现董事长因涉嫌严重违纪违法事项被免职的情况，公司合规性有待进一步提升。

外部支持

中诚信国际认为，南昌市政府对公司的支持能力很强，主要体现在以下方面：

南昌市作为江西省省会、环鄱阳湖城市群核心城市以及国务院批复确定的中国长江中游地区重要的中心城市，经济体量处于全省领先地位，近三年南昌市 GDP、一般公共预算收入均保持稳步增长态势，《长江中游城市群发展“十四五”实施方案》的推出亦将对南昌市经济发展形成重要推动力，对南昌市财政实力形成有力支撑。随着大南昌都市圈一体化进程逐步推进，南昌市政府的资金需求和政府融资规模将进一步增加，截至 2022 年末，南昌市地方政府债务余额为 1,481.7 亿元，广义债务率处于全国中上游水平，后续需关注政府债务偿付情况及其可能带来的系统性风险。

同时，南昌市政府对公司的支持意愿很强，主要体现在以下方面：

- 1) 区域重要性很强：公司定位为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，业务区域专营性和区域重要性很强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司实际控制人为南昌市国资委，并根据市政府意图承担轨道工程等重大项目投融资任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。

³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。

3) 过往支持力度大: 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。

表 13: 截至 2022 年末南昌主要市级类平台比较 (亿元、%)

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
南昌市建设投资集团有限公司	南昌市国资委 82.18%	南昌市重要的基础设施建设主体, 主要负责南昌市市政道路、隧道、高架桥和配套设施等基础设施建设	1,388.83	410.21	70.46	37.54	2.55	420.20
南昌市产业投资集团有限公司	南昌市人民政府 91.04%	南昌市级最重要的产业投资和国有资产运营主体, 负责南昌市级层面的工业产业引导与投资	817.46	394.51	51.74	81.02	1.28	128.00
南昌市政公用集团有限公司	南昌市国资委 90%	南昌市最重要的公用事业和国有资产运营主体	1,592.59	499.89	68.61	589.72	11.69	646.00
南昌市交通投资集团有限公司	南昌市国资委 90%	南昌市重要的国有资本投资运营主体, 以城市交通和文旅为主业	2,682.55	1,009.38	62.37	825.48	8.86	237.00
南昌轨道交通集团有限公司	南昌交投 100%	南昌市唯一的轨道建设及运营主体	1,118.30	528.84	52.71	29.94	1.22	266.00

注: 债券余额数据节点为 2023 年 5 月 10 日。

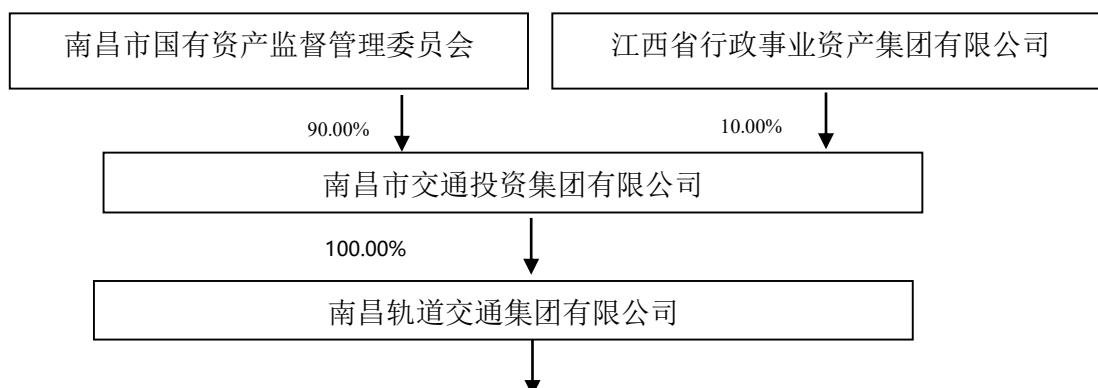
资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

综上, 中诚信国际认为, 南昌市政府对公司很强的支持能力和很强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

