



南京地铁集团有限公司公司债券 2023 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[2023]跟踪 1477 号

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果 南京地铁集团有限公司 AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果 “21 宁铁 13”、“21 宁铁 14”、“22 宁铁 01” AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为南京市的政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力突出，潜在的支持能力很强；南京地铁集团有限公司（以下简称“南京地铁”或公司）在南京市轨道交通领域中发挥重要作用，区域重要性强，能得到南京市政府的大力支持；同时，公司主营业务保持较强区域垄断优势。中诚信国际预计，后续轨道交通项目建设的推进将使得公司资产规模保持增长，公司仍将获得有力的外部支持；但需关注公司盈利能力较弱和资本支出压力较大等因素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，南京地铁集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

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：地方经济环境恶化，公司地位下降致使股东及相关各方支持意愿减弱，财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化导致流动性紧张等。

正面

- **南京市持续增强的区域经济实力，为地铁建设奠定了坚实基础。**南京市拥有良好经济基础且不断出台措施推进高新技术等新兴产业发展，2022年实现地区生产总值16,907.85亿元，同比增长2.1%，持续增强的区域经济实力为地铁建设奠定了坚实基础。
- **政府对公司的有力支持。**2022年以来公司在资本金注入、政府补贴等方面继续得到了南京市人民政府的大力支持，政府支持有力支撑了公司的持续运营及项目建设能力。

关注

- **轨道交通行业的准公益性特点，导致公司整体盈利能力较弱。**轨道交通业务准公益性、定价非市场化的特点，使得公司营业毛利率持续为负，盈利对政府补贴依赖较大，整体盈利能力较弱且经营承压。
- **未来面临较大的资本支出压力。**公司在建项目丰富，项目投资金额较大，截至2023年3月末在建地铁线路尚需投入787.55亿元，为公司带来了较大的资本支出压力。

项目负责人：朱 洁 jzhu@ccxi.com.cn

项目组成员：李婧喆 jzhli@ccxi.com.cn

龚 微 wgong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

南京地铁（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计（亿元）	2,188.28	2,511.37	2,747.77	2,861.57
经调整的所有者权益合计（亿元）	744.54	828.95	886.05	902.87
负债合计（亿元）	1,443.74	1,682.42	1,861.73	1,958.69
总债务（亿元）	1,341.90	1,555.67	1,694.74	1,793.98
营业总收入（亿元）	22.00	26.08	24.50	7.71
经营性业务利润（亿元）	2.91	2.96	2.97	1.09
净利润（亿元）	3.00	3.46	3.36	1.07
EBITDA（亿元）	21.40	21.74	22.92	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.76	-1.57	-4.59	-9.38
总资本化比率（%）	64.32	65.24	65.67	66.52
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.33	0.34	0.32	-

注：1、中诚信国际根据南京地铁提供的其经苏亚金诚会计师事务所（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。其中，财务数据均采用了审计报告期末数；2、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，总债务不包含租赁负债，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

项目	南京地铁	广州地铁	武汉地铁	长沙轨道
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	南京市	广州市	武汉市	长沙市
GDP（亿元）	16,907.85	28,839.00	18,866.43	13,966.11
一般公共预算收入（亿元）	1,558.21	1,854.73	1,504.74	1,201.80
所有者权益合计（亿元）	886.05	2,458.67	1,072.14	709.24
总资本化比率（%）	65.67	50.79	73.33	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.32	0.18	0.15	-

注：1、武汉地铁系“武汉地铁集团有限公司”的简称，广州地铁系“广州地铁集团有限公司”的简称，长沙轨道系“长沙市轨道交通集团有限公司”的简称；2、武汉地铁和广州地铁的所有者权益合计为经调整数据。

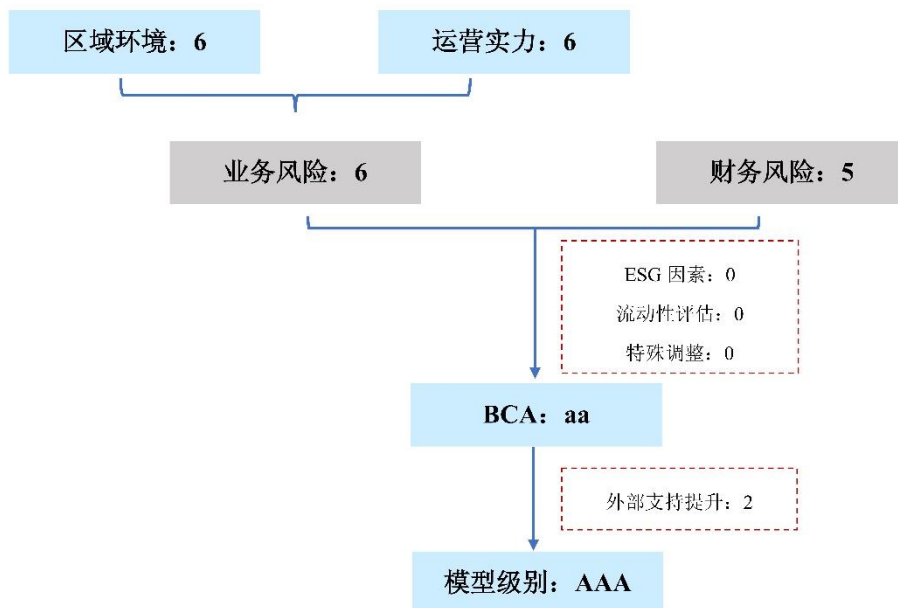
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 宁铁 13	AAA	AAA	2022/06/27	25.00	25.00	2021/07/13~2024/07/13	--
21 宁铁 14	AAA	AAA	2022/06/27	28.00	28.00	2021/08/5~2024/08/05	--
22 宁铁 01	AAA	AAA	2022/06/27	17.00	17.00	2022/01/12~2025/01/12	--

