



中诚信国际
CCXI

南京地铁集团有限公司 2024 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[2024]跟踪 1730 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 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	“20 南京地铁 GN001”、“21 宁铁 13”、“21 宁铁 14”、“22 宁铁 01”	AAA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为南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	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>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。</p>	

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，2023年南京市经济实力保持增长趋势，为市内平台企业发展提供有力支撑。
- **政府对公司的的大力支持。**2023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2024年3月末在建地铁线路尚需投入608.93亿元，为公司带来了较大的资本支出压力。

项目负责人：米玉元 yymi@ccxi.com.cn

项目组成员：李婧喆 jzhli@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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	2,511.37	2,748.22	3,043.79	3,129.09
经调整的所有者权益合计（亿元）	828.95	886.08	1,009.07	1,016.39
负债合计（亿元）	1,682.42	1,862.14	2,034.72	2,112.70
总债务（亿元）	1,555.67	1,694.61	1,878.16	1,945.44
营业总收入（亿元）	26.08	24.50	35.04	8.09
经营性业务利润（亿元）	2.96	2.97	3.63	1.34
净利润（亿元）	3.46	3.36	4.20	1.36
EBITDA（亿元）	21.74	22.92	26.92	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.57	-4.59	-24.92	-11.90
总资本化比率（%）	65.24	65.66	65.05	65.68
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.34	0.32	0.31	--

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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 和 2022 年数据分别采用了 2022 年和 2023 年审计报告的期初数，2023 财务数据采用了当期审计报告期末数；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，“-”表示数据为 0，总债务不包含租赁负债，EBIT 剔除非经常性损益，特此说明；3、季报中折旧、摊销、利息支出财务数据缺失故相关数据指标计算失效。

同行业比较（2023 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）	17,421.40	30,355.73	20,011.65	14,331.98
一般公共预算收入（亿元）	1,619.98	1,944.15	1,601.20	1,227.07
经调整的所有者权益合计（亿元）	1,009.07	2,692.18	1,182.74	685.44
总资本化比率（%）	65.05	49.61	72.46	60.00
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.31	0.27	0.10	0.78

中诚信国际认为，南京市与广州市、武汉市的行政地位相当，高于长沙市，但经济财政实力均处于可比区间，区域环境相似；公司与可比公司的定位均为当地轨道交通建设运营主体，业务运营实力相当；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；可比组 EBITDA 对利息均无法形成有效覆盖。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有强或很强的支持意愿。

注：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。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

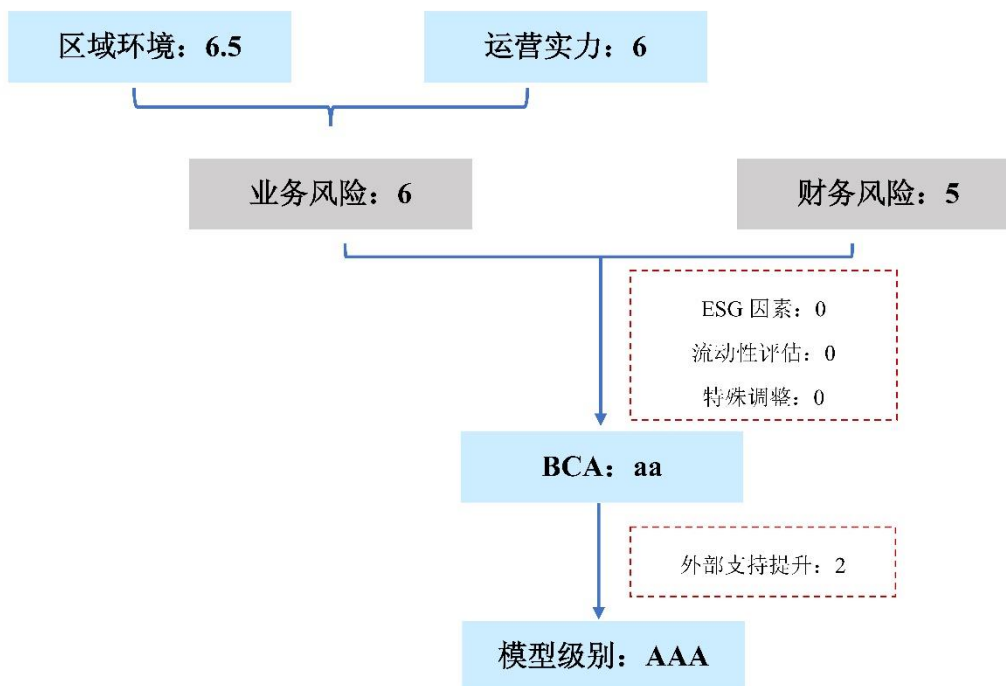
本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 南京地铁 GN001	AAA	AAA	2023/06/27 至本报告出具日	28.00/28.00	2020/02/26~2025/02/26	无
21 宁铁 13	AAA	AAA	2023/06/27 至本报告出具日	25.00/25.00	2021/07/13~2024/07/13	无
21 宁铁 14	AAA	AAA	2023/06/27 至本报告出具日	28.00/28.00	2021/08/5~2024/08/05	无
22 宁铁 01	AAA	AAA	2023/06/27 至本报告出具日	17.00/17.00	2022/01/12~2025/01/12	无