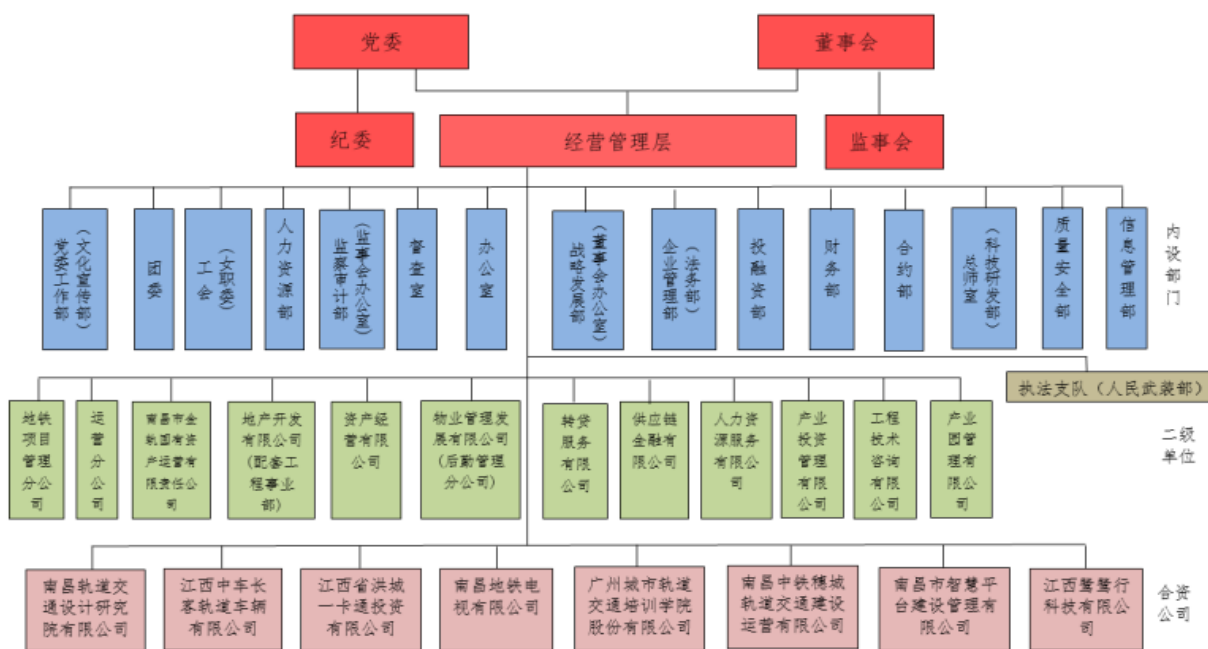
评级结论

综上所述, 中诚信国际评定“南昌轨道交通集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第一期) (品种一)”信用等级为 **AAA**; 评定“南昌轨道交通集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第一期) (品种二)”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 2023 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



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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	434,266.78	470,154.96	199,714.67	166,738.09
非受限货币资金	433,506.78	468,755.58	198,280.04	165,294.66
应收账款	60,217.42	38,454.44	183,897.55	179,771.91
其他应收款	197,233.19	403,462.39	530,408.39	567,635.16
存货	142,223.87	153,075.23	224,288.04	231,295.01
长期投资	149,286.50	185,842.22	184,124.79	184,433.26
在建工程	3,399,485.84	2,628,741.34	2,117,035.23	2,219,486.40
无形资产	1,425.48	246.90	333.20	322.93
资产总计	9,196,432.52	10,606,736.17	11,182,983.42	11,355,200.78
其他应付款	122,523.54	173,471.94	131,135.55	130,337.99
短期债务	523,332.66	1,034,387.64	763,926.97	546,906.00
长期债务	3,373,585.13	3,487,739.51	4,229,114.03	4,614,976.22
总债务	3,896,917.79	4,522,127.15	4,993,041.00	5,161,882.22
负债合计	4,474,215.58	5,433,478.53	5,894,561.95	6,036,015.31
利息支出	89,648.45	80,542.01	68,652.61	-
经调整的所有者权益合计	4,672,488.45	5,123,529.15	5,288,421.47	5,319,185.47
营业总收入	192,949.19	357,328.95	299,377.15	28,171.41
经营性业务利润	45,392.38	111,514.64	35,069.66	22,991.78
其他收益	50,420.36	144,315.79	72,784.74	43,381.65
投资收益	-351.20	7,771.03	-2,577.51	616.26
营业外收入	548.37	39,382.55	924.49	7.38
净利润	50,744.76	158,090.30	12,245.36	6,724.41
EBIT	45,781.78	112,419.01	22,706.21	-
EBITDA	55,677.25	121,280.21	35,493.39	-
销售商品、提供劳务收到的现金	128,968.38	423,021.91	125,254.42	33,067.33
收到其他与经营活动有关的现金	81,360.94	206,810.78	112,218.84	87,395.03
购买商品、接受劳务支付的现金	109,057.81	494,576.30	81,235.13	10,275.74
支付其他与经营活动有关的现金	48,612.67	82,292.64	69,333.63	64,761.05
吸收投资收到的现金	455,479.92	376,711.54	248,693.00	24,000.00
资本支出	953,793.67	769,529.04	798,908.97	124,191.92
经营活动产生的现金流量净额	26,765.10	6,000.76	77,822.06	-26,693.82
投资活动产生的现金流量净额	-872,506.46	-803,523.57	-846,599.92	-161,695.95
筹资活动产生的现金流量净额	881,016.12	838,239.62	498,302.32	155,404.39
现金及现金等价物净增加额	35,274.76	40,716.81	-270,475.54	-32,985.38
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	10.17	-0.95	-2.60	-40.96
期间费用率（%）	9.95	3.86	4.73	11.00
应收类款项占比（%）	2.80	4.17	6.39	6.58
收现比（X）	0.67	1.18	0.42	1.17
资产负债率（%）	48.65	51.23	52.71	53.16
总资本化比率（%）	45.47	46.88	48.56	49.25
短期债务/总债务（%）	13.43	22.87	15.30	10.60
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.30	0.07	1.13	-
总债务/EBITDA（X）	69.99	37.29	140.68	-
EBITDA/短期债务（X）	0.11	0.12	0.05	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.62	1.51	0.52	-

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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 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，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；3、公司 2023 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，将长期应付款和其他权益工具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。

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-公益性资产调整
	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
	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
盈利能力	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

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