评级模型

南京地铁集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，南京地铁作为南京市轨道交通领域唯一的投资建设和运营主体，业务竞争力强，职能定位稳固且在建项目较多，具备极强的业务稳定性和可持续性。但是，公司地铁运营业务持续亏损，在建项目亦面临较大的资本支出压力。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，得益于政府持续向公司拨付轨道交通项目资本金，南京地铁所有者权益将进一步增厚，资本实力保持强劲。但是，公司财务杠杆水平逐年攀升，EBITDA 对利息支出的保障能力有待提升。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对南京地铁个体基础信用等级无影响，南京地铁具有 aa 的个体基础信用评估等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，南京市政府有很强的支持能力和对公司强的支持意愿，主要体现在南京市的区域地位以及很强的经济财政实力和增长能力；公司系南京市唯一的轨道交通建设运营的主体，持续获得政府在资本金注入、运营补贴以及政府专项债等方面的有力支持，具备高的重要性及与很高的政府关联性。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。

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。

募集资金使用情况

公司分别于 2021 年 7 月、8 月及 2022 年 1 月发行“21 宁铁 13”、“21 宁铁 14”和“22 宁铁 01”，发行规模分别为 25.00 亿元、28.00 亿元和 17.00 亿元，上述债券的募集资金用途均为归还本息债务，根据《南京地铁集团有限公司 2022 年年度报告》显示，公司募集资金均按照既定用途使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

基投行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓

展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

轨交行业政策方面，“十四五”期间，城轨交通已由重建设转变为建设、运营并重阶段，城轨交通新开通运营线路里程“十三五”期间呈持续上涨势头，“十四五”各年预计呈现波动变化趋势，各年不均衡，新开通运营线路规模在近年达到峰值后有所回落。轨道交通属于资本密集型产业，同时又具有准公共产品属性和规模经济的特征，以上特性决定了在我国轨道交通建设以及运营初期仍需以政府为主导的投融资模式。近年来轨道交通行业虽然持续快速发展，但轨道交通的建设需求依旧很大，规划、在建线路数量和里程均较大，未来面临一定的投资压力。同时，地铁相关的广告、商贸、地下空间、房地产开发等相关资源开发业务到成熟运营尚需较长一段时间，需关注其为轨道交通线路盈利补充的释放节奏。城轨交通公司企业偿债较大程度依赖财政支持，经济下行及房地产市场低迷将加大城轨交通行业的偿债压力。

区域环境

南京市是江苏省省会，副省级城市，江苏省政治、经济、科教和文化中心，是长三角经济核心区的重要区域中心城市，是国家重要的综合性交通枢纽和通信枢纽城市。南京市下辖 11 个区，总面积 6,587.02 平方公里，截至 2022 年末常住人口 949.11 万人，较上年末增加 6.77 万人，增幅 0.72%。良好的交通区位条件、丰富的科教资源以及持续优化的产业布局为南京经济的稳定增长提供了基础。2022 年南京市实现地区生产总值 16,907.85 亿元，同比增长 2.1%，经济发展处于江苏省下属地市中的第二位，仅次于苏州市；同年，南京市人均 GDP17.94 万元，居省内第三位。

稳定的经济增长和合理的产业结构为南京市财政实力提供了有力的支撑。2022 年以来受国内外复杂多变的宏观环境等超预期因素影响，南京市财政收入增长出现一定程度的停滞，全年一般公共预算收入 1,558.21 亿元，同口径增长 0.1%，其中税收收入 1,208.88 亿元，同口径下降 5.9%；区域财政自给度略有回落但仍保持在合理水平；政府性基金收入是南京市地方政府财力的重要补充，国有土地使用权出让收入为其主要构成，但受土地市场行情影响较大，具有一定不确定性。再融资环境方面，南京市广义债务率处于省内中下游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差处于省内较低水平，净融资额呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来南京市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	14,817.95	16,355.32	16,907.85
GDP 增速（%）	4.6	7.5	2.1
人均 GDP（元）	159,321.66	174,520.00	178,781.00
固定资产投资增速（%）	6.6	6.2	3.5
一般公共预算收入（亿元）	1,637.70	1,729.52	1,558.21
政府性基金收入（亿元）	2,208.40	2,493.14	1,560.29
税收收入占比（%）	85.21	85.19	77.48
公共财政平衡率（%）	93.34	95.14	85.20

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、部分区县的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：南京市统计局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，公司作为南京市唯一的轨道交通建设和运营的主体，并在此基础上开展地铁相关资源的开发业务，业务保持较强区域垄断优势；跟踪期内，公司运营较为稳健，并稳步推进地铁建设，业务稳定性和可持续性极强。但值得注意的是，受制于行业运营公益性强属性，南京地铁运营处于持续亏损状态，整体经营承压，同时在建项目丰富，投资金额较大，为公司带来了较大的资本支出压力。

表 2：公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020			2021			2022		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务小计	20.99	95.41	-155.84	23.30	89.34	-145.38	21.86	89.22	-202.65
地铁运营	15.98	72.64	-227.90	17.50	67.10	-219.02	14.51	59.22	-305.58
地铁试运营	-	-	-	-	-	-	0.31	1.27	-1,225.44
租赁	3.22	14.64	90.24	3.26	12.50	89.84	2.44	5.88	79.51
售房	-	-	-	-	-	-	2.24	9.14	18.76
代建工程	0.28	1.27	100.00	0.78	2.99	96.17	0.94	3.84	100.67
服务	0.45	2.05	48.53	0.70	2.68	72.54	0.56	2.29	37.97
货物销售	0.01	0.05	100.00	0.59	2.26	1.87	0.44	1.80	1.02
广告	0.25	1.14	100.00	0.25	0.96	96.86	0.26	1.06	95.96
物业管理	0.14	0.64	-249.08	0.20	0.77	1.49	0.15	0.61	32.09
咨询监测	0.67	3.05	58.66	0.01	0.04	100.00	0.02	0.08	63.89
其他业务小计	1.01	4.59	67.65	2.78	10.66	69.93	2.64	10.78	45.83
合计	22.00	100.00	-145.55	26.08	100.00	-122.43	24.50	100.00	-175.87

注：1、公司运营收入中包含了委托运营管理收入，2020 年委托运营管理收入为 0.12 亿元，系确认的五号线委托运营收入，2021 年及以后公司未取得运营管理费。2、公司其他业务包括咨询培训及教材费、工本费及手续费、监护、移动支付、水电费、配合费、住宿费；3、尾差系四舍五入导致，下同。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

