

## 南宁轨道交通集团有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2019年第一期南宁轨道交通集团有限责任公司可续期公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，本期可续期公司债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年十二月十四日

# 2019 年第一期南宁轨道交通集团有限责任公司可续期公司债券信用评级报告

发行主体	南宁轨道交通集团有限责任公司
主体信用等级	AA <sup>+</sup>
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
发行规模	12 亿元
债券期限	3+N，以每 3 个计息年度为一个周期，设发行人续期选择权，即每 3 个计息年度末，发行人有权选择将本期债券期限延续 3 年，或选择全额兑付
偿还方式	每年付息一次，并附递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息
发行目的	10 亿元用于南宁市轨道交通 2 号线工程(玉洞-西津)项目，2 亿元用于补充营运资金

## 概况数据

南宁轨道（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	288.80	393.66	560.39
所有者权益（亿元）	94.77	119.04	171.94
总负债（亿元）	194.03	274.61	388.46
总债务（亿元）	151.99	221.84	301.84
营业总收入（亿元）	9.80	11.27	15.51
经营性业务利润（亿元）	1.13	0.62	1.39
净利润（亿元）	0.81	0.82	1.10
EBIT（亿元）	1.26	1.09	1.66
EBITDA（亿元）	1.42	1.21	1.82
经营活动净现金流（亿元）	10.49	3.32	0.85
收现比（X）	0.83	1.07	0.89
总资产收益率（%）	0.54	0.32	0.35
营业毛利率（%）	38.24	20.23	14.11
应收类款项/总资产（%）	0.87	1.15	1.19
资产负债率（%）	67.19	69.76	69.32
总资本化比率（%）	61.60	65.08	63.71
总债务/EBITDA（X）	106.97	183.16	165.59
EBITDA 利息倍数（X）	0.23	0.14	0.07

注：公司各期财务报告均依照新会计准则编制。

## 分析师

项目负责人：孙向男 xnsun@ccxi.com.cn  
项目组成员：丁静静 jjding@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100  
2018 年 12 月 14 日

## 基本观点

中诚信国际评定南宁轨道交通集团有限责任公司（以下简称“南宁轨道”或“公司”或“发行人”）的主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；评定“2019 年第一期南宁轨道交通集团有限责任公司可续期公司债券”的信用等级为 AA<sup>+</sup>。

中诚信国际肯定了南宁市平稳增长的区域经济为地铁建设奠定坚实的基础、南宁市政府的有力支持、公司房地产销售以及地铁相关业务稳步发展等因素对公司发展的积极影响。同时，中诚信国际也关注到公司面临的资本支出压力较大以及债务规模和负债率水平上升等对公司未来整体信用状况的影响。

## 优势

- 南宁市平稳增长的区域经济为地铁建设奠定坚实的基础。近年来南宁市经济平稳增长，2017 年南宁市实现地区生产总值 4,118.83 亿元，比上年增长 8.00%，平稳增长的区域经济为地铁建设奠定了良好的基础。
- 南宁市政府的有力支持。作为南宁市轨道交通投资建设的唯一主体，公司得到了南宁市政府在政策、资金和资产方面的大力支持。
- 公司房地产销售以及地铁相关业务稳步发展。公司全资子公司广西中房置业有限责任公司（以下简称“中房置业”），是南宁市成立较早、规模较大的国家一级房地产开发企业，2013 年以来中房置业为公司带来的房地产销售收入增强了公司的盈利能力；混凝土销售以及地铁周边租赁收入等相关业务也增厚了公司收入及利润。

## 关注

- 未来较大规模的资本支出将加大公司的资金压力。截至 2017 年末，公司在建城市轨道交通项目总投资 594.87 亿元，已完成投资 117.84 亿元，未来公司仍主要以轨道项目及其配套设施建设为主，较大的资本支出将给公司的资金周转带来较大压力。
- 债务规模和负债率水平上升。公司总负债由 2015 年末的 194.03 亿元上升至 2017 年末的 388.46 亿元，同期资产负债率由 67.19% 上升至 69.32%，债务规模和债务率水平上升。

## 发行主体概况

南宁轨道交通集团有限责任公司是于 2008 年 12 月 23 日由南宁市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南宁市国资委”）注册成立的国有独资公司，成立时注册资本 2.00 亿元。后经多次增资，2016 年末，公司实收资本达 16.99 亿元。2017 年 6 月~12 月期间，南宁市国资委先后五次对公司以土地为主进行增资，截至 2017 年末，公司实收资本为 33.70 亿元，其唯一股东和实际控制人仍为南宁市国资委。

公司主要经营业务是投资、建设、营运、管理南宁市地铁，承担与南宁市地铁相关联的市政项目的建设，地铁沿线的资源开发，房地产投资开发和销售，混凝土的生产、销售等。

截至 2017 年末，公司总资产 560.39 亿元，所有者权益合计 171.94 亿元，资产负债率为 69.32%；2017 年，公司实现营业总收入 15.51 亿元，净利润 1.10 亿元，经营活动净现金流 0.85 亿元。

## 本期债券概况

### 发行条款

本期债券发行规模为 12 亿元，以每 3 个计息年度为一个周期，设发行人续期选择权，即每 3 个计息年度末，发行人有权选择将本期债券期限延续 3 年，或选择在该计息年度末到期全额兑付。

本期债券采用固定利率形式，单利按年计息。票面年利率由基准利率加上基本利差确定。基准利率每 3 年确定一次。首次基准利率为发行公告日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率（Shibor）的算术平均数（四舍五入保留两位小数），其后每 3 年的基准利率为在该 3 年计息周期起息日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数（四舍五入保留两位小数）。一周上海银行间同业拆放利率由全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网（www.shibor.org）上公布。首次发行的基本利差和票面利率由发行人和主承销商在发行时根据簿记建档结果确定，并报国家有关主管部门备案。

如果发行人选择延长本期债券期限，则在第 2

个重定价周期（第 4 个计息年度）开始，每个重定价周期内的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 500 个基点（1 个基点为 0.01%）。本期债券每年付息一次，并附递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果发行人在某一计息年度末递延支付利息，则每递延支付一次，本期债券基本利差从下一个计息年度起上调 500 个基点，直到该笔递延的利息及其孳息全部还清的年度为止。强制付息事件：付息日前 12 个月内，发生以下事件的，发行人不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分红；（2）减少注册资本。

本期债券在破产清算时的清偿顺序均等同于发行人普通债务。

### 募集资金用途

本期债券募集资金 12 亿元，其中 10 亿元用于南宁市轨道交通 2 号线工程（玉洞-西津）项目，2 亿元用于补充营运资金。其中，南宁市轨道交通 2 号线工程（玉洞-西津）项目总投资 155.46 亿元，拟使用募集资金金额占项目总投资比例为 6.43%。

