

南京地铁集团有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：朱 洁 jzhu@ccxi.com.cn

项目组成员：郭世瑶 shiyaoguo@ccxi.com.cn

王梦怡 mywang@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 07 月 28 日

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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。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。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪2995号

南京地铁集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 南京地铁 GN001”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十八日

评级观点：中诚信国际维持南京地铁集团有限公司（以下简称“南京地铁”或“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”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了南京市持续增强的区域经济实力、政府对公司的全力支持、已开通地铁线路运营情况良好等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司整体盈利能力较弱、未来面临较大的资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

南京地铁（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,585.04	1,771.97	1,936.14	2,024.77
所有者权益合计（亿元）	582.54	644.07	684.84	686.98
总负债（亿元）	1,002.50	1,127.90	1,251.30	1,337.80
总债务（亿元）	934.43	1,050.15	1,167.47	1,258.40
营业总收入（亿元）	20.07	21.64	28.63	3.54
经营性业务利润（亿元）	1.46	0.66	0.88	-0.44
净利润（亿元）	2.11	2.21	2.75	-0.45
EBITDA（亿元）	14.48	16.92	20.90	--
经营活动净现金流（亿元）	14.73	2.29	2.35	-2.56
收现比(X)	1.25	1.20	1.17	0.20
营业毛利率(%)	-59.93	-79.38	-80.44	-243.60
应收类款项/总资产(%)	8.97	10.63	12.42	12.82
资产负债率(%)	63.25	63.65	64.63	66.07
总资本化比率(%)	61.60	61.98	63.03	64.69
总债务/EBITDA(X)	64.55	62.08	55.86	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.34	0.34	0.41	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000 2019_02)

南京地铁集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	0.93	6
	收现比(X)*	1.20	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.49	3
	受限资产占总资产的比重(X)	0.00	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	684.84	10
	总资本化比率(X)	0.63	6
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	10	10
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	8	8
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用近三年数据计算得出

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。**2019 年南京市实现地区生产总值 14,030.15 亿元，同比增长 7.8%，持续增强的区域经济实力为地铁建设奠定了坚实基础。

■ **政府对公司的全力支持。**2019 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。截至 2020 年 3 月末，公司在建地铁线路已到位资本金合计 155.25 亿元，2019 年及 2020 年 1~3 月分别确认政府补贴 26.32 亿元和 8.76 亿元，政府支持有力支撑了公司的持续运营及项目建设。

■ **公司已开通地铁线路运营情况良好。**截至 2020 年 3 月末，公司已开通地铁线路 10 条（段），运营里程合计 377.60 公里。2019 年，南京地铁客运总量 11.52 亿人次，日均客运量 315.29 万人次，较上年均有不同程度增长，票务收入得益于新增线路、客运量增长及票价上调，全年增至 21.59 亿元，同比增长 30.60%。

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。

■ **未来面临较大的资本支出压力。**公司在建及拟建项目丰富，项目投资金额较大，截至 2020 年 3 月末在建及拟建地铁线路尚需投入超过千亿元，为公司带来了较大的资本支出压力。

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。

■ **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的流动性紧张等。

评级历史关键信息

南京地铁集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	20 南京地铁 GN001 (AAA)	2019/09/27	赵晓曦、陶雨、刘婉茹	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文

同行业比较

2019 年同类型企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率(%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
深圳市地铁集团有限公司	4,227.90	2,738.48	35.23	209.9	116.67	213.2
广州地铁集团有限公司	3,892.47	2,177.91	44.05	122.34	10.44	134.07
杭州市地铁集团有限责任公司	1,790.75	839.10	53.14	66.99	12.65	-31.91
南京地铁集团有限公司	1,936.14	684.84	64.63	28.63	2.75	2.35

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
20 南京地铁 GN001	AAA	AAA	28.00	28.00	2020/02/26~2025/02/26

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定期与不定期跟踪评级，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

公司于 2020 年 2 月 26 日发行“20 南京地铁 GN001”，发行金额为 28.00 亿元，期限 5 年，债券代码为 132000003.IB，截至 2020 年 6 月末，本期债券募集资金均按约定用途使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020 年一季度，在新冠肺炎疫情的冲击下，GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致 2020 年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，

赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要

经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

作为江苏省省会和长三角核心城市，凭借良好的交通区位及产业基础，2019 年以来南京市经济持续快速发展，综合经济实力不断提升

南京市作为江苏省省会、副省级城市，系江苏省政治、经济、科教和文化中心，并被国务院明确为长江三角洲地区区域世界级城市群和城镇体系的五大副中心城市之一。南京市下辖 11 个区，总面积 6,587.02 平方公里，2019 年末全市常住人口 850 万人，城镇化率 83.20%。近年来南京市重点建设以电子信息、石油化工、汽车制造、钢铁四大产业为支柱，以软件和服务外包、智能电网、风电光伏、轨道交通等新兴产业为支撑，先进制造业和现代服务协调发展的产业格局。

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。2019 年，南京市经济继续保持较快增长，地区生产总值在省会城市中位列第 5，在全国 GDP 百强城市中排名 11。GDP 增速方面，2019 年南京市 GDP 按可比价格计算，同比增长 7.8%，增速较 2018 年略有下降，但仍保持较高水平，均高出全省和全国增速 1.7 个百分点。产业结构方面，2019 年南京

市第三产业增加值占地区生产总值的比重为 62.0%，较 2018 年提高 1.0 个百分点，产业结构进一步优化。

表 1：2017 年~2019 年南京市主要经济指标（亿元）

项目	2017	2018	2019
地区生产总值	11,715.10	12,820.40	14,030.15
第一产业增加值	263.01	273.42	289.82
第二产业增加值	4,454.87	4,721.61	5,040.86
第三产业增加值	6,997.22	7,825.37	8,699.47
三次产业结构	2.3:38.0:59.7	2.1:36.9:61.0	2.1:35.9:62.0
全社会固定资产投资	4,312.66	4,718.05	--
社会消费品零售总额	5,604.66	5,832.46	6,135.74

资料来源：南京市统计局网站

中诚信国际认为，南京市作为江苏省省会和长三角核心城市，凭借良好的交通区位、产业基础，预计未来一段时期内南京市经济仍将保持稳定的增长。

财政方面，2017 年~2019 年南京市地方财政收入实现了快速增长，全市一般公共预算收入分别较上年增长 11.3%、11.1%和 7.5%，其中税收收入占比均超过八成，收入构成质量较高。同期，南京市公共财政平衡率保持在 90%以上，财政平衡性持续较好。