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
南京地铁	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/27 至本报告出具日

● 评级模型

南京地铁集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注:

外部支持: 南京市政府有很强的支持能力和对公司很强的支持意愿，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。

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

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基建行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基建企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，南京市区位优势明显，政治经济地位重要，经济财政实力稳居江苏省前列，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

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。凭借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，南京市综合实力稳居江苏省前列，2023 年 GDP 和一般公共预算收入稳定增长。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	2021	2022	2023
GDP (亿元)	16,355.32	16,907.85	17,421.40
GDP 增速 (%)	7.5	2.1	4.60
人均 GDP (元)	174,520.00	178,781.00	183,015.00
固定资产投资增速 (%)	6.2	3.5	-1.90
一般公共预算收入 (亿元)	1,729.52	1,558.21	1,619.98
政府性基金收入 (亿元)	2,493.14	1,560.29	1,254.30
税收收入占比 (%)	85.19	77.48	84.35
公共财政平衡率 (%)	95.14	85.20	88.10

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

资料来源：南京市统计局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为南京市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；2023 年，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、%）

	2021			2022			2023		
	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	23.30	89.34	-145.38	21.86	89.22	-202.65	32.52	92.83	-130.33
地铁运营	17.50	67.10	-219.02	14.51	59.22	-305.58	20.84	59.49	-219.57
地铁试运营	-	-	-	0.31	1.27	-1,225.44	0.41	1.17	-654.26
租赁	3.26	12.50	89.84	2.44	5.88	79.51	3.53	10.09	86.64
售房	-	-	-	2.24	9.14	18.76	2.12	6.07	20.03
代建工程	0.78	2.99	96.17	0.94	3.84	100.67	1.08	3.08	99.42
服务	0.70	2.68	72.54	0.56	2.29	37.97	1.99	5.69	67.41
货物销售	0.59	2.26	1.87	0.44	1.80	1.02	2.13	6.07	9.58
广告	0.25	0.96	96.86	0.26	1.06	95.96	0.26	0.73	1.51
物业管理	0.20	0.77	1.49	0.15	0.61	32.09	0.16	0.46	-37.77
咨询监测	0.01	0.04	100.00	0.02	0.08	63.89	-	-	-
其他业务小计	2.78	10.66	69.93	2.64	10.78	45.83	2.51	7.17	26.42
合计	26.08	100.00	-122.43	24.50	100.00	-175.87	35.04	100.00	-119.09

注：1、公司运营收入中包含了委托运营管理收入，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、零售等等；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，跟踪期内，地铁运营仍系公司收入的主要来源，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。2023 年以来，随着 7 号线南段和 5 号线南段先后开通运营，公司运营地铁线网覆盖率进一步提升，运营里程和车站数量较 2022 年末分别新增 23.6 公里和 18 座；与此同时，在地铁票价标准未作调整背景下，新线路的开通运营叠加日均客运量的提升，2023 年客运总量较上年增长 31.68%。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，2023 年运营成本同比增长 13.15%；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 1.81 千瓦时，较上年同期减少 0.03 千瓦时。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；2023 年得益于客运人数的提升和电耗成本的控制，当年南京地铁运营毛利率为-219.57%，同比收窄 86.01 个百分点，运营亏损压力较上年有所缩减但仍存。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 50.58 亿元，计入其他收益，同比增长 0.52 亿元，业务运营对政府补贴的依赖依旧较强。此外，跟踪期内，南京地铁正点率均保持较高水平且未发生过重大安全事故，运行质量较好。