轨道交通运营板块

地铁运营仍系公司收入的主要来源，2022 年客运量较上年有所下滑，但运营成本呈上升态势，运营收支比维持在相对低位，运营亏损压力加大，业务运营对政府补贴的依赖依旧较强。

公司地铁运营业务由其子公司南京地铁运营有限责任公司（以下简称“运营公司”）负责，具体业务包括车辆运输、客运组织、行车电力调度、供电、通信信号和设备维护等。南京地铁线网覆盖全部 11 个市辖区，截至 2023 年 3 月末，公司已开通运营线路 12 条（段），其中，2022 年新开通 1 号线北延、7 号线北段等运营线路，受此影响，南京地铁运营里程合计 449.00 公里，车站数量

合计 208 座，较上年同期分别新增 22.4 公里和 17 座。

表 3: 截至 2023 年 3 月末南京地铁开通运营线路

线路	开通时间	运营里程 (公里)	车站数量 (座)	首末站名称
1 号线 (含南、北延线)	2005.09; 2010.05 (南延线部分); 2022.12 (北延线部分)	45.4	32	八卦洲大桥站~中国药科大学站
2 号线 (含西延线)	2010.05; 2021.12 (西延线)	43.0	30	鱼嘴~经天路站
10 号线	2014.07	21.6	14	雨山路站~安德门站
S1 号线 (机场线)	2014.07	35.8	9	南京南站~空港新城江宁站
S8 号线 (宁天城际) (含南延线)	2014.08	47.3	19	金牛湖站~长江大桥北站
3 号线	2015.04	44.9	29	林场站~秣周东路站
4 号线	2017.01	33.8	18	龙江站~仙林湖站
S3 号线 (宁和城际一期)	2017.12	37.2	19	南京南站~高家冲站
S9 号线 (宁高城际二期)	2017.12	52.4	6	高淳站~翔宇南路站
S7 号线 (宁溧城际)	2018.05	30.2	9	无想山站~空港新城江宁站
S6 号线 (宁句城际)	2021.12	43.6	13	马群~句容
7 号线 (北段)	2022.12	13.8	10	幕府西路站~仙新路站
合计	--	449.0	208	--

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

票价方面, 南京地铁票价实行政府定价机制, 由政府物价主管部门举行票价听证以确定票价方案, 并报南京市人民政府批准后实施。2022 年以来, 南京地铁票价标准未作调整, 仍维持起步价 2 元可乘 4 公里, 4 公里以上部分, 票价每增加 1 元的晋级里程为 5、5、7、7、9、11、13 和 15 公里的票价机制。运营指标方面, 受宏观不可抗力因素影响, 2022 年南京地铁客运量不及上年同期, 但随着平均票价的上涨, 票务收入同比基本持平。

表 4: 南京地铁运营情况

年份	正点率 (%)	客运总量 (亿人次)	日均客运量 (万人次)	票务收入 (亿元)
2020	99.98	7.98	217.99	15.98
2021	99.98	8.79	246.25	17.51
2022	99.98	7.67	212.98	17.64

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

轨道交通运营成本方面, 2022 年及 2023 年 1~3 月公司地铁运营板块成本分别为 62.96 亿元和 15.67 亿元, 其中 2022 年地铁运营成本主要由资产折旧 (占比 26.62%)、人力成本 (占比 42.73%) 和能耗成本及其他 (占比 30.65%) 构成。由于运营成本较为刚性, 加之运营里程的增长推动人力成本和维护成本上升, 2022 年运营成本同比增长 12.75%; 单位运营长度的从业人员人数保持为 32 人; 平均车公里牵引电耗 1.84 千瓦时, 较上年同期增加 0.02 千瓦时, 主要是因为 2021 年底宁句城际的开通, 其平均牵引电耗略高于线网水平, 使得总牵引电耗略有上升。

此外, 由于轨道交通具有较强的公益性, 运营收入与成本的倒挂是行业普遍现象, 行业综合毛利率长期维持低位; 同时, 受宏观不可抗力因素叠加运营成本抬升, 2022 年南京地铁运营毛利率为 -305.58%, 同比下降 86.56 个百分点, 运营亏损压力加大。对此南京市人民政府亦加大对公司的补贴力度以保障其基本运营, 当年确认政府补贴 50.06 亿元, 计入其他收益, 同比增长 12.01 亿元。

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

轨道交通建设板块

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

南京地铁 5 号线采用 PPP 模式下“项目投融资+建设+运营+移交”运作方式，该线路全长 37.40 公里，计划总投资 339.70 亿元，包括公司自建和 PPP 项目合作两部分，其中自建部分投资约 120.20 亿元，同时根据《国开发展基金投资合同》，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）注入的股权资金用途为投资南京地铁 5 号线工程项目，国开基金以货币资金方式共增资 28.40 亿元，其中 19.88 亿元计入注册资本，投资期限为 20 年，并由南京市国资委择机进行股权受让；PPP 项目合作部分投资约 219.50 亿元，原计划由 PPP 项目公司负责融资和建设，社会资本方通过公开招投标确定为绿地控股集团有限公司（持股比例 89.847%）（以下简称“绿地控股”）、上海绿地建设（集团）有限公司（持股比例 0.068%）和上海隧道工程有限公司（持股比例 0.085%）的联合体。目前公司和社会资本方分别持有 PPP 项目公司 10%和 90%的股权，项目公司不纳入公司合并范围。但由于绿地控股负面舆情较多，其已在加快推进 5 号线项目的股权转让工作，中诚信国际将持续关注 5 号线项目的建设进展及相关股权转让事宜。截至 2023 年 3 月末，5 号线已投资 260.26 亿元，其中到位资本金 95.15 亿元。

除 5 号线外，公司在建轨道交通项目资本金均由市本级财政或市区财政共同承担，出资方式包括现金出资和征地拆迁出资，资本金以外部分通过银行贷款等方式解决。截至 2023 年 3 月末，公司在建地铁线路计划投资额合计 1,616.06 亿元，资本金占比 30%~40%，投资进度达到 51.27%，其中项目资本金到位 239.64 亿元（不含区级拆迁投入）；尚需投入 787.55 亿元，2023 年剩余投资计划约 130 亿元。