表 1：募集资金使用情况表（亿元、%）

项目名称	项目总投资	拟使用本期票据募集资金	占项目总投资比例
南宁市轨道交通 2 号线工程(玉洞-西津)	155.46	10.00	6.43
<b>合计</b>	<b>155.46</b>	<b>10.00</b>	<b>--</b>

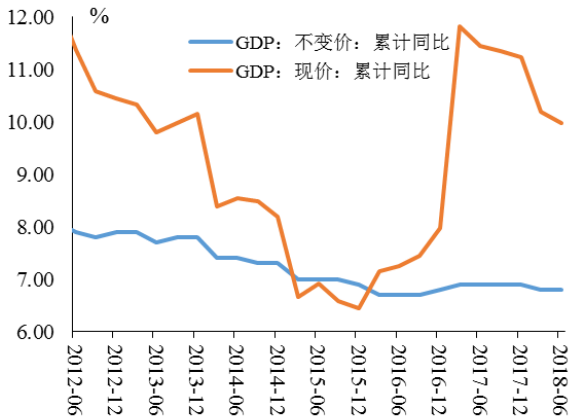
资料来源：公司提供

## 宏观经济和政策环境

2018 年上半年，中国经济面临外部贸易战、内部去杠杆双重挑战，下行压力有所显现。GDP 同比增长 6.8%，较去年同期和去年底均回落 0.1 个百分点，名义 GDP 跌破 10%。但 GDP 增速下行较为有限，经济仍具备较强韧性。下半年贸易战不确定性

仍在，内外需求继续放缓，稳增长压力进一步加大，但受国内宏观政策边际调整、经济转型升级影响，下行幅度或有限，预计全年 GDP 增长 6.6~6.7%。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

上半年宏观数据喜忧参半。一方面，经济面临内外需求放缓，信用风险抬升等压力：“结构性去杠杆”下基建投资、国有企业投资等政策性投资大幅下行带动投资持续回落；以美元计价的出口增长较快，但受人民币汇率宽幅波动影响，与以人民币计价的出口走势分化，仅以美元计价考量出口存在高估，并且贸易摩擦常态化等因素加大了出口继续改善不确定性；此外，金融严监管下流动性压力加大，信用违约事件明显增多。另一方面，经济运行中积极因素仍存：经济结构调整持续，第三产业增长继续快于第二产业，消费对经济增长贡献率高位上行；新动能增长较快，对经济增长贡献提升；规模以上工业和制造业稳中趋缓态势未改；民间投资回暖，制造业投资企稳运行；虽然以社会消费品零售总额为代表的消费位数运行，但如果将服务消费考虑在内，消费整体依然稳健；通胀水平可控，CPI 平稳运行，PPI 虽同比回落明显但无通缩压力。

贸易摩擦是今年以来中国经济面临的最大的外部不确定因素。贸易战后续发展存在很大不确定性，这容易对投资者情绪造成扰动，加剧金融市场波动；同时，贸易战暴露了我国高科技产业发展的不足，其对相关产业链的影响需要高度关注；此外，贸易战也增加了外部环境不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

从国内政策环境看，今年以来中央召开的历次会议都对防风险、降杠杆予以重点强调，防风险仍是政府工作重心。但近期以来，随着内外环境变化，宏观经济政策边际调整，重心由“去杠杆”转向“稳杠杆”。上半年货币政策由 2017 年的“紧货币”转向“稳货币”，又进一步向结构性宽松过渡，预计下半年在“保持流动性合理充裕”基调下，货币政策将维持稳健中性、边际宽松，一方面继续结构性降准为实体经济融资提供便利，另一方面上调政策利率避免中美利差持续收窄加大资本外流压力；同时，在货币政策受到掣肘背景下，财政政策有望成为调整重点，财政支出力度将加大；从监管政策看，严监管趋势未改，但资管新规实施细则出台降低了政策不确定性，未来将更注重节奏和力度的把握，着力避免“处置风险的风险”。

在经济韧性犹存、政策边际调整下，中国经济宏观风险依然可控，但短期仍需关注近期以来经济环境和政策变化可能带来的结构性风险：一方面，资金流向实体经济渠道仍未通畅，货币政策边际宽松有可能加剧金融杠杆反弹压力；另一方面，货币政策调整虽有望降低企业融资成本，但中小企业和民企融资难问题难解，信用风险仍存；再次，人民币汇率虽然长期不具备贬值基础，但短期贬值压力并未根除，仍需警惕人民币汇率短期内剧烈波动。

中诚信国际认为，内外需求同步放缓加大了下半年中国经济下行压力。但是，经济结构调整转型提升了经济增长质量，生产企稳运行、消费总体稳健、民间投资回暖、新动能快速增长都对经济形成一定支撑，经济下行幅度依然有限。

## 行业及区域经济分析

### 随着城市化进程持续推进，我国城市轨道交通行业仍将处于高速发展时期，2018 年新的轨道交通规划管理意见出台，提高轨道交通建设与城市经济水平的适应性

轨道交通属于城市公共服务业，包括地铁、轻轨、有轨电车、磁悬浮列车等。轨道交通是一种独立运行的有轨交通系统，提供了资源集约利用、环

保舒适、安全快捷的大容量运输服务。

轨道交通是经济社会发展到一定阶段的产物。随着我国城市化进程的持续推进，道路交通资源与居民出行需求之间的矛盾日益突出，我国进入地下空间资源开发利用的高速发展期。截至 2017 年末，我国累计有 34 座城市开通运营轨道交通线路，其中 2017 年新增厦门、石家庄、贵阳和珠海 4 座运营城市；轨道交通运营总里程达 5,033 公里，其中地铁 3,884 公里，占比 77.2%，其他制式城市轨道交通运营线路长度约 1,149 公里，占比 22.8%，运营线路中 880 公里为 2017 年新增，同比增长 21.2%；运营线路 165 条，其中 2017 年新增 32 条；车站 3,040 座，其中 2017 年新增 572 座；运营车辆 28,125 辆，较上年同比增长 18.2%。截至 2017 年末，轨道交通运营线路中包含地铁线路 124 条（3,976.9 公里）和轻轨线路 6 条（203.0 公里）。2017 年轨道交通完成客运量 185 亿人次，较去年同比增长 14.9%，拥有 2 条及以上运营线路的城市已增至 26 个，占已开通城市轨道交通城市的 76.5%。