表 2：近年南京市财政收支主要情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
一般公共预算收入	1,271.91	1,470.00	1,580.00
其中：税收收入	1,044.61	1,242.50	1,373.83
政府性基金预算收入	1,706.40	1,614.60	1,704.67
一般公共预算支出	1,353.96	1,532.70	1,658.60
政府性基金预算支出	1,611.97	1,589.90	1,945.73
公共财政平衡率	93.94%	95.91%	95.26%

注：2019 年财政数据来源于政府预算执行报告

资料来源：南京市财政决算报告及预算执行报告

债务方面，2017~2019 年，南京市债务余额分别为 2,357.14 亿元、2,419.32 亿元和 2,585.3 亿元，债务率分别为 78.63%、74.56%和 72.92%，负债率分别为 20.12%、18.87%和 18.43%，整体债务风险较小。

近年来轨道交通行业持续快速发展，运营规模和规划在建规模持续增加，为支持轨道交通建设，各级

政府在资本金方面给予较大支持。未来，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

2000年以来，我国轨道交通每年运营里程不断增长。“十五”期间我国轨道交通每年平均新增运营里程79.80公里，“十一五”期间每年平均新增运营里程182.00公里，“十二五”期间每年平均新增运营里程432.60公里，进入“十三五”来，累计新增运营线路长度2,143.4公里，年均新增运营线路长度714.5公里。截至2019年底，共有40个城市开通城市轨道交通运营线路208条，运营线路总长度达6,736.2公里。

图1：2015-2019年末我国轨道交通运营里程情况



资料来源：城市轨道交通年度统计和分析报告，中诚信国际整理

从新增运营线路长度看，2019年新增温州、济南、常州、徐州、呼和浩特5市，新增运营线路25条，新增运营线路长度974.8公里。从新增运营线路长度看，成都新增105.9公里，居全国首位，北京、郑州、沈阳、温州增量超过50公里。从增长幅度看，增长率超过100%的有厦门、福州，分别增长137.3%、117.1%；合肥、乌鲁木齐、南宁次之，增长率均超过50%。

从运营线网规模看，截至2019年末，全国共计18个城市的线网规模达到100公里或以上。其中，上海809.9公里，北京771.8公里，两市运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。此外，广州运营线路长度超过500公里，成都运营线路长度快速增长跨进400公里，南京、武汉、重庆、深圳运营线路长度均超过300公里，天津、苏州运营

线路长度均超过200公里。

从客运量情况来看，城市轨道交通2019年全年累计完成客运量237.1亿人次，比上年增长26.4亿人次，增长12.5%。2019年全年北京累计完成客运量39.6亿人次，上海累计完成客运量38.8亿人次，广州累计完成客运量33.1亿人次，深圳累计完成客运量17.9亿人次，北京、上海、广州、深圳客运量占全国总客运量的54.6%。成都、武汉、南京和重庆各市累计完成客运量均突破10亿人次。

运营经济方面，据不完全统计（本次计入31个城市数据，不含部分市域快轨和有轨电车数据和数据填报不完整城市），2019年，全国城市轨道交通平均单位车公里运营成本23.4元，同比下降0.4元；平均单位人公里运营成本0.69元，同比下降0.15元；总成本中工费占比48.8%，同比增加1.2个百分点；电费占比10.2%，同比下降0.7个百分点。全国城市轨道交通平均单位车公里运营收入16.7元，同比下降0.5元；平均单位人公里运营收入0.47元，同比下降0.01元。车公里运营收入和人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、杭州、长沙、青岛、厦门，均为资源经营收入较高的城市。平均单位票款收入0.28元/人公里，同比增长0.01元。杭州、贵阳、福州、常州、石家庄、无锡、长沙单位票款收入超过0.3元/人公里。

在建项目方面，截至2019年末，中国大陆地区有56个城市（个别由地方政府批复项目未纳入统计）在建线路总规模6,902.5公里（含部分2019年当年仍有建设进展和投资额发生的新投运项目），同比增长8.3%；其中，地铁5,942.7公里，占比86.1%；轻轨5.4公里，占比0.1%；单轨46.8公里，占比0.7%；市域快轨489.5公里，占比7.1%；现代有轨电车407.9公里，占比5.9%；磁浮交通10.2公里，占比0.1%。在建线路279条（段），共有24个城市的在建线路超过100公里。

轨道交通项目投资方面，截至2019年末，中国内地在建线路可研批复投资累计46,430.3亿元，初设批复投资累计39,937.4亿元。2019年当年共完成

建设投资 5,958.9 亿元，同比增长 8.9%，当年完成建设投资额占可研批复投资额的 12.8%。

图 2：2015~2019 年末我国轨道交通在建里程情况



资料来源：城市轨道交通年度统计和分析报告，中诚信国际整理

规划方面，截至 2019 年末，全国共有 65 个城市的城轨交通线网规划获批(含地方政府批复的 21 个城市)，在实施的建设规划线路总长达 7,339.4 公里。我国城轨交通项目总投资额保持相对高位，各城市建设规划获批在实施的规模进一步扩大，部分城市启动新一轮建设规划。继一线城市后，绝大部分省会城市和部分发展较快的新兴城市的城轨交通相继成网，城轨交通网络化程度逐步提高。

轨道建设投融资方面，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。因此，轨道交通不仅需要地方政府具备较强的财政实力和融资能力以保障项目建设顺利推进，还需要持续的财政投入以保障线路系统的安全运行。国务院办公厅于 2018 年 7 月 13 日下发了《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》(以下简称“52 号文”)。针对地铁审批，52 号文指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3,000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上；申报建设轻轨的城市

一般公共预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1,500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次、0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时 3 万人次以上、1 万人次以上。以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整。在强化项目风险管控方面，52 号文提出，严控地方政府债务风险。进一步加大财政约束力度，按照严控债务增量、有序化解债务存量的要求，严格防范城市政府因城市轨道交通建设新增地方政府债务风险，严禁通过融资平台公司或以 PPP 等名义违规变相举债。对举债融资不符合法律法规或未落实偿债资金来源的城市轨道交通项目，发展改革部门不得审批(核准)；对列入地方政府债务风险预警范围的城市，应暂缓审批(核准)其新项目。