表 5：截至 2023 年 3 月末南京地铁在建线路情况（公里、亿元、%）

线路	线路长度	预计完工期间	计划投资额	资本金	资本金比例	已投资	已到位资本金
5 号线	37.40	2024	339.70	135.90	40.00	260.26	95.15
7 号线（剩余段）	21.70	2024	319.77	95.93	30.00	319.77	68.96
6 号线	32.37	2024	310.87	124.35	40.00	310.87	29.18
9 号线一期	19.68	2025	212.50	85.00	40.00	212.50	30.63
10 号线二期	13.33	2024	105.03	42.02	40.00	105.03	10.86
3 号线三期	3.30	2024	41.90	16.76	40.00	41.90	0.67
宁扬城际（南京段）	25.10	2027	125.25	50.10	40.00	125.25	/
宁滁城际（南京段）	5.70	2027	9.67	3.87	40.00	9.67	1.20
宁马城际（南京段）	26.50	2025	151.37	60.56	40.00	151.37	2.99
合计	185.10	--	1,616.06	614.49	--	828.51	239.64

注：1、已投资金额根据项目形象进度核算；2、5 号线投资金额包含公司自建部分和 PPP 项目公司投资建设部分；3、项目建设周期系可研批复周期与实际进度有所差异；4、已到位资本金不含区级拆迁投入；5、计划投资额为宽口径，包括建成后的各种完善设施等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资源开发板块

资源开发板块的相关业务仍是公司收入的重要补充。跟踪期内公司积极推进自有物业开发模式，且保有较大规模的自有物业开发空间，随着城轨网络日臻完善和多元化经营模式的拓展，预计资源开发将成为其未来重要的收益来源。

公司资源开发板块业务由子公司南京地铁资源开发有限责任公司（以下简称“资源开发公司”）负责，涵盖租赁、服务、广告、物业管理和咨询监测等业务领域。

其中，广告业务主要是对地铁及其沿线广告资源的开发利用，包括可冠名车站和报站广播等；租赁业务主要包括地下商铺、车站组合商业、上盖物业、办公室和自助设备等对外出租资产；服务业分为通讯和通道接口服务，其中通道接口服务主要是对地铁场站和周边商场之间的通道对接，公司负责通道的建设后由商场支付工程费用并向公司支付一定的费用；物业管理业务主要为对地铁沿线商铺的物业管理工作。2022 年，公司广告收入与上年基本持平，但租赁、服务和物业管理受宏观环境、优惠政策和运营等多重因素影响，均呈现不同程度下降。未来，随着南京地铁新线路的建设开通以及市民出行方式的改变，该板块业务收入或将有所提升。

表 6：截至 2023 年 3 月末上盖物业开发情况（万平方米、亿元、%）

合作开发项目	合作开发商	持股比例	物业类型	规划建筑面积	总投资	已投资	可售面积	预计回笼资金
金马路	绿地	20%	商办	38.00	24.00	24.00	21.19	32.10
和燕路	宝龙	34%	商办	6.03	7.15	3.69	3.09	7.38
曹后村	宝龙	34%	商办	0.73	0.77	0.60	0	0.60
小天堂	保利	49%	商住	6.34	17.70	11.98	4.44	18.29
珠江东	东方置地	10%	商办公寓	7.99	7.61	0.68	4.79	4.95
合计	-	-	-	59.09	57.23	40.95	33.51	63.32
自主开发项目			物业类型	规划建筑面积	总投资	已投资	可售面积	预计回笼资金
	光华门		商住	1.53	3.63	3.36	1.08	4.33
	小行		商办公寓	7.11	5.83	3.24	2.69	19.56
	雨花门		商办	1.20	1.20	0.90	0.39	3.78
	城西路		商住	9.77	12.60	5.68	6.50	15.78
	合计		-	19.61	23.26	13.18	10.66	43.45

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上盖物业开发方面，2022 年以来公司上盖物业开发业务模式逐步转向自主开发模式为主，现阶段合作模式项目为存量项目，未有新增。

合作开发方面，公司主要通过招拍挂方式取得地铁上盖土地开发权，对于拟开发销售的上盖物业，以土地作价出资成立项目公司，并通过股权转让或增资扩股方式，吸收社会资本合作开发，以实现项目开发收益最大化，目前公司的合作开发商主要包括保利江苏房地产发展有限公司、上海宝龙实业发展（集团）有限公司和深圳市东方置地集团有限公司等地方国有企业。2022 年以来，公司合作开发模式的存量项目 3 个，未来将依靠项目运营所获取的收益及股权分红确认投资收益。

自主开发项目主要为住宅、商办和小型商住物业，分为自持物业和销售型物业两种。自持物业开发方面，截至 2023 年 3 月末，公司已完成项目 4 个，总建筑面积 4.11 万平方米，总投资额 4.01 亿元；销售型物业开发方面，公司该类型物业主要位于光华门、朝天宫等区域，地理位置较为优越，截至 2023 年 3 月末，在建项目 3 个，建筑面积 18.08 万平方米，其中光华门住宅项目已于

2022 年底交付，项目收益率为 28.87%。

此外，截至 2023 年 3 月末，公司拟用于上盖物业开发的土地合计 40.51 亩，多位于朝天宫、三山街和云南路，地铁上盖物业可供开发空间较大，预计未来将成为公司重要的收益来源。

财务风险

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，跟踪期内公司所有者权益持续增长，具备极强的资本实力；但受地铁建设面临较大建设资金需求影响，公司债务规模增长较快，目前财务杠杆水平偏高，资本结构仍有待优化，同时经营获现能力和 EBITDA 对利息的保障能力仍有待提升。

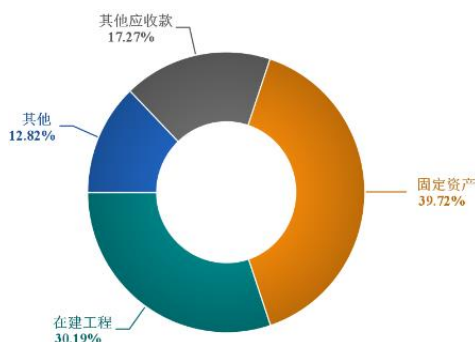
资本实力与结构

公司资产总额随着地铁线路的投资推进保持稳步增长态势，并维持了以地铁及相关投入为主的资产结构；同时，公司流动资产中其他应收款占比较高且账龄较长，一定程度影响了资产流动性；公司项目建设资金需求主要依赖于外部融资，财务杠杆率逐年攀升，需关注未来资本结构变化情况。