国家发改委、交通运输部于 2016 年 3 月发布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》提出，将加大力度推进国家已批复规划的城市轨道交通项目实施，完善北京、上海、广州等超大城市和大城市中心城区轨道交通建设，构建多层次、多模式、一体化的城市轨道交通系统。“十三五”时期是交通基础设施重大工程建设的重要阶段，2016 年~2018 年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目 303 项，涉及项目总投资约 4.7 万亿元，其中 2016 年项目 131 个，投资约 2.1 万亿元；2017 年项目 92 个，投资约 1.3 万亿元；2018 年项目 80 个，投资约 1.3 万亿元。城市轨道交通方面，加强规划建设管理，有序推进城市轨道交通建设，逐步优化大城市轨道交通结构，重点推进 103 个项目前期工作，新建城市轨道交通 2,000 公里以上，涉及投资约 1.6 万亿元。

我国城市轨道交通总体保持有序发展，但同时，由于城市轨道交通投资巨大、公益性特征明显，部分城市存在规划过度超前、建设投资规模过于集中、资金落实不到位等问题，一定程度上加重了地方债

务负担。为此，国务院办公厅于 2018 年 6 月印发《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》（国办发[2018]52 号）（以下简称“意见”）。意见中明确提出了城市轨道交通建设申报条件，强调申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值应在 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。此外，在项目建设和运营资金保障方面，意见明确说明，除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于 40%，并严禁以各类债务资金作为项目资本金。支持各地区积极吸引民间投资参与城市轨道交通项目，鼓励开展多元化经营，加大站场综合开发力度。规范开展城市轨道交通领域政府和社会资本合作（PPP），通过多种方式盘活存量资产。意见提出的轨道交通建设申报条件更为严格，同时对财政资金投入提出了最低比例要求，对地铁建设城市的财政安排及政府债务控制提出了挑战。此外，对不符合申报条件的城市，其城市轨道交通建设规划可能受到进一步影响。

总的来看，我国城市轨道交通行业在“十二五”期间保持着高速发展的态势，“十三五”期间仍将保持较大投资规模。随着在建、拟建线路的建成运营，轨道交通在城市客运系统中将发挥更重要的作用。但由于轨道交通项目投资大，费用高，自身经济效益较差等特点，轨道交通项目的建设对城市经济水平依赖度较高，中诚信将持续关注轨道交通行业的高速增长与城市经济发展水平之间的适应关系。

**轨道交通属于资本密集型产业，其准公共产品属性和规模经济特征决定了以政府为主导的投融资模式；PPP 建设模式不仅可以分散政府的财政投资压力，还能使社会资本获得一定收益，是城市轨道交通融资模式发展的重要方向**

轨道交通是典型的资本密集型产业，建设周期

长，一次性投资大，是城市基础设施建设中投资规模最大的工程。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。

轨道交通作为城市客运系统的重要组成部分，具有准公共产品的特征，是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。另一方面，我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，运营线路少的局面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。

轨道交通的准公共产品属性和规模经济特征决定了在我国轨道交通建设运营初期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保障项目建设顺利推进，还需要持续的财政投入保障系统的安全运行，地方政府资金支出压力大。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，与各区经济发展结合起来。轨道交通项目投入运营后，地铁沿线的商贸、广告等经营性业务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，以相关收益弥补运营业务亏损。但由于轨道交通建设成本和后期运营维护成本高昂，加之票价无法实现完全市场化，轨道交通项目难以实现盈利。

近年来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。通过对轨道交通建设投资体制的创新，多元化投资主体的引入，相关资源开发，如广告、商贸、地下空间、房地产开发等业务未来也具有很大的发展空间。在进行市场化运作过程中，政府多采用 PPP 等方式与企业进行合作。

PPP 即政府与社会资本合作，是目前各级政府大力推广的政府项目建设融资方式。政府通过开展

PPP 项目可以充分调动社会资本参与政府类项目，并以项目经营或政府购买服务等方式给予社会资本回报，从而分散政府的财政投资压力，同时能使社会资本获得一定收益。按照服务于社会经济发展的不同方面，PPP 项目可分为经济、社会和政府三类，轨道交通项目即属于其中的经济类项目。由于具有较强的现金流产生能力，轨道交通项目属于较适合用 PPP 方式建设的项目。2015 年以来，财政部先后发布四批财政部 PPP 示范项目，其中轨道交通项目合计总投资 4,358.76 亿元。对于纳入财政部 PPP 示范项目的建设，财政部将给予财政补贴和奖励等予以支持。此外，多个轨道交通项目也已纳入各地方 PPP 项目库。

截至 2017 年末，我国共有 56 座城市正在进行城市轨道交通路线修建，在建线路 254 条，在建线路长度 6,246.3 公里，较去年同期增长 10.8%。根据我国在建线路可研批复情况，截至 2017 年末，我国已获得城轨交通建设项目批复的城市有 62 座，规划线路总长度为 7,424 公里，批复规划线路总投资 37,018.4 亿元，其中有 16 个城市投资计划超过 1,000 亿元，27 个城市规划线网规模超过 100 公里。由于城市轨道交通建设的巨额投资规模预计将给各地政府财政带来一定资金压力，国家发改委在 2017 年 9 月的城市轨道交通投融资机制创新研讨会中指出，我国城市轨道交通处在快速发展时期，但投融资模式和投资主体单一，实现可持续发展迫切需要推进投融资机制创新。一是要统筹协调轨道交通规划与城市总体规划，发挥轨道交通对城市发展的支撑引领作用。坚持以人民为中心发展理念，打造综合交通枢纽，方便群众出行。二是尽快完善综合开发土地政策，顺应轨道交通投融资创新的需要，协调不同属性土地的管理机制，促进轨道交通沿线和站点周边的物业开发。三是大力推广 PPP 模式，借鉴学习重点城市实施 PPP 项目的实践经验，积极引入社会资本，完善有关的税收政策。四是借鉴国内外先进经验，结合实际科学合理设计票价体系，既要有利于可持续经营，又要体现公益属性，考虑社会承受能力。五是深化研究涉及综合开发的消防、环保等标准和配套政策。加强综合开发、商业运营等专

业人才的供给，为行业可持续发展提供保障。

## 南宁市区域经济稳步发展，人口和交通压力带动轨道交通需求的快速增长

南宁市是广西壮族自治区首府，为广西第一大城市、北部湾经济区核心城市。南宁市地理区位上具有“两近两沿”的特点。“近海”：距钦州、防城港、北海3个沿海城市分别为110千米、170千米、200千米；“近边”：距中越边境的东兴、凭祥2个城市分别为200千米、230千米；“沿铁路线”，湘桂、南广、南昆、南防、黎钦等铁路在南宁交汇，是华南地区重要的铁路枢纽；“沿江”，横穿南宁的邕江是珠江干流西江的上游段。南宁毗邻粤港澳，背靠大西南，面向东南亚，成为连接东南沿海与西南内陆的重要枢纽，是西南出海通道最便捷的枢纽。在西部大开发和东盟自由贸易区中，南宁具有承东启西、连南接北的区位优势。