表 3：截至 2024 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、南段）	2022.12（北段）、2023.12（南段）	24.5	19	幕府西路站-仙新路、西善桥站-应天大街站
5 号线（南段）	2024.03	12.9	9	吉印大道站-文靖路站
合计	--	472.6	226	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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
2023	99.98	10.10	276.71	24.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

轨道交通建设板块，跟踪期内公司地铁建设业务稳步推进，建设模式亦无变化。除 5 号线采用 PPP 模式下“项目投融资+建设+运营+移交”运作方式外，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。从业务开展情况来看，截至 2024 年 3 月末，公司在建地铁线路计划投资额合计 1,606.39 亿元，资本金占比 30%~40%，投资进度达到 61.98%，其中项目资本金到位 313.29 亿元（不含区级拆迁投入）；尚需投入 611.93 亿元。总体而言，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。

表 5：截至 2024 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	24.50	2024	339.70	135.90	40.00	289.38	135.90
7 号线（剩余段）	11.00	2024	319.77	95.93	30.00	275.24	73.96
6 号线	32.37	2024	310.87	124.35	40.00	186.00	32.88
9 号线一期	19.68	2025	212.50	85.00	40.00	112.74	33.56
10 号线二期	13.33	2024	105.03	42.02	40.00	50.08	14.9
3 号线三期	3.30	2024	41.90	16.76	40.00	15.68	0.85
宁扬城际（南京段）	25.10	2027	125.25	50.10	40.00	7.82	1.00
宁马城际（南京段）	26.50	2025	151.37	60.56	40.00	60.52	20.24
合计	155.80	--	1,609.39	610.62	--	997.46	313.29

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；6、根据江苏省发改委 2023 年 9 月批复，宁滁线项目法人由公司变更为南京江北新区枢纽经济发展有限公司，因此宁滁线不再包含于在建项目中。

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，涵盖租赁、服务、广告、物业管理和咨询监测等业务领域。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。

分业务来看，2023 年，公司广告收入与上年基本持平，租赁、服务和物业管理随着运营日趋成熟总体呈增长态势。未来，随着南京地铁新线路的逐步开通以及市民低碳出行理念的增强，该板块业务收入或将保持提升。

上盖物业开发方面，2023 年以来公司上盖物业开发业务模式维持以自主开发模式为主，现阶段的合作模式项目均为存量项目，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。其中，自主开发项目分为自持物业和销售型物业两种，截至 2024 年 3 月末，公司已完成自持物业项目 4 个，总建筑面积 3.79 万平方米，总投资额 4.01 亿元；销售型物业主要位于光华门、朝天宫等区域，地理位置较为优越，其中，光华门项目、雨花门项目和小行荟项目先后已于 2022 年底、2023 年 9 月和 2023 年 10 月竣工，截至 2024 年 3 月末，在建项目仅 1 个。此外，同期末公司拟用于上盖物业开发的土地合计 98.37 亩，土地出让金合计 4.57 亿元，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。

表 6：截至 2024 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	21.14	30.58
和燕路	宝龙	34%	商办	6.03	7.15	4.35	3.09	7.38
小天堂	保利	49%	商住	6.34	16.14	13.72	4.44	17.36
珠江东	东方置地	10%	商办公寓	7.99	7.61	0.68	1.03	1.5
合计	-	-	-	58.36	54.90	42.75	29.7	56.82

自主开发的销售型物业项目	物业类型	规划建筑面积	预计总投资	已投资	可售面积	预计回笼资金
光华门	商住	1.53	3.63	3.36	1.01	4.35
小行	商办公寓	7.11	5.83	4.40	2.90	5.90
雨花门	商办	1.20	1.20	0.92	0.39	1.01
城西路	商住	9.77	12.60	7.80	6.50	14.35
合计	-	19.61	23.26	16.48	10.8	25.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受益于政府的大力支持，公司所有者权益持续增长，保持极强的资本实力；但受地铁建设面临较大建设资金需求影响，公司债务规模增长亦较快，目前财务杠杆水平仍偏高，资本结构有待优化，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