作为南京市轨道交通领域唯一的投资建设和运营主体，随着轨道项目建设的稳步推进，公司在建工程大幅增长，带动 2022 年末资产总额同比增长 9.41%。

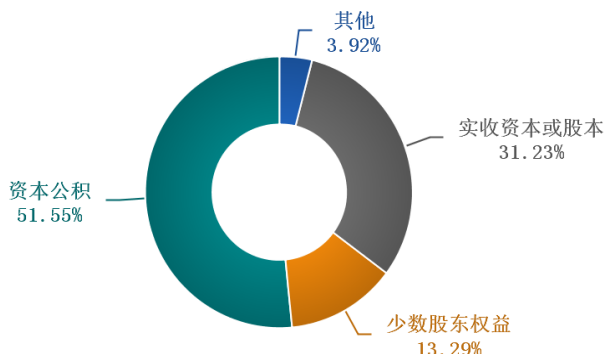
公司资产结构依然以非流动资产为主，近年来非流动资产占总资产的比重保持在 70%以上，预计其资产结构将保持相对稳定。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。其中，固定资产主要为运营线路相关工程设备系统及房屋建筑物等，规模较上年基本持平，公司固定资产采用年限平均法分类计提折旧，各类固定资产使用寿命为 5~90 年不等，按照固定资产的原价和预计使用年限，扣除 5%的残值率后确定其折旧额，截至 2022 年末累计计提折旧 126.83 亿元；2022 年随着 7 号线、6 号线、9 号线和 1 号线北延等在建线路的持续投入，年末在建工程同比增加 28.50%；无形资产主要为土地使用权，同期末公司无形资产规模基本与上年持平。公司流动资产主要由其他应收款和预付款项构成，其中，截至 2022 年末公司其他应收款 474.50 亿元，同比增长 27.07%，账龄集中在 3 年以内，主要为线路转固后产生的借款利息，根据南京市地下铁道工程建设指挥部《南京市城市轨道交通运营服务成本规制和综合补贴办法》，借款利息后期将由专项应付款中的专项土地出让净收益或资本公积冲减，未来将通过土地综合开发收益平衡，但需关注南京市土地市场状况和房地产调控政策将对其产生的影响；预付款项主要为预付的工程施工、设备款项，2022 年末预付款项同比增长 68.34%至 81.03 亿元，主要系当年预付了部分玄武区土地储备中心的土地前期开发投入整理成本款所致。截至 2023 年 3 月末，公司资产结构较上年末变化不大。总体来看，基于城轨项目的巨额投资及长建设周期属性，公司资产体量增长显著但流动性和收益性较弱。

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

随着南京市市区两级财政拨付的轨道建设资金逐步到位，公司资本公积逐年增加，但增速视当年财政资金拨付情况存在波动，2022 年公司收到的计入资本公积的财政资金为 49.71 亿元，带动经调整的所有者权益¹同比增长 6.89%。预计未来政府将持续向公司拨付轨道交通项目资本金，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将保持强劲。

公司地铁线路投资项目资本金比例相对较低，各项目资本金比例集中在 40%，同时补贴等资金到位存在滞后情况，因此公司财务杠杆率较高，且呈逐年抬升趋势。2022 年以来公司资产负债水平保持在 65%以上，总资本化比率仍在 65%左右。随着项目建设的逐步推进，外部融资将依然是公司弥补资金缺口的重要方式，公司净债务预计将有所增长，公司财务杠杆率预计仍将处于较高水平。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	2,188.28	2,511.37	2,747.77	2,861.57
非流动资产占比	77.10	74.93	74.94	73.08
经调整的所有者权益	744.54	828.95	886.05	902.87
资产负债率	65.98	66.99	67.75	68.45
总资本化比率	64.32	65.24	65.67	66.52

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量较好，但经营活动现金净流出规模呈扩大态势，且持续大规模的对外投资加大了资金缺口，经营发展对外部融资有较强依赖性，需持续关注再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响。

2022 年，公司营业收入呈现小幅收缩，但仍以地铁票款收入为主，该部分收入具备稳定的现金流入，使得公司销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入相匹配，收现比趋于 1，公司收入质量较好。

公司经营活动净现金流受地铁营运所收到的现金以及政府给予的补助影响较大。2022 年受益于增值税留抵退税款项大规模返还，公司收到其他与经营活动有关的现金同比大幅增长，但票务收入

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和因政府拨付基础设施建设项目资本金而沉淀的资本公积，公司不涉及上述调整项。

因宏观不可抗力因素的影响呈现收缩，同时随着轨道线路进入试运营，当年购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增长，加之人工成本亦继续上涨，支付给职工以及为职工支付的现金同步增加，上述因素共同导致经营活动净流出规模扩大。2023 年一季度，公司延续经营活动净流出态势，公司经营获现能力总体表现一般。

投资活动方面，近年来受轨道交通建设项目投入的影响，公司投资活动净现金流持续为负，投资活动现金流资金缺口较大。根据地铁建设业务的发展规划，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

跟踪期内，公司经营和投资活动均存在资金缺口，加之每年还本付息规模较大，公司对外部融资的需求较高。目前，公司主要依赖于银行借款和发行债券来弥补投资和经营活动产生的资金缺口，债务规模逐年攀升，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。同时，受益于股东的持续支持，2022 年公司吸收投资收到的现金 123.75 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。

表 8：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-1.76	-1.57	-4.59	-9.38
投资活动产生的现金流量净额	-191.09	-187.18	-256.12	-27.53
筹资活动产生的现金流量净额	190.57	241.22	207.68	102.80
现金及现金等价物净增加额	-2.28	52.47	-53.04	65.89
收现比	1.02	1.01	1.02	0.62

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模逐年增长，债务负担相对较重，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；公司经营活动净现金流和 EBITDA 无法对利息支出有效保障，但公司对外融资渠道畅通，能提供充沛的现金流支持，公司整体偿债能力极强。