2017年，南宁市行政区划为兴宁、江南、青秀、西乡塘、邕宁、良庆、武鸣7个城区和横县、宾阳、上林、马山、隆安5个县及南宁高新技术产业开发区、南宁经济技术开发区、广西—东盟经济技术开发区等3家国家级开发区。截至2017年末，全市户籍人口756.87万人，市区人口370.08万人，是广西第一大城市。

改革开放尤其是实行沿海开放城市政策以来，南宁经济持续、快速发展，产业结构不断调整，经济效益不断提高，综合实力日益增强，国民经济主要指标居广西前列，是广西区域性物流、资金流、信息流的交汇中心。2017年南宁市地区生产总值（GDP）达4,118.83亿元，按可比价格计算，同比增长8.00%。2017年南宁市第三产业增加值2,115.15亿元，增长8.40%。三次产业比例由上年的10.8:38.6:50.6调整为9.8:38.8:51.4。2017年，南宁市全社会固定资产投资总额4,307.95亿元，增长12.60%；社会消费品零售总额5,518.5亿元，增长12.10%。

表2：2015年~2017年南宁市主要经济指标（亿元、%）

项目名称	2015	2016	2017
GDP	3,410.09	3,703.39	4,118.83
GDP同比增速	8.60	7.00	8.00
固定资产投资	3,418.43	3,824.73	4,307.95

固定资产投资增速	16.52	13.60	12.60
----------	-------	-------	-------

资料来源：南宁市统计局

南宁市经济以二、三产业为主，工业经济突出科技进步和信息化的推动作用，高新技术应用广泛，形成以制糖、造纸、机械、化工、建材为主导的工业体系；三产发展势头强劲，形成以商贸、餐饮、房地产等为支柱，金融、通信、旅游、会展、仓储、服务等为新支撑点的服务体系。

未来南宁市将充分利用中国—东盟博览会、中国—东盟商务与投资峰会等重要合作平台，进一步发挥“南宁渠道”作用，不断扩大面向国际、国内、区内的开放，着力打造区域性现代商贸物流基地、先进制造业基地、特色农业基地和区域性国际综合交通枢纽中心、信息交流中心、金融中心，逐步构建以面向东盟开放为重点、国内区域合作为基础、产业发展为支柱、经贸合作为内容的内陆开放型经济战略高地框架。

## 政府支持及抗风险能力

根据《关于组建南宁轨道交通有限责任公司的通知》（南国资委【2008】71号），公司主要职责是作为南宁市轨道交通项目的投融资和建设管理主体，负责南宁市轨道交通项目的融资建设、经营、管理，依法取得项目地面站场及相关土地并进行土地的前期开发和整理，负责轨道交通项目衍生资源的经营和管理。作为南宁市轨道交通投资建设的唯一主体，公司得到了南宁市政府在资金、政策和资产等方面的有力支持。

资金支持方面，根据《南宁市人民政府关于设立南宁市城市轨道交通建设发展专项资金的通知》（南府发【2011】74号），南宁市政府决定设立南宁市城市轨道交通建设发展专项基金，用于南宁市轨道交通项目建设、运营补贴和银行贷款的偿还，资金主要来自城市轨道交通沿线土地储备开发及统筹开发利用沿线资源产生的收益，城市基础设施配套费，国家、自治区对城市轨道交通建设补助的专项拨款以及财政预算安排的城市轨道交通建设发展专项资金等。根据《关于归集南宁市城市轨道交通建设发展专项资金的意见》（南财资【2013】110号），从2014

年起，南宁市计划每年通过土地收益、预算、申请国家、自治区补助及地方政府债务等途径归集城市轨道交通建设发展专项资金 25 亿元。2014 年，在南宁市政府下发的《关于从经营性用地土地出让收入中安排专项资金支持城市轨道交通项目建设的通知》中规定，对轨道交通经过的城区（开发区），在其按照市区经营性土地出让收益分配办法享有的商业、旅游业、房地产业、金融业、娱乐业等经营性用地（不含工业用地）收益返还中按其出让的土地面积 100 元/平方米标准计提轨道交通建设专项资金，由市财政局专项安排用于轨道交通项目建设及运营，年限暂定为 15 年。2015 年~2017 年，公司分别收到南宁市财政局拨付的专项资金（地铁建设资金与债务置换资金）13.33 亿元、14.52 亿元和 62.08 亿元，截至 2017 年末，公司累计收到南宁市财政局拨付的专项资金 115.19 亿元，其中公司累计收到地铁建设资金 78.09 亿元。

政策支持方面，2015 年 7 月 30 日，南宁市第十三届人民代表大会常务委员会第二十九次会议通过了《南宁市城市轨道交通管理条例》（以下简称“《管理条例》”），《管理条例》中就南宁市轨道交通规划、建设、投资、运营、安全等各面对市政府各相关部门提出了要求，明确了建设运营主体在规划确定的城市轨道交通及其配套设施用地范围内进行综合开发的，可按作价出资方式取得土地使用权。2016 年 6 月末，南宁市轨道一号线东段试运营后，南宁市政府正在开展轨道交通运营财政补贴政策的编制工作，相关补贴政策的出台将为南宁市轨道交通正常运营的现金流补贴和利润平衡提供有效保障。

资产支持方面，为确保南宁市轨道交通项目建设工作顺利推进和可持续发展，根据南府办规【2016】26 号、南发改交通【2016】7 号、南府办函【2017】256 号、南发改交通【2018】8 号文，南宁市政府在 2016 年、2017 年和 2018 年分别将面积为 926.74 亩、1,122.37 亩和 537.9 亩土地的土地使用权划拨给公司。南宁市国资委实际于 2017 年开始划拨土地给公司，入账价值为 16.28 亿元。