公司资产由轨道建设形成的固定资产、在建工程 and 无形资产等构成，同时有一定规模的其他应收款和预付款项，呈现以非流动资产为主的资产结构。近年来随着轨道项目建设的稳步推进和新地铁线路的开通运营，2023 年末资产总额同比增长 10.75%，延续增长态势。其中，由于一号线北延、二号线西延、七号线、S8 宁天线南延等线路成本的结转，使得 2023 年末在建工程同比减少 15.56%，固定资产和无形资产分别同比增长 28.38% 和 19.32%。截至 2023 年末公司其他应收款同比增长 16.83%，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。截至 2024 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。

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，跟踪期内，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。随着南京市市区两级财政拨付的轨道建设资金逐步到位，公司资本公积进一步增加，带动经调整的所有者权益¹保持增长。考虑到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%，因此公司财务杠杆率目前仍维持在较高水平。

表 7：截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	2024.4.-12	2025	2026	2027 及以后	合计
有息债务	428.31	129.62	155.84	1,227.8	1,941.57

注：上表不含利息。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

跟踪期内，公司经营活动现金流净流出规模有所扩大，主要是由于上年度收到大规模的增值税留抵退税款项，使得本年度经营活动现金流入同比大幅缩减，同时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，上述因素共同导致当期经营活动净流出规模扩大，达到 24.92 亿元。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仍较大。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，故对外部融资的需求较高，筹资活动现金流保持大规模净流入。2023 年，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；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 表现较好。与此同时，公司每年利息支出规模随着债务扩张而增长，EBITDA 和经营活动净现金流始终无法有效覆盖利息支出。

截至 2023 年末，公司银行授信总额为 2,138.48 亿元，尚未使用授信额度为 461.23 亿元，备用流动性较为充足；此外，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。

表 8：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	144.11	91.53	116.20	141.33
其他应收款	373.43	474.50	512.38	537.00
固定资产	1,102.02	1,091.39	1,401.13	1,395.77
在建工程	645.65	829.66	700.59	726.24
无形资产	99.83	99.85	119.14	128.24
资产总计	2,511.37	2,748.22	3,043.79	3,129.09
经调整的所有者权益合计	828.95	886.08	1,009.07	1,016.39
总债务	1,555.67	1,694.61	1,878.16	1,945.44
短期债务占比	18.03	21.70	29.45	30.52
资产负债率	66.99	67.76	66.85	67.52
总资本化比率	65.24	65.66	65.05	65.68

¹经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

经营活动产生的现金流量净额	-1.57	-4.59	-24.92	-11.90
投资活动产生的现金流量净额	-187.18	-256.12	-188.29	-22.74
筹资活动产生的现金流量净额	241.22	207.68	238.03	60.07
收现比	1.01	1.02	1.01	0.68
EBITDA	21.74	22.92	26.92	1.41
EBITDA 利息覆盖倍数	0.34	0.32	0.31	0.14
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.02	-0.06	-0.29	-1.15

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产 0.15 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 13.98 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 2024 年 3 月末，贷款余额为 736.91 亿元。

或有负债方面，截至 2024 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 1.34%，均为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。同期末，公司不存在重大未决诉讼情况。

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 2024 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。

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

公司债务结构合理，同时货币资金较充裕，未使用银行授信额度及可动用账面资金较充足，备用流动性较好，对短期债务本息的保障程度高。公司流动性充足，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求。

外部支持

跟踪期内，南京市作为江苏省省会，副省级城市，GDP、地方一般预算收入在江苏省 13 个地市中均居第 2 位，仅次于苏州。公司作为南京市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；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；此外，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。2023 年及 2024 年一季度，公司分别收到专项土地款 12.76 亿元和 0.24 亿元；分别收到市级财政拨款（包含运营补贴）86.71 亿元和 3.00 亿元，分别收到区级财政拨款 24.93 亿元和 4.43 亿元；分别确认政府补贴 50.58 亿元和 12.89 亿元，包括综合补贴、运营亏损补贴和安检补贴等。综上，跟踪期内南京市政府具备很强的支持能力，同时保持对公司很强的支持意愿，可为公司带来很强的外部支持。