目前，轨道交通建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、市区共建的模式。在项目资本金的筹集上，由市、区两级政府投入资本金，将地铁建设与沿线土地开发结合，并与各区的经济发展结合起来。同时，各地也在逐步尝试轨道交通项目的市场化运作，改变项目由政府独家运作的模式，广泛吸引国内外企业投资建设，充分发挥企业的积极性，由企业与企业共同筹集资本金，对规划线路实行产权清晰的项目公司运作，不断规范投资、建设、监管和运营。

此外，轨道交通还具有项目建设周期长，一次性投资大，后期运营维护成本高昂的特点。国外经验表明，设备的购置、安装等费用约占轨道交通总投资的 40~50%。国务院办公厅于 1999 年 2 月转发的原国家计委《关于城市轨道交通设备国产化的实施意见》提出，“城市轨道交通项目，无论使用何种建设资金，其全部轨道车辆和机电设备的平均国产化率要确保不低于 70%”。国产化的实施使得轨道交通项目建设成本大幅下降，但总体来看，轨道交通仍然是城市基础设施建设中投资规模最大的工程，而上述建设成本通常最终沦为沉没成本。除建

设成本外，轨道交通项目还面临高昂的运营费用，包括电力供应、车辆维修、设备维护、人员工资等。

从目前的经营概况来看，轨道交通作为政府提供给居民的一种出行方式，其社会效益往往大于经济效益。加之轨道交通具备较强的网络效应，单一线路通常缺乏吸引，而我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，除上海、北京、广州、深圳外，其他城市建成的线路相对较少，网络化效应不明显，很大程度上制约了运载能力的释放，票款收入远不能覆盖运营费用。因此，轨道交通项目投入运营后，其沿线的商贸、广告等经营性业务通常也一并交由地铁公司管理，一般由地铁公司联合专业化投资者，对地铁沿线的广告、商贸统一开发，实现规模和专业化管理，通过运营相关资源的收益部分弥补地铁运营的亏损。

中诚信国际关注到，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。

跟踪期内，南京地铁地位稳固，运营整体较为平稳，随着新线路投运，地铁路网效应增强，营业收入有望保持增长

南京市政府将轨道交通建设项目作为未来一段时期南京市基础设施建设重点。公司是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，业务具有区域垄断优势。

公司实行建设、运营和资源开发的一体化管理，其营业收入主要来自于地铁运营以及租赁、服务、广告、物业管理和咨询监测等资源开发业务。跟踪期内，受益于运价的整体上调，新线投运下地铁路网效应增强，公司运营收入规模增大带动营业收入增长。同时，包括租赁、服务、广告、物业管理和咨询监测业务收入的资源开发收入对公司营

业收入形成了有力补充。

表 3：公司主要板块收入结构（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.3
主营业务收入	19.19	20.78	27.33	3.22
运营收入	14.39	15.89	21.56	2.35
租赁	1.76	2.06	3.47	0.77
服务	0.17	1.08	0.27	0.02
广告	1.67	0.95	0.05	0.00
物业管理	0.24	0.14	0.13	0.06
咨询监测	0.70	0.66	0.26	0.02
施工工程	0.12	0.00	0.83	0.00
其他	0.14	--	0.76	0.00
其他业务收入	0.88	0.86	1.31	0.32
合计	20.07	21.64	28.63	3.54

注：公司主营业务中其他收入主要为货物销售和委托运营管理收入，2019 年委托运营管理收入 0.75 亿元，系确认的五号线委托运营收入。
资料来源：公司提供

2019 年随着运营线路的增加、地铁票价调升和客运量的增长，南京地铁运营收入和运营成本均有所提升

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。截至 2020 年 3 月末，公司已开通运营线路 10 条（段），包括 1~4 号线、10 号线、S1 号线（机场线）、S3 号线（宁和城际一期）、S7 号线（宁溧线）、S8 号线和 S9 号线（宁高城际二期），运营里程合计 377.6 公里，车站数量合计 174 座。其中 S9 号线（宁高城际二期）的开通运营使南京成为中国第一个区县全部开通地铁的城市，地铁线网覆盖全部 11 个市辖区。

公司地铁线路开通 1 年内属于试运营期，在会计处理上仍计入在建工程科目，试运营期间运营收入直接冲抵建设成本，不计入公司营业总收入。公司 S3 号线、S9 号线和 S7 号线分别于 2018 年 12 月、2018 年 12 月和 2019 年 6 月结束试运营，在 2019 年进入正式运营期，转入固定资产，并确认营业收入和营业成本。2019 年公司正式投运线路增至 10 条（段），路网效应增强，并利于运营指标及运营收入提升。

表 4：截至 2020 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 (含南延线)	2005.09; 2010.05 (南延线部分)	38.9	27	迈皋桥站~中国药科大学站
2 号线 (含东延线)	2010.05	37.6	26	油坊桥站~经天路站
10 号线	2014.07	21.6	14	雨山路站~安德门站
S1 号线 (又称机场线)	2014.07	35.8	9	南京南站~空港新城江宁站
S8 号线 (又称宁天城际一期)	2014.08	45.2	17	金牛湖站~泰山新村站
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 (又称宁和城际一期)	2017.12	37.2	19	南京南站~高家冲站
S9 号线 (又称宁高城际二期)	2017.12	52.4	6	高淳站~翔宇南路站
S7 号线 (又称宁溧线)	2018.05	30.2	9	无想山站~空港新城江宁站
合计	--	377.6	174	--

资料来源：公司提供

运营指标方面，2019 年南京地铁客运总量和日均客运量分别为 11.52 亿人次和 315.29 万人次，近三年均呈逐年增长趋势。2020 年 1~3 月，南京地铁客运总量为 1.13 亿人次，日均客运量为 122.32 万人次，一季度各项指标下滑较大主要系受新冠疫情影响，出行人数大幅下降。

表 5：2017 年~2020 年 3 月南京地铁运营情况

	正点率 (%)	客运总量 (亿人次)	日均客运量 (万人次)	票务收入 (亿元)
2017	99.97	9.77	276.01	15.01
2018	99.98	11.15	305.45	16.53
2019	99.97	11.52	315.29	21.59
2020.3	99.98	1.13	122.32	2.27