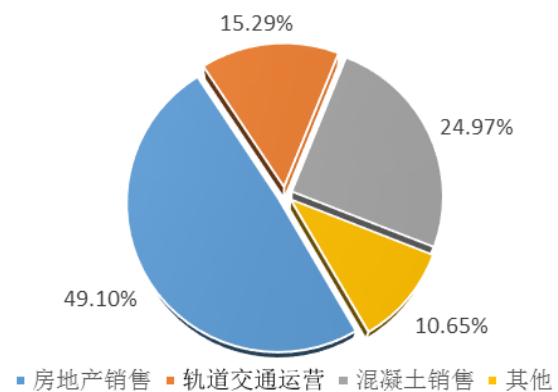
总体来看，公司作为南宁市轨道交通投资建设

的唯一主体，得到了南宁市政府在资金、政策和资产等方面的大力支持，建设资金及偿债资金来源具有一定的保障，整体抗风险能力较强。

## 业务运营

公司营业收入主要包括房地产销售收入、轨道交通运营收入和混凝土销售收入等。2017 年，公司实现营业总收入 15.51 亿元，其中房地产销售收入 7.61 亿元，轨道交通运营收入 2.37 亿元、混凝土销售收入 3.87 亿元以及其他业务收入 1.65 亿元。

图 2：2017 年公司营业总收入构成情况



资料来源：公司提供

## 地铁建设与运营

国家发改委于 2010 年 6 月批复《南宁市城市轨道交通建设规划（2009-2015 年）》第一轮建设规划，包含 1 号线一期工程（罗文-南宁东站）、2 号线（玉洞至西津）工程项目。2015 年 1 月国家发改委批复了《南宁市城市轨道交通建设规划（2015-2021 年）》第二轮建设规划，包含 2 号线东延（玉洞-坛兴村站）、3 号线一期（科园东站-平乐大道）、4 号线一期（南宁南站-新村站）、5 号线一期（那洪—金桥站）项目。

2016 年 6 月 28 日，1 号线东段试运营开通，2016 年 12 月底全线开通。1 号线项目总投资 198.88 亿元，线路全长 32.1 公里，采用“项目资本金+银团贷款”融资建设模式，主要是由政府财政投入占总投资 25% 的资本金，其余占总投资 75% 的资金通过银团贷款解决，工程理由公司负责。2017 年 12 月 28 日，2 号线全线开通试运营。2 号线项目总投资 155.46 亿元，线路全长 21.00 公里，采用“项目资本金+项目公司债务资金”融资建设模式，主要由政府财政和

社会资本投入占总投资 25%的资本金，其余占总投资 75%的资金通过银团贷款和发行债券解决，工程管理由施工总承包负责。

1 号线与 2 号线已经投入运营，但尚未进行竣工结算，仍计入“在建工程”，2 号线资金缺口部分由本次募集资金填补。

截至 2017 年末，公司共有 4 个在建项目，轨道交通 3 号线、轨道交通 4 号线、轨道交通 5 号线和轨道交通 2 号线东延线。截至 2017 年末，公司以上在建项目涉及总投资 594.87 亿元，其中项目资本金 203.13 亿元，已到位资本金 62.86 亿元，已累计完成投资 117.84 亿元。

3 号线总投资 206.81 亿元，线路全长约 27.70 公里，全线设 23 座车站，计划于 2018 年建成通车。该线路采用“合资+项目公司银团贷款”的融资建设模式，资本金投资与工程总承包分离。该模式下“政府财政+社会资本”负责总投资 40%的资本金，银团贷款解决剩余部分，公司负责工程建设管理。截至 2017 年末，3 号线累计完成投资 82.80 亿元，其中已到位资本金 34.86 亿元。

4 号线项目总投资约 174.09 亿元，线路全长

24.50 公里，全线设 19 座车站，计划于 2019 年建成通车。该线路采用“合资+项目公司债务资金”融资建设模式。该模式下“政府财政+多元化股权资金”负责总投资的 20%的资本金，银团贷款解决剩余部分，工程建设管理由公司负责。截至 2017 年末，4 号线累计完成投资 30.44 亿元，已到位资本金 9.00 亿元。

5 号线项目总投资约 164.99 亿元，全长 20.60 公里，全线设 17 座车站，计划于 2020 年建成通车。5 号线采用“财政投入+项目公司银团贷款”融资建设模式。该模式下政府财政负责总投资的 40%的资本金，银团贷款解决剩余部分，工程建设管理由公司负责。截至 2017 年末，5 号线累计完成投资 2.62 亿元，已到位资本金 12.00 亿元。

2 号线东延线项目总投资约 48.98 亿元，全长 6.30 公里，全线设 17 座车站。该线路采用“财政投入+项目公司银团贷款”融资建设模式。该模式下政府财政负责总投资的 40%的资本金，银团贷款解决剩余部分，工程建设管理由公司负责。截至 2017 年末，2 号线东延线累计完成投资 1.98 亿元，已到位资本金 7.00 亿元。

表3：截至 2017 年末公司在建项目情况（亿元）

线路名称	全长 (公里)	总投资	累计完成投资	所需资本金	资本金占 比(%)	资本金到位	资本金来源	建设期
3 号线	27.70	206.81	82.80	82.72	40.00	34.86	财政+股权融资	2014~2018
4 号线	24.50	174.09	30.44	34.82	20.00	9.00	财政+股权融资	2015~2019
5 号线	20.60	164.99	2.62	66.00	40.00	12.00	财政投入	2017~2020
2 号线东延线	6.30	48.98	1.98	19.59	40.00	7.00	财政投入	2017~2020
<b>合计</b>	<b>79.10</b>	<b>594.87</b>	<b>117.84</b>	<b>203.13</b>	<b>34.15</b>	<b>62.86</b>	-	-

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司无拟建轨道交通项目。

轨道运营方面，2017 年，1 号线运营里程 179 万公里，日均客运量 26.25 万人次，实现运营收入 2.63 亿元。截至 2017 年末，2 号线尚未实现运营收入。

根据南宁市物价局及南宁市交通运输局《关于南宁市轨道交通客运票价的批复》（南价格〔2016〕6 号），南宁市轨道交通客运票价为单程票起步价 2 元可乘 6 公里；超过起步里程 6 公里后采取“递远递减，里程分段累进计价”的原则，34 公里以内每 8 公里为一个里程计价段加收 1 元，34 公里以上每

10 公里为一个里程计价段加收 1 元。

针对轨道运营亏损，南宁市交通运输局将轨道交通运营财政补贴预算列入单位年度部门预算，南宁市财政局每年按规定程序对市交通运输局部门预算进行审核和批复后，统筹安排轨道交通运营财政补贴资金。2017 年公司收到轨道 1 号线运营补贴及南宁东站运维补贴共计 1.80 亿元。