轨道交通建设资金需求量大，除政府拨付的项目资本金外，仍有较大部分需要公司自筹，随着建设的持续推进，其债务规模将进一步增长。公司债务主要由银行借款、应付债券、融资租赁借款等构成，公司债务类型及渠道较多元，其中银团借款是最重要的融资渠道。从债务结构来看，公司债务以长期债务为主，符合地铁建设投资量大、投资回报周期较长的业务特征。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司有息债务到期分布情况（亿元）

	2023.4~12	2024	2025	2026 及以后
到期金额	324.44	180.97	179.58	1,108.99

注：上表未包含租赁负债。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 中利润总额和折旧仍是其主要构成，利润总额主要包括经营性业务利润和营业外损益。2022 年，受益于政府为弥补地铁运营亏损和增强公司盈利能力给予的补助，使得经营性业务利润继续保持盈利，EBITDA 表现平稳。与此同时，公司每年利息支出规模对着债务扩张而增长，EBITDA 和经营活动净现金流始终无法有效覆盖利息支出。

表 10: 近年来公司偿债能力指标 (亿元、X、%)

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	1,341.90	1,555.67	1,694.74	1,793.98
短期债务占比	17.52	18.03	21.71	25.34
EBITDA	21.40	21.74	22.92	-
EBITDA 利息覆盖倍数	0.33	0.34	0.32	-
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-0.03	-0.02	-0.06	-

注: 公司总债务未包含租赁负债。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

其他事项

截至 2023 年 3 月末, 公司受限资产 0.39 亿元, 全部为保函保证金, 占期末总资产的比重极低; 此外, 公司以轨道交通项目部分资产作为标的物向建信租赁、交银租赁、华夏租赁等租赁公司开展融资租赁余额为 17.41 亿元; 同时, 公司以部分轨道交通项目收益权作为标的物进行质押借款, 截至 2023 年 3 月末, 贷款余额为 657.45 亿元。或有负债方面, 截至 2023 年 3 月末, 公司对外担保金额为 13.62 亿元, 占期末所有者权益的比重为 1.79%, 全部系对南京市溧水区交通建设投资有限公司的担保, 该公司为国有企业, 公司代偿风险较低。

过往债务履约情况: 根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告, 截至 2023 年 4 月, 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, 公司仍作为南京市轨道交通建设和运营的唯一主体, 没有显著规模的资产划入和划出。

——2023 年, 公司地铁运营将有所恢复性增长, 其他各业务板块稳步发展, 收入及盈利水平将较以前小幅好转。

——2023 年, 公司生产经营类资本支出规模预计在 150~180 亿元左右, 股权类投资规模较小。

——公司债务规模将呈增长态势, 2023 年预计新增权益类融资约 40~60 亿元、债务类融资净增加约 180~220 亿元。

预测

表 11: 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 (%)	65.24	65.67	60.17~73.55
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.34	0.32	0.26~0.39

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

调整项

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其他事项和假设因素, 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。

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。

截至 2023 年 3 月末，公司可动用账面资金为 156.95 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 1,967.47 亿元，尚未使用授信额度为 453.56 亿元，备用流动性较为充足。此外，南京市经济基础好，区域内企业流动性相对宽裕，作为南京市轨道交通领域唯一的投资建设和运营主体，可持续获得政府的资金支持；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，但仍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项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于轨道交通和资源开发项目建设，资金需求仍较大。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务 454.51 亿元，此外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，公司管理层稳定性较好，但排放物、能源与资源相关信息披露信息较少，关注该方面的隐含风险。

环境方面，公司轨道交通运营业务可能面临一定环境风险，但近年来公司积极响应国家节能降耗工作要求，着力于降低能耗工作，在保障乘客出行体验的同时，有效提高了能源的利用效率。截至目前，公司在环境管理、资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司员工发展机制、培养体系健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。同时，公司在供应商管理、投资者责任、社会贡献方面也表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

外部支持

中诚信国际认为，南京市政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

南京市作为江苏省省会，副省级城市，人口虹吸效应明显，产业内部构成不断优化，发展质量和效益不断提升，为全市经济、财政实力增长提供了有力支撑，近三年南京市 GDP、地方一般公共预算收入在江苏省 13 个地市中均居第 2 位，仅次于苏州。同时，近年来南京市政府融资规模不断增

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。

加，2022 年政府债务余额 2,988.20 亿元，增长 3.40%，政府债务率（95.86%）低于国际 100%警戒标准。但区域内融资平台较多，且未纳入地方政府直接债务的区域内融资平台的隐性债务较为突出，未来仍需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，南京市政府对公司的支持意愿很强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：公司作为南京市唯一的轨道交通领域的主要投资建设和运营主体，在南京市的城市建设体系中地位稳固，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由南京市国资委直接控股，根据市政府意图承担南京市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。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付、运营补贴等方面有良好记录。项目资本金方面，根据相关文件，公司于 2005~2014 年期间建设的 1 号线南延线、2 号线、10 号线、S1 号线（机场线）、3 号线和 4 号线，其资本金来源主要为财政拨款和专项土地出让净收益。截至 2023 年 3 月末，南京市政府明确专项用于地铁建设资金平衡的一级开发土地共 66,401 亩；2022 年及 2023 年一季度公司分别收到专项土地款 20.02 亿元和 1.14 亿元；公司 2014 年以后开工的线路资本金按照“市区共建”原则，由市本级和区级财政根据站点比例分担，2022 年和 2023 年 1~3 月，公司分别收到市本级财政拨款（包含运营补贴）86.44 亿元和 19.30 亿元，分别收到区级财政拨款 26.98 亿元和 0.65 亿元。政府补贴方面，南京市人民政府每年给予公司一定的补贴以保障其基本运营。2022 年和 2023 年 1~3 月，公司分别确认政府补贴 50.06 亿元和 11.99 亿元，包括综合补贴、运营亏损补贴和安检补贴等。