注：票务收入包含试运行线路票务收入。

资料来源：公司提供

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。2019 年 3 月 31 日起，南京地铁票价标准有所调升，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，此次调价将进一步提升公司票务收入。此外，南京地铁针对通勤乘客和特定人群均提供相应优惠政策，并可根据市场需求，发行定期票和计次票等票种。

表 6：南京地铁票价机制调整情况 (元、公里)

票价	乘坐里程 (2019.3.31 以前)	乘坐里程 (2019.3.31 以后)
2	0~10	0~4
3	10~16	4~9
4	16~22	9~14

5	22~30	14~21
6	30~38	21~28
7	38~48	28~37
8	48~58	37~48
9	58~70	48~61
10	70~84	61~76
每增加 1 元	增加 14 公里	增加 15 公里

资料来源：南京市发展和改革委员会文件

2019 年受益于新客流量增长、新增线路正式投运及整体运价提升，公司地铁运营收入增长较快，当年地铁运营收入为 21.56 亿元，较 2018 年同比增长 35.65%。2020 年 1 季度疫情影响下，公司 1~3 月实现地铁运营收入 2.35 亿元，较上年同期的 4.10 亿元，出现较大幅下滑。

轨道交通运营成本方面，公司地铁运营成本主要由资产折旧、人力成本和能耗成本构成，2019 年受 S7 号线等转固开始计提折旧等因素影响，地铁运营成本同比增长 34.47% 达到 50.00 亿元，其中资产折旧占比 32.46%、人力成本占比 41.62%、能耗成本及其他占比 25.92%。人力及能耗成本方面，2019 年南京地铁平均车公里工作人员 36 人，平均牵引电耗 182.24 千瓦时/百车千米，车公里成本 16.26 元/车千米，较上年同期增加 0.69 元/车公里，主要系人工成本的自然增长。

由于轨道交通具有较强的公益性，南京地铁运营收入难以覆盖其运营成本，2019 年和 2020 年 1~3 月地铁运营毛利率分别为-131.96%和-409.33%。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，2019年和2020年1~3月分别确认政府补贴26.32亿元和8.76亿元。

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，自成立以来，公司未发生过重大安全事故。

跟踪期内，公司地铁建设业务稳步推进，在建及拟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

截至2020年3月末，公司在建地铁线路9条（段），线路长度合计196.07公里，总投资合计1,634.55亿元，其中资本金合计620.70亿元。截至2020年3月末，公司在建地铁线路累计完成投资492.91亿元，其中累计到位资本金155.25亿元，尚需投入1,141.64亿元，其中资本金465.45亿元。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和区级财政共同承担，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。

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，由公司和社会资本方合作进行投融资建设和运营，特许经营期16年，包括建设期5年、试运营期1年和正式运营期10年。该线路全长37.40公里，总投资339.70亿元，

分为公司自建和PPP项目合作两部分，其中自建部分投资约120.20亿元，包括主要前期工作费用、征地拆迁和试验段土建工程等，由公司自行融资和建设；PPP项目合作部分投资约219.50亿元，包括自建部分外其余工程建设项目，由PPP项目公司负责融资和建设。特许经营期内，公司将自建部分以租赁方式交由PPP项目公司统一运营管理，社会资本方通过PPP项目公司提供地铁运营服务获取票务收入，以回收投资并获得相应回报，不足部分由政府方补贴。特许经营期满后，社会资本方将PPP项目公司全部股权移交给政府方或政府方指定机构。经过公开招投标，5号线项目社会资本方确定为绿地控股集团有限公司、上海绿地建设（集团）有限公司和上海隧道工程有限公司的联合体。截至2020年3月末，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。除5号线外，公司在建地铁线路计划投资额合计1,294.85亿元，其中项目资本金484.80亿元；已投资292.25亿元，其中已到位资本金67.91亿元；尚需投入1,002.60亿元。

同时，截至2020年3月末公司拟建项目为地铁线路3号线三期，计划总投资41.90亿元，拟融资金额25.14亿元。整体来看，公司在建及拟建线路较多且投资规模较大，将为公司带来较大的资本支出压力；同时，随着项目的逐步建成投运，公司地铁路网将进一步完善。

表7：截至2020年3月末南京地铁在建线路情况（公里、亿元、%）

线路	线路长度	建设期间	计划投资额	资本金	资本金比例	已投资	已到位资本金	首末站名称
5号线	37.40	2016~2022	339.70	135.90	40.01	200.66	87.34	方家营站~吉印大道站
1号线北延	6.54	2017~2022	74.25	28.53	38.42	39.02	4.00	迈皋桥站~二桥公园站
7号线	35.64	2017~2022	319.77	95.93	30.00	133.11	34.56	仙新路站~西善桥站
2号线西延	5.40	2018~2022	47.95	19.18	40.00	25.05	4.60	鱼嘴站~油坊桥站
宁句城际	43.64	2018~2023	209.75	83.90	40.00	45.30	8.07	马群站~句容站
S8南延线	2.07	2018~2022	14.73	5.89	39.99	6.13	1.05	大桥站~泰山新村站
6号线	32.37	2019~2023	310.87	124.35	40.00	30.33	13.18	南京南站~栖霞山站
9号线一期	19.68	2019~2023	212.50	85.00	40.00	10.00	1.55	丹霞路站~滨江公园站
10号线二期	13.33	2019~2023	105.03	42.02	40.01	3.31	0.90	安德门站~石扬东路站
合计	196.07	--	1,634.55	620.70	--	492.91	155.25	--

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。

资料来源：公司提供

资源开发板块的相关业务对公司收入形成一定补充，整体运营较为平稳，但由于核算调整导致细分板块间收入有所波动

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，2019年实现资源开发收入4.18亿元，较上年减少14.54%，主要因当年咨询监测等业务板块收入核算调整，部分收入纳入公司其他业务核算。

公司广告业务主要是对地铁及其沿线广告资源的开发利用，主要包括可冠名车站和报站广播等，2018年以来由于经营业态调整，将部分广告收入调整至租赁板块。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，预计公司广告业务将在未来有着稳定的发展。

公司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的对外出租。其中，商铺经营业态以餐饮、便利店、服饰、化妆品等服务类为主，公司已与苏宁、金轮、肯德基和麦当劳等优质客户建立了良好的合作关系，提升了南京地铁商业的整体品牌形象，2019年租赁收入3.47亿元，主要受益于板块间核算调整和租赁物业因线路增加而增长。