总体来看，目前南宁轨道交通建设处于起步阶段，在建线路较多，公司未来将面临较大的资本支出压力以及融资需求。同时，中诚信国际将持续关注公司已开通线路的运营情况。

## 房地产开发

公司房地产开发及销售业务主要由公司全资子公司中房置业负责，中房置业成立于 2014 年 12 月 26 日，前身为南宁市房屋建设开发公司，成立于 1981 年 12 月。2013 年 11 月南宁市政府将中房置业无偿划转至公司。中房置业目前注册资本金为 10 亿元，

是南宁市规模较大、专业实力较为雄厚的国家一级房地产开发企业。

销售方面，截至 2017 年末，公司在售项目总面积 237.48 万平方米，预计可实现签约销售金额 88.18 亿元。同期已销售 163.44 万平方米，已实现销售金额 74.04 亿元，结转收入 82.66 亿元。

表4：截至 2017 年末公司在售项目销售情况（平方米、亿元）

项目名称	总面积	已销售面积	预计可实现签约销售金额	已实现签约销售金额	已结转收入
翡翠园二区	853,826.00	478,361.97	47.00	28.30	47.69
碧翠园	588,413.00	549,836.50	12.24	14.49	14.17
翡翠湾	112,488.98	87,465.11	3.74	10.70	0.82
北海·星海湾花园	39,404.53	38,369.43	0.05	0.98	0.97
东兴·御翠园	134,482.00	70,711.00	4.77	1.71	1.63
房产·翠堤湾小区	39,132.00	31,812.00	2.91	2.29	2.37
房产·钦州蔚蓝风景	41,648.00	27,134.00	1.64	1.19	0.85
房产·中房新天地	125,088.00	84,490.00	6.28	5.52	5.17
海茵国际花城	409,117.00	235,392.00	9.10	8.76	8.66
城展·家园小区项目(拆迁安置房)	31,200.00	30,844.87	0.45	0.10	0.33
<b>总计</b>	<b>2,374,799.51</b>	<b>1,634,416.88</b>	<b>88.18</b>	<b>74.04</b>	<b>82.66</b>

注：受数据统计时点影响，部分项目预计可实现签约销售金额偏小。

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司在建房地产开发项目包括翡翠园 II 区 C 组团、翡翠时光、海茵国际花城等，总建筑面积 145.66 万平方米，总投资 57.91 亿元，已完成投资 34.16 亿元。

截至 2017 年末，公司拟建房地产开发项目为：江南海鲜市场项目和高坡岭项目，计划总投资 23.02 亿元，均采用合作开发的模式。首先，以公司本部

的名义投资建设至项目建安费用的 25%，然后公司本部与中房置业签订项目转让合同，中房置业支付给公司本部项目转让价款，公司本部把项目过户变更到中房置业名下，最后，由中房置业继续开发建设，以中房置业的名义销售，回笼资金。预计 2018 年实现两个项目的转让。

表5：截至 2017 年末公司在建房地产开发项目进展情况（平方米、亿元）

项目	用地面积	建筑面积	总投资	累计完成投资	项目进度
翡翠园 II 区 C 组团	108,392.00	444,588.00	12.94	14.15	琼琳标段主体施工
翡翠时光	84,473.00	327,731.00	12.20		1 标段主体封顶;2 标段主体施工;3 标段地下室施工
翡翠湾	44,620.00	140,966.00	12.00	10.12	规划条件核实
碧丽山庄	97,293.00	15,627.00	0.69	0.44	基坑支护施工
南宁国旅旅游中心	16,840.00	115,080.00	9.26	2.72	1#楼初装修施工;2#楼基础施工
海茵国际花城	324,216.00	409,117.00	10.65	6.60	单体方案技术审查
明秀商住楼	2,768.00	3,459.00	0.17	0.13	开展竣工验收工作
<b>合计</b>	<b>678,601.00</b>	<b>1,456,568.00</b>	<b>57.91</b>	<b>34.16</b>	-

资料来源：公司提供

总体来看，公司房地产项目销售收入较平稳，回款情况较好；公司房地产在建项目投资压力仍很大，随着未来储备土地的开发建设公司面临的投资压力或将回升。

## 市政配套设施建设

公司在进行大规模地铁项目建设的同时，承担部分市政项目的代建建设任务。公司作为建设主体，

按照每年南宁市政府下发的城建计划进行建设，公司获得财政拨款后作为业主负责项目的招标、管理，项目建成之后移交给南宁市政府，公司不确认收入和成本。截至 2017 年末，公司存量市政项目 5 个，主要是轨道周边的道路建设项目，分别是西乡塘 21 号路（狮子岭-西乡塘停车场西侧）、南宁市纬五路工程（安吉大道-经二路）、高坡岭路工程、良玉-平乐大道综合交通工程及南宁市五象-壮锦立交工程（二期工程）。上述项目总投资 8.07 亿元，已完成投资金额 2.80 亿元。

总体来看，市政配套设施建设并不长期占用公司资金，虽然不能产生收益，但有助于轨道线路周边基础设施建设水平的提高。

## 其他业务

除房地产开发销售、工程建设等业务外，公司还开展混凝土销售、物业管理以及地铁综合资源开发等业务。其中，混凝土销售业务主要由公司控股子公司南宁轨道江南混凝土有限公司（以下简称“江南混凝土公司”）及南宁轨道混凝土有限公司（以下简称“轨道混凝土公司”）运营。其中，江南混凝土公司是由公司和南宁市政投资有限公司共同出资成立，是一家以预拌商品混凝土专业承包和混凝土预制件专业承包为经营主业的混凝土生产企业，具有国家建筑业预拌混凝土专业承包（不分等级）资质，是广西地区内设备最先进、规模最大、技术力量最雄厚的商品混凝土企业之一，自成立以来，立足于南宁地铁项目，不断扩展房地产、市政、路桥等基础设施建设项目；轨道混凝土公司是公司本部和中房置业共同出资成立。2015 年~2017 年，两家混凝土公司共实现销售收入 0.46 亿元、1.38 亿元和 3.87 亿元。

公司依托中房置业承接新开发小区或中高档小区相关物业管理业务。2015 年~2017 年，公司分别实现物业收入 0.38 亿元、0.42 亿元和 0.24 亿元。

总体来看，公司通过开展房地产、混凝土销售等业务拓展了经营范围和收入来源，随着公司运营线路里程的增加，公司还将继续通过地铁综合资源开发形式，增强自身盈利能力。

## 管 理

### 产权结构

南宁轨道是南宁市大型国有独资企业，其股东和实际控制人均为南宁市国资委。

截至 2017 年末，南宁轨道拥有全资子公司 4 家，控股子公司 4 家。

### 法人治理结构

公司不设立股东会，由南宁市国资委行使《公司法》规定的有限责任公司股东会的职权。公司设董事会，由 5~9 人组成，其中职工董事 1 名。公司非职工董事由南宁市国资委委派或更换，职工董事由职工代表大会选举产生。董事每届任期 3 年，任期届满可以连任。董事会设董事长 1 名，由南宁市国资委委派。公司设监事会，由 5 人组成，其中监事会主席 1 人，专职监事 2 人，职工监事 2 人。监事会成员中的职工监事由公司职工代表大会（或职工大会）选举产生，其余监事会成员由南宁市国资委委派。监事会主席由南宁市国资委从监事会成员中指定。监事每届任期 3 年，其中监事会主席和专职监事不可连任，职工监事可连选连任。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，对董事会负责。