跟踪债券信用分析

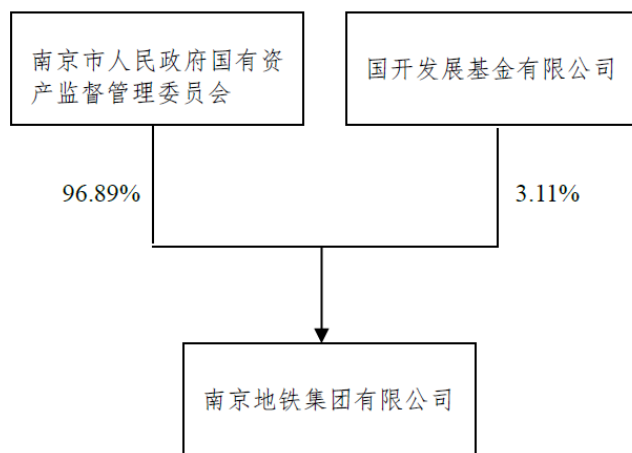
公司分别于 2021 年 7 月、8 月及 2022 年 1 月发行“21 宁铁 13”、“21 宁铁 14”和“22 宁铁 01”，发行规模分别为 25.00 亿元、28.00 亿元和 17.00 亿元，上述债券的募集资金用途均为归还有息债务，根据《南京地铁集团有限公司公司债券年度报告(2023 年)》显示，公司募集资金均按照既定用途使用完毕。

本次跟踪的债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，目前跟踪债券信用风险很低。

评级结论

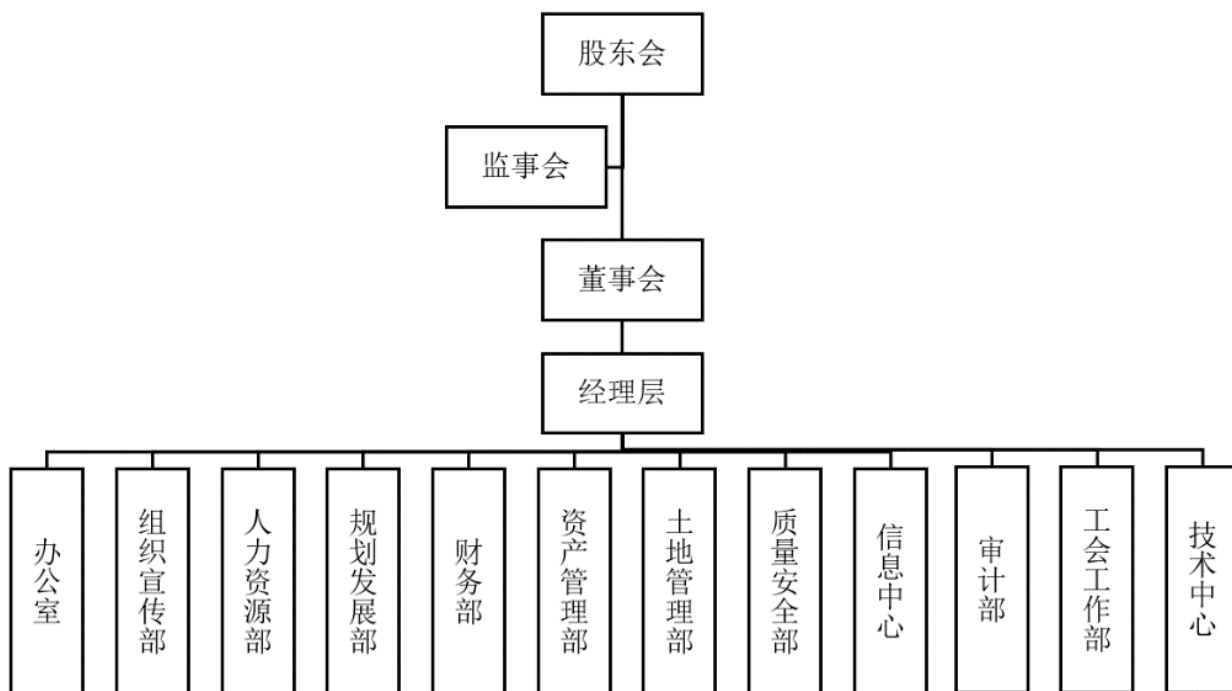
综上所述，中诚信国际维持南京地铁集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 南京地铁 GN001”、“21 宁铁 13”、“21 宁铁 14”、“22 宁铁 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2024 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
南京城际轨道交通有限公司	100,000.00	37.71
南京宁高轨道交通有限公司	100,000.00	75.21
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	100.00
南京轨道交通产业发展有限公司	5,000.00	60.00