公司服务业务主要为通道接口服务，主要是对地铁场站和周边商场之间的通道对接，由公司负责通道的建设，由商场支付工程费用并每年向公司支付一定的服务费用。2018年公司部分租赁收入纳入服务业务板块核算，服务业务收入达到1.08亿元；2019年随着租赁收入调出，当年服务收入降至0.27亿元。

公司物业管理业务主要为对地铁沿线商铺的物业管理工作，2019年实现物业管理收入0.13亿元，基本与上年持平，预计未来随运营线路的增加，公司物业管理收入将稳步增长。

公司咨询监测业务主要是对既有运营线路和

在建结构形成区段的外部施工作业专项结构保护监测工作，采用“技术管理总包+现场数据采集劳务外包”的运作模式，服务客户主要为地铁线路控制保护区内的物业开发单位，2019年公司咨询监测收入0.26亿元。

此外，资源开发公司还负责轨道交通项目建设过程中的土方外运、钢支撑和钢围挡等施工建设业务。自2013年起，由于公司规划调整，施工工程业务逐步萎缩，2017年~2019年，公司工程施工业务收入分别为0.12亿元、0.00亿元和0.83亿元，其中2019年施工工程收入为以前年度的工程尾款，业务及收入持续性较弱。

跟踪期内，公司上盖物业开发模式未发生变化，近年通过出让上盖物业开发公司股权，陆续回笼资金，且当前开发空间较大，预计将成为公司重要的收益来源

公司通过“定向拿地+合作开发”的模式进行上盖物业开发。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。2018年，公司将负责金马路站上盖物业开发的项目公司南京金马交通枢纽开发有限责任公司（以下简称“金马开发公司”）部分股权转让，引入战略投资者绿地控股集团有限公司和南京万科置业有限公司，进行后续合作开发，并实现2.00亿元股权转让收益。2019年，公司将负责和燕路及曹后村上盖物业开发的项目公司南京和燕通途置业有限公司66%股权转让，引入战略投资者上海宝龙实业发展（集团）有限公司，进行后续合作开发，并实现1.07亿元股权转让收益。

截至2020年3月末，公司拟用于上盖物业开发的土地合计69.69亩，价值合计5.74亿元，已支付20%土地出让款，剩余部分将陆续支付。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。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年度的财务报告，经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年~2019 年度财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

跟踪期内，公司地铁运营业务继续亏损经营，利润总额对政府补贴依赖度高，整体盈利能力依然较弱

由于轨道交通具有一定的公益性，收费定价非市场化，票务收入尚无法覆盖运营成本，公司地铁运营业务亏损严重，并导致营业毛利率持续为负。2019 年公司营业毛利率为-80.44%，其中运营业务毛利率为-131.96%。2020 年一季度，受疫情影响，公司客流量下滑使其运营收入较上年同期缩减明显，亏损进一步加剧，一季度营业毛利率为-243.60%，其中运营业务毛利率为-409.33%。

表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019	2020.3
主营业务	-63.42	-84.64	-87.41	-276.77
运营	-109.84	-134.00	-131.96	-409.33
租赁	87.29	80.48	89.97	89.38
服务	39.02	95.46	57.37	100.00
广告	98.37	99.59	94.17	100.00
物业管理	-74.57	-262.92	-342.09	-116.64
咨询监测	59.67	64.44	62.83	136.10
施工工程	5.99	0.00	96.23	0.00
其他	100.00	--	96.99	--
其他业务	15.74	48.49	65.08	92.46
营业毛利率	-59.93	-79.38	-80.44	-243.60

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用主要为管理费用，近年随着职工薪酬上涨保持增长趋势，2019 年管理费用为 2.35 亿元；同期，公司财务费用为-0.36 亿元，由于利息支出大部分资本化，货币资金产生的利息收入大于费用化利息支出，故每年财务费用均为负。2019 年受益于收入增长，公司期间费用率

所有下降，三费对利润的侵蚀减轻。

公司利润总额主要由经营性业务利润、营业外损益和投资收益等构成，其中经营性业务利润近年均能保持盈利，主要受益于其他收益补充，该部分系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，其中 2019 年确认综合补贴 19.14 亿元、运营亏损补贴 5.00 亿元和安检补贴 2.15 亿元；投资收益主要系转让股权实现的转让收益，2019 年系转让南京和燕通途置业有限公司 66% 股权所产生。同时，2019 年公司营业外损益主要系补偿款收入，当年确认 0.57 亿元。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	1.45	2.00	2.25	0.53
期间费用率(%)	7.22	9.26	7.86	15.07
经营性业务利润	1.46	0.66	0.88	-0.44
其中：其他收益	15.18	20.12	26.32	8.76
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	--
公允价值变动收益	0.00	0.00	--	--
投资收益	0.06	2.02	1.34	0.00
营业外损益	0.71	0.12	0.57	0.00
利润总额	2.24	2.80	3.05	-0.44
EBITDA 利润率(%)	72.11	78.18	72.99	--
总资产收益率(%)	0.15	0.17	0.16	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体来看，随着建设的地铁线路逐步投入运营，公司营业收入有望逐年增长，但由于轨道交通行业的准公益性特点，定价非市场化，2019 年该板块继续大幅亏损，同时资源开发业务对公司盈利贡献有限，公司整体盈利能力依然较弱，对财政补贴的依赖性较大。

跟踪期内，公司资产总额随着地铁线路投资推进保持稳步增长态势，并维持了以地铁资产和在建设工程为主的资产结构；同时，公司流动资产中其他应收款占比较高，且账期较长，一定程度影响资产流动性

随着地铁项目建设进度的不断推进，公司资产规模不断增长，2019 年及 2020 年 3 月末，公司总资产分别为 1,936.14 亿元和 2,024.77 亿元。

跟踪期内，公司资产结构依然以非流动资产为主，其中 2019 年及 2020 年 3 月末非流动资产分别为 1,524.60 亿元和 1,550.69 亿元，占同期末总资产的比重分别为 78.74%和 76.59%。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，固定资产主要是运营线路相关工程设备系统及房屋建筑物等，2019 年末同比增长 27.96%，系 3 条线路结束试运营由在建工程转入固定资产所致；2020 年 3 月末小幅减少至 1,123.97 亿元，主要系固定资产折旧所致，公司采用年限平均法计提折旧，截至 2020 年 3 月末固定资产累计计提折旧 80.45 亿元。公司在建工程规模随地铁线路工程建设进度和转固情况而变化，2019 年线路结束试运营，相关地铁资产转固，年末在建工程同比减少 38.89%，2020 年 3 月末随着在建线路的投资推进，在建工程规模增至 309.40 亿元。公司无形资产主要为土地使用权，随着线路转固，2019 年末无形资产同比增长 18.41%。