### 管理水平

公司根据业务管理的需要，设总工办、安全质量监督部、资源管理部、合约法规部、企业发展部、财务管理部、人力资源部、信息中心、后勤服务中心、综合办公室、审计部、党群工作部（工会、团委）以及纪检监察部等 13 个职能部门，明确了各部门之间的分工及职责。

为了进一步加强轨道交通建设的安全风险管理，推进标准化管理，公司制定了《安全生产管理办法（试行）》等二十三则安全质量管理制度文件，制定土建工程综合风险等级及技术风险等级划分标准，建立风险识别及分级管理程序，并明确公司管理层各部门和项目实施层（勘查、设计、第三方监测、监理、施工单位等）的安全风险管理职责，建立风险控制管理程序。同时，针对可能出现的施工风险，公司制定了《突发事件专项应急预案》，以确

保可能出现的事件能够得到科学、及时、有效处置。

公司为合理有效地进行成本控制和监督，完善内部财务管理流程，制定了包含现金管理、银行存款、财务收支审批、固定资产管理等方面的财务管理制度。工程管理方面，公司设立了严格的招投标制度。此外，公司编制了详细的物资采购制度，以保障公司运营所需物品的正常持续供应，降低采购成本。

总体来看，公司的管理体制与管理制度比较完善，能够保证公司的良好运营。

## 战略规划

根据《南宁市城市轨道交通建设规划（2015-2021）》，南宁市城市轨道交通网线由8条线路组成，总长约252公里，设车站160座，其中换乘车站23座。规划2020年，南宁市区公共交通占机动化出行量比例达到62%，轨道交通占公共交通的比例达到30%。

根据公司“十三五”规划，2017年~2020年固定资产投资规模分别为177亿元、135亿元、143亿元和92亿元。“十三五”期间公司资本支出压力较大。中诚信国际将继续关注政府资本金到位情况以及融资情况。

公司未来发展将遵循“四同步”（同步规划、同步设计、同步建设和同步运营）的原则，合理配置地铁资源容量，满足城市功能发展和乘客多元化需求。注重借力发展，多渠道多方式挖掘潜在商机，争取地铁出入口上盖及富余地块开发利用的政策支持，提升经营效益，推动地铁资源产业发展。进一步提升广告、通信、商业综合资源开发业务量，综合资源开发及经营业态更加丰富。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年~2016年三年连审财务报告和经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>1</sup>审计并出具标准无保留意见的2017年财务报告。公司各期财务报告均按新

<sup>1</sup> 由于2014~2016年年报审计事务所不在国资委备选库中，公司2017年更换审计事务所

会计准则编制。

2017年，公司回购中融国际信托有限公司在南宁轨道交通二号线建设有限公司的股份；注销南宁城铁房地产开发有限责任公司；新设南宁轨道交通五号线建设有限公司及南宁轨道交通二号线东延线建设有限公司。截至2017年末，公司纳入合并报表范围内的二级子公司共8家。

表6：截至2017年末，纳入合并范围子公司情况

公司名称	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
广西中房置业有限责任公司	100.00	100.00
南宁轨道混凝土有限公司	100.00	100.00
南宁轨道交通二号线建设有限公司	100.00	100.00
南宁轨道交通三号线建设有限公司	29.74	100.00
南宁轨道江南混凝土有限公司	51.00	51.00
南宁轨道交通四号线建设有限公司	76.47	100.00
南宁轨道交通五号线建设有限公司	100.00	100.00
南宁轨道交通二号线东延线建设有限公司	10.00	100.00

注：公司经南宁轨道交通三号线建设有限公司、南宁轨道交通二号线东延线建设有限公司其他股东授权，拥有三号线公司和二号线东延线公司100%表决权。

资料来源：公司提供

## 资本结构

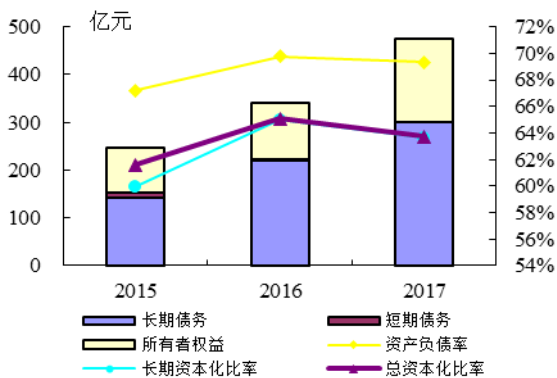
随着地铁项目建设进度的不断推进以及南宁市政府的资产注入，近年来公司的资产规模不断增长，2015年~2017年末公司的总资产分别为288.80亿元、393.66亿元和560.39亿元。从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，2015年~2017年末占总资产比重分别为72.01%、79.01%和76.94%。

非流动资产方面，2015年~2017年末，公司非流动资产分别为207.96亿元、311.02亿元和431.15亿元，主要由在建工程构成。随着地铁建设的不断推进，公司在建工程规模不断增长，2015年~2017年末，公司在建工程分别为204.21亿元、305.73亿元和409.47亿元，截至2017年末，在建工程占非流动资产的比重为94.97%，主要为公司投资建设的南宁轨道交通1~5号线、2号线东延线建设项目以及配套设施建设和资源开发项目，其中轨道1号线154.25亿元、轨道2号线122.09亿元、轨道3号线69.98亿元、轨道4号线19.06亿元、轨道5号线3.70亿元、轨道2号线东延线1.60亿元和轨道沿线市政项