表 12：南京市级平台比较（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
南京市国有资产管理控股(集团)有限责任公司	市国资委 90%	国有资产经营管理、资本运作和投融资	3,246.05	1,315.85	59.46	301.25	74.39	479.70
南京市城市建设投资控股(集团)有限责任公司	市国资委 100%	南京市城市基础设施建设和市政公用事业项目投融资主体	1,335.68	551.63	58.70	181.15	6.65	50.19
南京东南国资投资集团有限责任公司	市国资委 100%	南京市江南地区四大功能区（河西新城、南部新城、仙林新市区、麒麟科创园）重要的投资开发主体	1,975.40	640.88	67.56	123.02	9.06	269.11
南京市交通建设投资控股(集团)有限责任公司	市国资委 100%	南京市主要的交通基础设施建设和运营主体	1,164.73	514.24	55.85	77.13	3.45	64.09
南京地铁	市国资委 92.82%	南京市地铁项目建设运营唯一主体	2,747.77	886.05	67.75	24.50	3.36	353.60
南京新港东区建设发展有限公司	市国资委 100%	南京经济开发区重要的基础设施建设主体	--	--	--	--	--	--
南京市文化投资控股集团有限责任公司	市财政局 100%	南京市唯一的国有经营性文化资产运营主体	--	--	--	--	--	--
南京紫金投资集团	南京国资	重要的金融控股集团	1,140.11	566.14	50.34	58.37	41.88	202.36

有限责任公司	100%							
南京新港开发有限公司	南京国资 100%	南京经济开发区重要的基础设施建设及国有资产运营主体	749.83	280.71	62.56	73.87	26.14	96.80
南京安居建设集团有限责任公司	南京国资 100%	南京市保障性安居工程最重要的实施主体以及栖霞区燕子矶片区土地开发整理及配套基础设施建设最重要主体	1,253.82	423.38	64.88	152.29	5.94	134.04

注：财务数据及相关指标为 2022 年末审计报告数据；南京地铁的债券余额为截至 2023 年 6 月 16 日数据。
资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，南京市政府很强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，南京地铁与广州地铁、武汉地铁和长沙轨道等可比公司在外部经营环境风险、业务风险和财务风险方面整体上并无显著差异，当地政府的的支持能力均很强，并对上述公司均具有强或很的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，南京市与广州市、武汉市、长沙市等的行政地位相当，经济财政实力处于可比区间，区域债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力整体处于同一档次。南京地铁与上述平台均为市国资委或市人民政府实际控制的轨道交通建设运营主体，当地政府对它们均有强或很的支持意愿。

其次，南京地铁的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务稳定性很强。同时公司也存在地铁运营业务持续亏损，存在较大投资压力等问题。

财务表现方面，南京地铁的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模低于比较组平均水平，财务杠杆较高，处于行业偏高水平，但债务结构合理；EBITDA 对利息覆盖能力处于中游水平；债券市场认可度较高，可用银行授信较多，再融资能力较强。

表 13：2022 年同行业对比表

	南京地铁	广州地铁	武汉地铁	长沙轨道
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	南京市	广州市	武汉市	长沙市
GDP（亿元）	16,907.85	28,839.00	18,866.43	13,966.11
GDP 增速（%）	2.10	1.00	4.00	4.50
人均 GDP（万元）	17.88	15.36	13.78	13.40
一般公共预算收入（亿元）	1,558.21	1,854.73	1,504.74	1,201.80
公共财政平衡率（%）	85.21	61.53	67.56	77.61
政府债务余额（亿元）	2,988.20	4,655.62	6,295.13	2,869.52
控股股东及持股比例	南京市国资委 96.89%	广州市人民政府 100%	武汉市国资委 88.06%	长沙市国资委 100%
职能及地位	南京市轨道交通建设和运营主体	广州市轨道交通建设运营主体	武汉市轨道交通建设和运营的主体	长沙市城市轨道交通项目建设和运营主体
核心业务及收入占比	地铁运营 59.23%、 租赁 9.96%、售房 9.14%	地铁运营业务 48.39%，物业开发 14.27%，行业对外服 务 27.72%	票款收入 30.81%，资 源一级开发 53.15%	地铁运营 18.86%、乘 客票价补贴 59.34%、 土地出让 14.96%和 地铁租赁 3.45%

地铁运营里程（公里）	449.00	621.02	460.76	143.00
总资产（亿元）	2,747.77	5,809.54	4,365.64	1,815.34
所有者权益合计（亿元）	886.05	2,458.67	1,066.35	709.24
负债总额（亿元）	1,861.73	3,280.87	3,002.19	1,106.10
资产负债率（%）	67.75	56.47	68.77	60.93
营业总收入（亿元）	24.50	122.85	101.50	43.05
净利润（亿元）	3.36	9.02	15.63	3.06
EBITDA（亿元）	22.92	13.44	16.87	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.32	0.34	0.15	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-4.59	-69.29	43.45	60.85
可用银行授信余额（亿元）	453.56	2,812.93	809.00	484.06
债券融资余额（亿元）	353.60	691.26	436.35	148.50

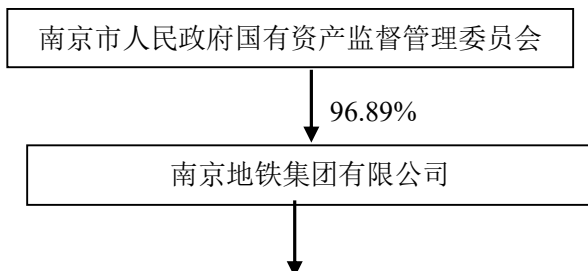
注：1、武汉地铁和广州地铁所有者权益合计为经调整后数据；2、南京地铁、武汉地铁和广州地铁运营里程为截至 2023 年 3 月末数据，长沙轨道运营里程为截至 2022 年 3 月末数据；3、南京地铁、武汉地铁和广州地铁银行授信余额截至 2023 年 3 月末，长沙轨道为截至 2022 年 3 月末数据；4、债券余额为截至 2023 年 6 月 16 日数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