流动资产方面，2019 年及 2020 年 3 月末，公司流动资产分别为 411.54 亿元和 474.09 亿元，主要由其他应收款、货币资金、其他流动资产和预付款项构成。2019 年及 2020 年 3 月末公司其他应收款分别为 239.39 亿元和 258.92 亿元，主要为线路转固后产生的借款利息，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，南京市土地市场状况和房地产调控政策将对其产生一定影响。截至 2020 年 3 月末公司其他应收款中借款利息为 190.23 亿元，账龄 3 年以内；应收综合补贴 17.95 亿元，账龄 3 年以内；应收南京鼓楼房产经营有限公司往来款 6.17 亿元，账龄 1 年以上；应收南京市麒麟科技创新园（生态科技城）开发建设管委会代垫征地补偿款 5.00 亿元，账龄 1 年以内；应收南京承天途途置业有限公司借款 4.28 亿元，账龄 1 年以内。2019 年及 2020 年 3 月末，公司货币资金分别为 99.95 亿元和 135.35 亿元，主要为银行存款，2020 年 3 月末受益于融资增长货币资金规模有所上升，其中受限

货币资金为 6.05 亿元，为保函保证金。公司其他流动资产主要系待抵扣的增值税进项税额，近年保持小幅增长态势；预付款项主要为预付的工程施工、设备等款项，2019 年及 2020 年 3 月末预付款项分别为 23.33 亿元和 31.44 亿元，2019 年大幅增长主要系当年新增对玄武区土地储备中心的待结算土地前期开发投入整理成本款 18.75 亿元，2020 年 3 月末对其预付增至 25.43 亿元，进一步带动预付款项增长。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	69.14	95.18	99.95	135.35
预付款项	4.53	6.26	23.33	31.44
其他应收款	140.36	187.19	239.39	258.92
其他流动资产	19.54	28.07	31.00	32.39
固定资产	783.13	881.64	1,128.12	1,123.97
在建工程	464.98	456.51	278.98	309.40
无形资产	74.79	81.74	96.79	96.78

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，随着地铁项目建设的推进，公司负债规模呈逐年增长趋势，2019 年及 2020 年 3 月末负债总额分别为 1,251.30 亿元和 1,337.80 亿元。

跟踪期内，公司负债仍以非流动负债为主，同期末分别为 974.43 亿元和 1,056.30 亿元，占总负债的比重分别为 77.87%和 78.96%，主要为长期借款、应付债券和长期应付款。公司长期借款主要为质押和保证借款，质押物为轨道线路收益权，截至 2020 年 3 月末长期借款为 879.43 亿元，近年随着在建项目的推进，公司长期借款增长较快。同期末，公司应付债券 150.34 亿元，为公司发行的债券、各类债务融资工具，其中 2020 年一季度发行了本期债券，直接融资规模进一步上升。公司长期应付款主要为融资租赁款和专项应付款，以融资租赁款为主，融资租赁标的物为轨道交通固定资产，2020 年 3 月末公司长期应付款中融资租赁款和专项应付款分别为 14.30 亿元和 3.72 亿元，其中专项应付款主要为收到的专项土地出让净收益，后续将冲减其他应收款中的借款利息或转增资本公积。

流动负债方面，公司流动负债主要由一年内到

期的非流动负债、短期借款、其他流动负债、其他应付款和应付账款构成。公司一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付，随着长期负债的陆续到期，2019年及2020年3月末该科目分别为78.36亿元和76.92亿元。公司短期借款主要为信用借款，同期分别为68.55亿元和78.40亿元。公司其他流动负债主要为应交基建收入和短期应付债券，其中应交基建收入主要为公司地铁线路试运营期间票务收入，后续将冲减在建工程，2020年3月末公司其他流动负债中超短期融资券为59.30亿元，应交基建收入为0.92亿元。公司其他应付款主要是与施工单位、设备提供方等的往来款等，2019年末其他应付款为40.40亿元，同比25.82%，主要系地铁运营相关费用等增长导致暂借暂增加，2020年3月末进一步增至43.05亿元。公司应付账款主要为应付工程款、物资款和设备款，2019年及2020年3月末分别为21.58亿元和18.22亿元。

表 11：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	25.80	35.85	68.55	78.40
应付账款	27.97	27.37	21.58	18.22
其他应付款	17.50	34.74	40.40	43.05
一年内到期的非流动负债	62.56	59.66	78.36	76.92
其他流动负债	3.29	32.40	59.57	60.22
长期借款	714.71	769.09	822.16	879.43
应付债券	65.33	111.17	123.24	150.34
其他应付款	66.04	45.87	20.53	18.02

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

所有者权益方面，得益于政府注资，公司所有者权益逐年增加，2019年及2020年3月末分别为684.84亿元和686.98亿元，主要为实收资本、资本公积、利润分配和少数股东权益。2020年3月末，公司实收资本为276.72亿元，来自南京市国资委出资256.84亿元、国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）出资19.88亿元，其中中国开基金出资款用于投资南京地铁5号线工程项目，根据《国开发展基金投资合同》，国开基金投资期限为20年，南京市国资委将于2034年、2035年和2036年分3次对国开发展基金所持股权进行受让。公司资本公

积增长主要来自市区级财政拨款、政府债务置换和无偿划拨的土地资产等，减少主要是由于转增实收资本、股权退出和冲减其他应收款中的借款利息等。截至2019年末，公司资本公积302.77亿元，增长12.52%，主要系政府持续划拨项目资本金，其中土地资产账面价值为20.23亿元，全部为划拨地。公司未分配利润增加系利润积累所致，受盈利能力较弱影响整体增长较为缓慢。公司少数股东权益近年大幅增长系少数股东资本投入及持股比例增加所致，2019年末76.32亿元。

表 12：近年来公司权益情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
实收资本	276.72	276.72	276.72	276.72
资本公积	249.32	269.08	302.77	305.36
未分配利润	22.40	23.59	25.64	25.20
少数股东权益	31.02	71.41	76.32	76.31
所有者权益	582.54	644.07	684.84	686.98