注：1、表中只包含一级子公司；2、公司持有南京城际轨道交通有限公司（曾用名南京宁北轨道交通有限公司，2023 年 10 月变更为现名）37.71%的股权，但对其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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	1,441,139.24	915,314.49	1,162,047.11	1,413,264.87
非受限货币资金	1,440,986.58	910,621.05	1,158,794.45	1,413,112.21
应收账款	12,646.83	18,470.89	39,458.53	37,332.01
其他应收款	3,734,281.46	4,744,999.27	5,123,832.43	5,370,022.60
存货	204,311.82	351,234.95	372,783.02	385,295.46
长期投资	69,435.61	86,294.91	94,040.01	92,699.45
在建工程	6,456,466.40	8,296,620.41	7,005,872.28	7,262,446.27
无形资产	998,297.87	998,486.19	1,191,385.01	1,282,372.16
资产总计	25,113,667.35	27,482,219.22	30,437,882.61	31,290,891.94
其他应付款	407,580.35	857,862.54	689,297.14	800,271.74
短期债务	2,805,073.10	3,677,322.14	5,530,452.46	5,936,837.40
长期债务	12,751,652.28	13,268,760.06	13,251,156.34	13,517,572.07
总债务	15,556,725.38	16,946,082.20	18,781,608.80	19,454,409.47
负债合计	16,824,171.23	18,621,423.72	20,347,205.30	21,126,972.40
利息支出	643,435.52	724,603.10	857,729.52	103,374.22
经调整的所有者权益合计	8,289,496.12	8,860,795.50	10,090,677.30	10,163,919.54
营业总收入	260,792.05	245,046.53	350,358.42	80,853.22
经营性业务利润	29,555.58	29,724.26	36,337.19	13,383.92
其他收益	380,536.84	500,606.60	505,853.61	128,852.39
投资收益	29.40	4,347.50	5,834.51	374.11
营业外收入	6,768.69	1,172.89	591.89	76.39
净利润	34,603.20	33,564.16	41,985.98	13,642.59
EBIT	29,524.28	33,411.45	43,224.29	14,075.03
EBITDA	217,410.04	229,167.82	269,189.74	--
销售商品、提供劳务收到的现金	263,133.11	250,562.94	355,117.18	54,768.02
收到其他与经营活动有关的现金	405,338.15	809,376.62	614,059.45	210,842.59
购买商品、接受劳务支付的现金	226,906.72	523,651.98	369,268.37	59,583.42
支付其他与经营活动有关的现金	214,571.86	739,386.84	498,538.16	201,325.58
吸收投资收到的现金	1,196,184.12	1,237,480.57	1,279,977.41	166,533.20
资本支出	1,868,019.84	2,264,984.00	1,853,574.42	230,999.49
经营活动产生的现金流量净额	-15,721.71	-45,884.17	-249,191.82	-118,958.72
投资活动产生的现金流量净额	-1,871,846.49	-2,561,236.40	-1,882,948.33	-227,374.54
筹资活动产生的现金流量净额	2,412,238.73	2,076,755.04	2,380,313.54	600,651.03
现金及现金等价物净增加额	524,670.54	-530,365.53	248,173.39	254,317.77
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	-122.43	-175.87	-119.09	-127.65
期间费用率（%）	11.61	15.68	14.19	15.01
应收类款项占比（%）	14.92	17.33	16.96	17.28
收现比（X）	1.01	1.02	1.01	0.68
资产负债率（%）	66.99	67.76	66.85	67.52
总资本化比率（%）	65.24	65.66	65.05	65.68
短期债务/总债务（%）	18.03	21.70	29.45	30.52
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.02	-0.06	-0.29	-1.15
总债务/EBITDA（X）	71.55	73.95	69.77	--
EBITDA/短期债务（X）	0.08	0.06	0.05	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.34	0.32	0.31	--

注：中诚信国际根据 2021 年、2022 年、2023 年审计报告及 2024 年一季度未经审计的财务报表整理；其他流动负债中的带息债务调入短期债务；长期应付款中的带息债务调入长期债务；总债务不包含租赁负债，EBIT 剔除非经常性损益；季报中折旧、摊销、利息支出财务数据缺失故相关数据指标计算失效。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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：1、“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；2、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”；3、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