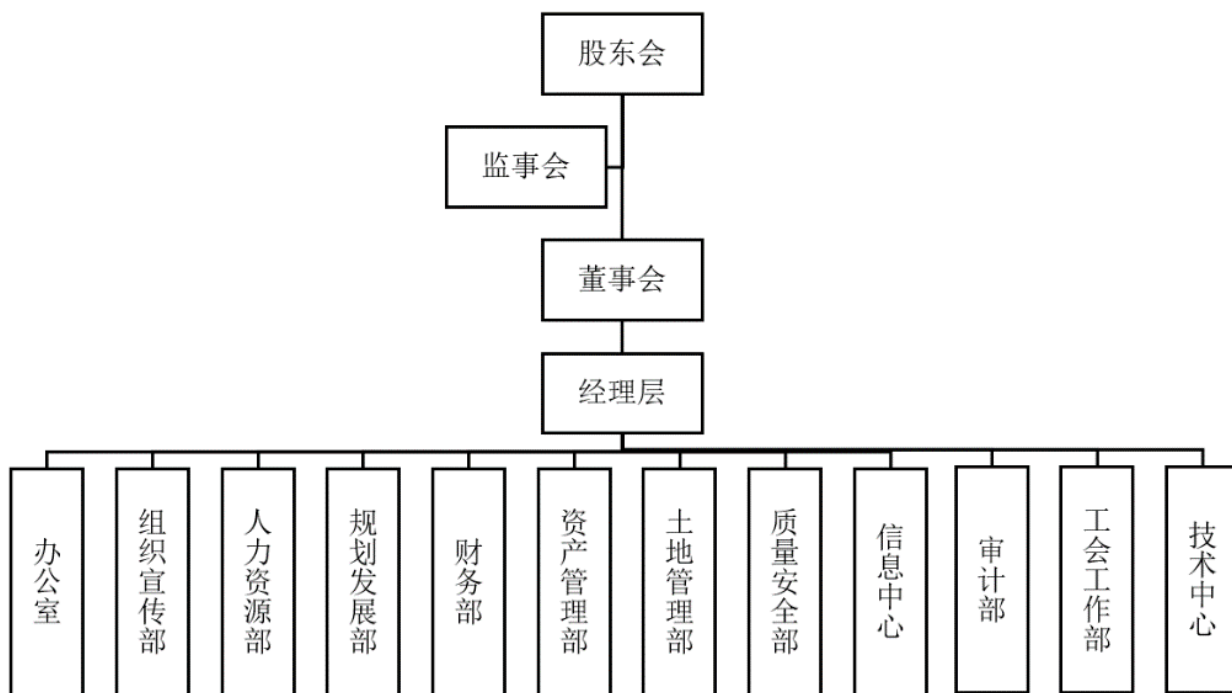
综上所述，中诚信国际维持南京地铁集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 宁铁 13”、“21 宁铁 14”、“22 宁铁 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：南京地铁集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2023 年 3 月末)



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

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



资料来源：公司提供

附二：南京地铁集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	916,468.70	1,441,139.24	915,314.49	1,574,223.04
非受限货币资金	916,316.05	1,440,986.58	910,621.05	1,570,279.60
应收账款	9,935.53	12,646.83	18,470.89	26,203.82
其他应收款	3,050,074.62	3,734,281.46	4,744,999.27	4,814,057.66
存货	144,771.40	204,311.82	351,234.95	366,186.81
长期投资	32,770.94	69,435.61	86,294.91	86,252.37
在建工程	4,480,554.29	6,456,466.40	8,296,620.41	6,896,901.70
无形资产	998,230.47	998,297.87	998,486.19	1,187,142.55
资产总计	21,882,762.25	25,113,667.35	27,477,711.46	28,615,668.52
其他应付款	512,051.04	407,580.35	857,862.54	866,025.73
短期债务	2,351,569.07	2,805,073.10	3,678,641.94	4,545,076.25
长期债务	11,067,471.94	12,751,652.28	13,268,760.06	13,394,755.51
总债务	13,419,041.01	15,556,725.38	16,947,402.00	17,939,831.77
负债合计	14,437,402.83	16,824,171.23	18,617,250.34	19,586,943.55
利息支出	642,689.74	643,435.52	724,603.10	-
经调整的所有者权益合计	7,445,359.42	8,289,496.12	8,860,461.12	9,028,724.97
营业总收入	220,025.50	260,792.05	245,046.53	77,096.91
经营性业务利润	29,097.47	29,555.58	29,724.26	10,946.47
其他收益	374,627.08	380,536.84	500,606.60	119,894.90
投资收益	2,185.97	29.40	4,347.50	-42.54
营业外收入	1,058.42	6,768.69	1,172.89	119.37
净利润	30,032.80	34,603.20	33,564.16	10,669.36
EBIT	28,167.25	29,524.28	33,411.45	-
EBITDA	213,959.84	217,410.04	229,167.82	-
销售商品、提供劳务收到的现金	225,487.42	263,133.11	250,562.94	48,020.15
收到其他与经营活动有关的现金	256,048.88	405,338.15	809,376.62	146,482.85
购买商品、接受劳务支付的现金	152,878.30	226,906.72	523,651.98	76,604.46
支付其他与经营活动有关的现金	95,492.79	214,571.86	739,386.84	96,412.59
吸收投资收到的现金	706,920.56	1,196,184.12	1,237,480.57	196,024.80
资本支出	1,722,027.53	1,868,019.84	2,264,984.00	255,972.25
经营活动产生的现金流量净额	-17,632.23	-15,721.71	-45,884.17	-93,758.62
投资活动产生的现金流量净额	-1,910,874.13	-1,871,846.49	-2,561,236.40	-275,318.29
筹资活动产生的现金流量净额	1,905,682.29	2,412,238.73	2,076,755.04	1,027,985.46
现金及现金等价物净增加额	-22,824.07	524,670.54	-530,365.53	658,908.55
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	-145.55	-122.43	-175.87	-129.36
期间费用率（%）	10.40	11.61	15.68	10.70
应收类款项占比（%）	13.98	14.92	17.34	16.91
收现比（X）	1.02	1.01	1.02	0.62
资产负债率（%）	65.98	66.99	67.75	68.45
总资本化比率（%）	64.32	65.24	65.67	66.52
短期债务/总债务（%）	17.52	18.03	21.71	25.34
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.03	-0.02	-0.06	-
总债务/EBITDA（X）	62.72	71.55	73.95	-
EBITDA/短期债务（X）	0.09	0.08	0.06	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.33	0.34	0.32	-

注：1、中诚信国际根据南京地铁 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、其他应付款、其他流动负债中的带息债务调入短期债务，交易性金融负债不带息部分调出短期债务，长期应付款中的带息债务调入长期债务。

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

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