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，2019年和2020年3月末，公司资产负债率分别为64.63%和66.07%，同期总资产资本化比率分别为63.03%和64.69%。公司地铁线路投资项目资本金比例相对较低，且各项目资本金比例差异较小，因此公司财务杠杆率较高，但整体表现较稳定。

公司经营现金流入规模较小，大规模投资支出主要依赖于外部融资支持；2019年以来公司债务规模继续攀升，主要偿债指标对其债务本息的覆盖程度持续处于较低水平

公司经营现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金为主，2019年经营活动现金流入50.62亿元。其中，公司当年销售商品、提供劳务收到的现金33.62亿元，主要系地铁运营收到的现金；收到其他与经营活动有关的现金14.99亿元，主要包括收到的财政补贴资金和往来款。公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金，2019年分别为14.46亿元和9.27亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金主要为

往来款支出。2019 年公司经营活动净现金流为 2.35 亿元，继续保持小幅净流入状态。

投资活动方面，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，其中 2019 年净流出 129.31 亿元。

筹资活动方面，公司主要通过筹资平衡项目投资需求，近年筹资活动净现金流保持较大规模的净流入，其中 2019 年为 131.73 亿元。公司资金主要来自外部融资和股东注资，其中 2019 年吸收投资收到的现金 73.17 亿元，主要来自股东注入项目资本金、专项土地款和政府债务置换；同期，取得借款、发行债券收到的现金 314.35 亿元。

偿债方面，公司债务规模随轨道工程建设进度的推进而增加，截至 2020 年 3 月末总债务为 1,258.40 亿元，其中短期债务 214.32 亿元。同期，公司短期债务占总债务的比重为 17.03%，以长期债务为主的债务结构，符合轨道交通企业项目建设周期长、资金需求量大的特点。

债务到期分布方面，2020 年后三季度至 2023 年及以后，公司到期债务本金分别为 184.25 亿元、64.83 亿元、68.59 亿元和 938.43 亿元，2020 年面临较大规模的到期兑付压力，需关注其兑付资金安排。

表 13：公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2020.4-12	2021	2022	2023 年及以后
到期金额	184.25	64.83	68.59	938.43

资料来源：公司提供

偿债能力指标来看，2019 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障系数分别为 55.86 倍和 0.41 倍，无法有效覆盖债务本息。同期，公司经营活动净现金流利息保障系数为 0.05 倍，经营活动净现金流偿债能力指标较弱。此外，受短期债务增长影响，2019 年公司货币资金/短期债务指标有所下降。整体来看，公司偿债能力指标表现较弱。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	14.73	2.29	2.35	-2.56

投资活动净现金流	-117.71	-135.30	-129.31	-42.50
筹资活动净现金流	57.82	158.96	131.73	80.45
经营活动净现金流/利息支出	0.35	0.05	0.05	-
总债务/EBITDA	64.55	62.08	55.86	-
EBITDA 利息覆盖倍数	0.34	0.34	0.41	-
货币资金/短期债务	0.78	0.76	0.49	0.63

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司外部融资渠道畅通，仍有较大规模的授信余额；同时，得益于较好的对外担保控制能力，公司或有风险可控

公司与多家银行形成了稳定的银企关系，截至 2020 年 3 月末，公司获得银行授信额度 1,417.64 亿元，其中未使用授信额度 407.61 亿元，具有一定的财务弹性。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产 6.05 亿元，全部为保函保证金，占期末总资产的比重为 0.30%。此外，公司将部分地铁线路收益权及部分资源开发收入用于质押，截至 2019 年末共取得借款总额 1,168.18 亿元，借款余额 736.71 亿元。

对外担保方面，截至 2020 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 1.98%，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，公司代偿风险不大。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业征信报告》，截至 2020 年 2 月 17 日，公司及其子公司近三年一期未发生过违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

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，承担着南京市主要轨道交通项目的投资和运营管理等职责，在南京市的城市建设体系中地位重要，获得了市政府的大力支持

项目资本金方面，公司 2005 年~2014 年期间开工建设的 6 条线路，包括 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 2020 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 67,065 亩；2019 年和 2020 年 1~3 月分别收到专项土地款 27.89 亿元和 0.67 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，2019 年和 2020 年 1~3 月，公司分别收到市本级财政拨款（包含运营补贴）37.88 亿元和 5.80 亿元，分别收到区级财政拨款 24.37 亿元和 1.24 亿元。

政府补贴方面，由于轨道交通具有较强的公益性，其运营收入往往难以覆盖其运营成本，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。2019 年和 2020 年 1~3 月，公司分别确认政府补贴 26.32 亿元和 8.76 亿元，包括综合补贴、运营亏损补贴和安检补贴等。

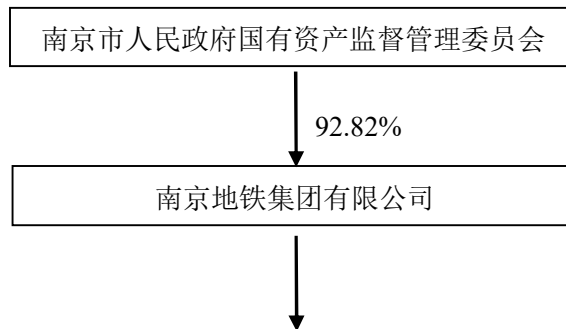
政府债务置换方面，2019 年和 2020 年 1~3 月，公司分别完成政府债务置换 0.56 亿元和 0 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司政府债务余额 5.63 亿元，将根据政府置换债券发行计划置换。

同时，根据各地铁线路融资方案，资本金出资来源和还本付息收益如有不足，将由南京市政府或市政府授权部门通过轨道交通发展专项基金或根据该基金管理办法中的来源筹资资金，统筹解决，该项安排将极大的增强公司存续债券的还本付息能力。

评级结论

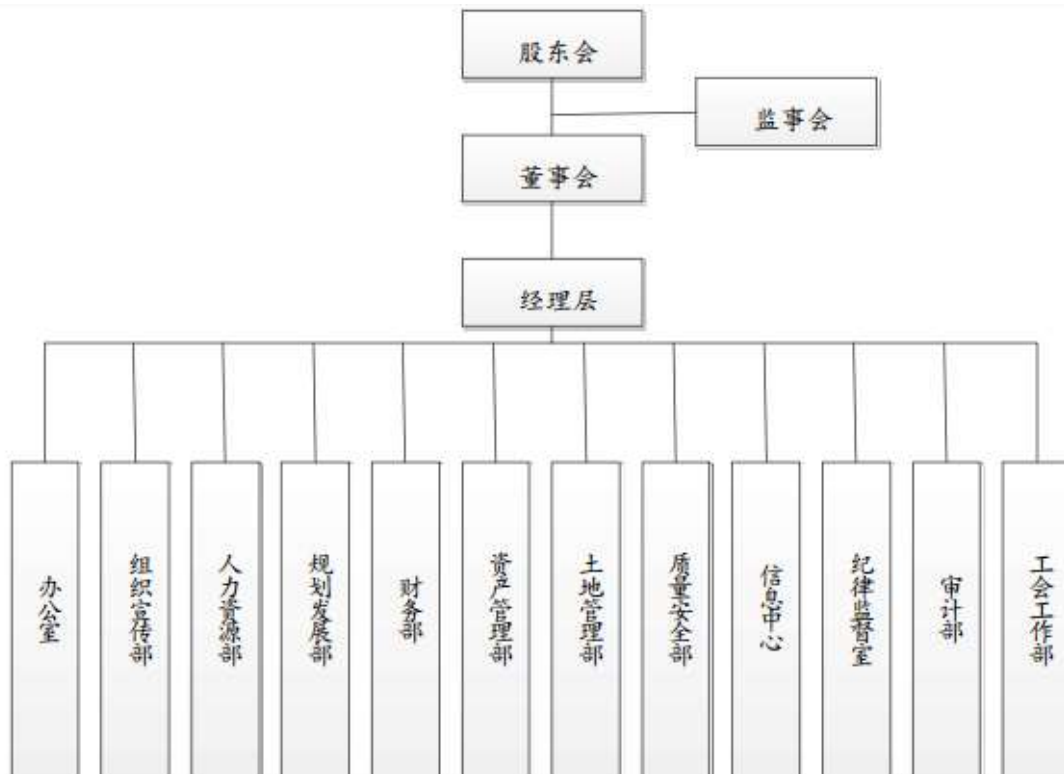
综上所述，中诚信国际维持南京地铁集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 南京地铁 GN001”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2020 年 3 月末）



序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	南京地铁运营有限责任公司	200,000.00	100.00
2	南京地铁建设有限责任公司	600.00	100.00
3	南京地铁资源开发有限责任公司	30,600.00	100.00
4	南京地铁小镇开发建设集团有限公司	100,000.00	70.00
5	南京宁高轨道交通有限公司	100,000.00	69.85
6	南京宁句轨道交通有限公司	503,850.00	58.70
7	南京宁北轨道交通有限公司	100,000.00	37.71

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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	691,358.76	951,796.13	999,521.76	1,353,504.67
应收账款	18,188.52	11,746.18	10,654.01	6,869.26
其他应收款	1,403,647.10	1,872,589.20	2,393,883.83	2,589,211.72
存货	153,926.47	164,503.63	168,018.86	152,940.20
长期投资	36,900.09	13,274.23	28,079.71	29,725.96
在建工程	4,649,842.80	4,565,077.79	2,789,815.14	3,093,972.85
无形资产	747,882.68	817,422.90	967,911.55	967,846.53
总资产	15,850,409.58	17,719,699.02	19,361,404.72	20,247,740.42
其他应付款	162,917.80	347,361.15	403,998.11	430,460.88
短期债务	883,581.00	1,245,056.00	2,049,051.60	2,143,244.65
长期债务	8,460,749.64	9,256,452.74	9,625,673.37	10,440,713.25
总债务	9,344,330.64	10,501,508.74	11,674,724.96	12,583,957.90
总负债	10,024,997.73	11,279,044.28	12,512,981.74	13,377,969.14
费用化利息支出	7.15	256.75	110.79	--
资本化利息支出	422,386.03	496,786.51	513,971.63	--
实收资本	2,767,182.96	2,767,182.96	2,767,182.96	2,767,182.96
少数股东权益	310,210.39	714,085.38	763,211.22	763,118.19
所有者权益合计	5,825,411.85	6,440,654.74	6,848,422.98	6,869,771.29
营业总收入	200,749.17	216,359.82	286,346.04	35,398.43
经营性业务利润	14,580.33	6,559.51	8,760.99	-4,351.63
投资收益	590.71	20,155.43	13,401.77	8.75
净利润	21,102.32	22,065.88	27,527.62	-4,523.70
EBIT	22,426.71	28,281.27	30,564.02	--
EBITDA	144,768.64	169,153.71	208,997.45	--
销售商品、提供劳务收到的现金	250,073.31	260,532.57	336,230.36	7,214.17
收到其他与经营活动有关的现金	426,063.04	112,811.24	149,863.47	93,369.02
购买商品、接受劳务支付的现金	147,656.84	182,332.85	144,631.84	31,491.06
支付其他与经营活动有关的现金	254,886.63	2,843.63	92,704.37	15,978.36
吸收投资收到的现金	897,849.22	1,268,695.85	731,738.32	18,116.42
资本支出	1,024,906.83	1,109,353.78	1,079,701.66	397,040.62
经营活动产生现金净流量	147,309.11	22,853.97	23,515.72	-25,559.29
投资活动产生现金净流量	-1,177,068.22	-1,353,006.28	-1,293,073.65	-424,985.29
筹资活动产生现金净流量	578,217.81	1,589,566.17	1,317,283.57	804,527.49
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	-59.93	-79.38	-80.44	-243.60
期间费用率(%)	7.22	9.26	7.86	15.07
应收类款项/总资产(%)	8.97	10.63	12.42	12.82
收现比(X)	1.25	1.20	1.17	0.20
总资产收益率(%)	0.15	0.17	0.16	--
资产负债率(%)	63.25	63.65	64.63	66.07
总资本化比率(%)	61.60	61.98	63.03	64.69
短期债务/总债务(%)	9.46	11.86	17.55	17.03
FFO/总债务(X)	0.02	0.01	0.02	--
FFO 利息倍数(X)	0.34	0.29	0.37	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.35	0.05	0.05	--
总债务/EBITDA(X)	64.55	62.08	55.86	--
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.14	0.10	--
货币资金/短期债务(X)	0.78	0.76	0.49	0.63
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.34	0.34	0.41	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务，长期应付款中付息债务调整至长期债务核算。

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
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	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 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附四：信用等级符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。