目 38.78 亿元等。

流动资产方面，2015 年~2017 年末，公司流动资产分别为 80.83 亿元、82.64 亿元和 129.25 亿元，主要由货币资金、存货和预付款项构成。公司货币资金主要为银行存款，随着工程进度的开展呈现上升趋势，2015 年~2017 年末分别为 32.31 亿元、36.88 亿元和 62.92 亿元，各年末货币资金均无受限情况。同期，公司存货分别为 26.90 亿元、26.38 亿元和 27.36 亿元，相对稳定，截至 2017 年末，存货净额中包括开发成本 15.55 亿元和开发产品 11.79 亿元，主要为公司房地产项目。同期，公司预付款项分别为 18.67 亿元、11.08 亿元和 22.40 亿元，其中 2015 年末和 2017 年末预付款项较多主要系随着轨道交通项目推进及当年新的轨道交通项目开工，预付工程款及拆迁征收款规模出现大幅上升所致，截至 2017 年末，公司预付账款大部分为预付给中国建筑股份有限公司、中国铁建股份有限公司和中国中铁股份有限公司的工程款。

图 3：2015 年~2017 年公司资本结构分析



资料来源：根据公司财务报告整理

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，增加了公司的负债压力。2015 年~2017 年末，公司的总负债分别为 194.03 亿元、274.61 亿元和 388.46 亿元，主要由非流动负债构成，同期分别为 144.42 亿元、225.53 亿元和 330.50 亿元，占负债总额的比重分别为 74.43%、82.13% 和 85.08%，而非流动负债以长期借款为主。2015 年~2017 年末，公司长期借款分别为 141.92 亿元、220.94

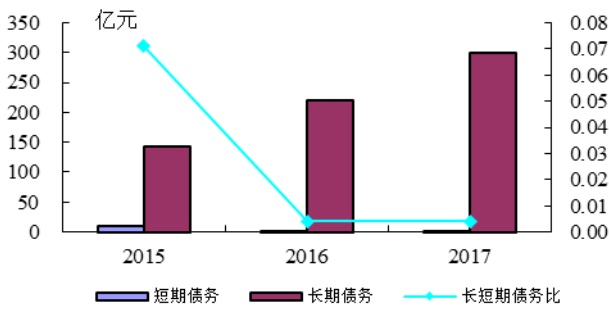
亿元和 300.61 亿元，主要由以资产及其收益权作为抵押物的抵押借款、担保借款和信用借款构成。截至 2017 年末，公司长期应付款为 24.10 亿元，主要为融资租入固定资产 24.04 亿元。

流动负债方面，2015 年~2017 年末公司流动负债分别为 49.61 亿元、49.08 亿元和 57.96 亿元，主要由应付账款、其他应付款和预收款项构成。2015 年~2017 年末，公司应付账款分别为 6.50 亿元、6.76<sup>2</sup> 亿元和 37.69 亿元，主要为应付及预提工程款，2017 年末应付账款的增长来自轨道 3~5 号线建设产生的应付工程款；同期公司其他应付款分别为 28.68 亿元、34.09 亿元和 11.59 亿元，主要为土地增值税准备金、与合作单位的往来款以及与中铁隧道集团有限公司等施工企业的质量保留金，2017 年末其他应付款余额大幅下滑系账务调整所致；同期预收款项分别为 4.05 亿元、6.56 亿元和 6.14 亿元，主要为公司预售房地产所取得的售房款，2016 年末预收款项较上年末同比增长 61.98%，主要系翡翠湾项目的预售房款增加所致；2017 年预售房款主要来自翡翠湾项目和翡翠园项目。

公司债务结构整体上仍以长期债务为主，符合轨道交通企业项目建设周期长、资金需求量大的特点。2015 年~2017 年末，公司的总债务分别为 151.99 亿元、221.84 亿元和 301.84 亿元；同期，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.07 倍、0.004 倍和 0.004 倍。2015 年~2017 年末，公司资产负债率分别为 67.19%、69.76% 和 69.32%，同期总资本化比率分别为 61.60%、65.08% 和 63.71%，未来，随着公司在建和拟建项目的推进，融资需求上升，公司的债务规模或将继续扩大，公司的偿债压力将持续增加。

<sup>2</sup>账务追溯调整：将原计入其他应付款的应付项目质保金调整入应付账款科目，部分应付账款调入其他非流动负债，2016 年应付账款由 6.76 亿元调整为 26.43 亿元；2016 年其他应付款由 34.09 亿元调整为 11.99 亿元。

图 4: 2015 年~2017 年公司债务结构分析



资料来源：根据公司财务报告整理

所有者权益方面，2015 年~2017 年末，公司的所有者权益分别为 94.77 亿元、119.04 亿元和 171.94 亿元，保持快速增长趋势。2015 年~2017 年末，公司实收资本分别为 14.20 亿元、16.99 亿元和 33.70 亿元，其中 2016 年南宁市国资委以现金增资 2.79 亿元；2017 年南宁市国资委以现金增资 0.43 亿元、土地作价增资 16.28 亿元；同期，公司资本公积分别为 51.49 亿元、67.50<sup>3</sup>亿元和 101.66 亿元，其中，2016 年末较上年末增加 16.01 亿元，系南宁市财政局累计拨付给公司项目资本金 10.76 亿元和国开行广西区分行发展基金专户转来三号线工程投资基金 5.25 亿元；2017 年末较上年末大幅增长，系南宁市财政局累计拨付给公司项目资本金 49.57 亿元及南宁市国资委以三宗土地作价出资增加注册资本金引起的资本溢价 1.23 亿元。2015 年~2017 年末，公司盈余公积分别为 0.04 亿元、0.07 亿元和 0.10 亿元；同期，公司未分配利润分别为 2.76 亿元、3.45 亿元和 2.25 亿元；2015 年~2017 年末，公司少数股东权益分别为 26.28 亿元、31.04<sup>4</sup>亿元和 34.22 亿元，其中 2016 年末较上年末增加 4.76 亿元，主要系国开发展基金对三号线投资 4.75 亿元所致；2017 年末较上年末减少 15.57 亿元，主要系公司置换了中融国际信托有限公司在二号线项目公司中的股份所致。

总体来看，随着在建轨道交通项目的推进及政府注资，公司资产规模不断增长，但同时债务规模也不断升高，且根据公司对轨道交通项目建设规划，仍将面临上升压力。

<sup>3</sup>账务追溯调整：将其他股东投资的资本公积重分类至少数股东权益，2016 年资本公积由 67.50 亿元调减至 50.86 亿元。

<sup>4</sup>账务追溯调整：将其他股东投资的资本公积重分类至少数股东权益，2016 年少数股东权益由 31.04 亿元调增至 49.79 亿元。

## 盈利能力

公司营业收入的主要来源包括房地产销售、轨道交通运营和混凝土销售等。2015 年~2017 年，公司分别实现营业总收入 9.80 亿元、11.27 亿元和 15.51 亿元。

目前公司主要收入来源为房地产销售收入，2015 年~2017 年，公司分别实现房地产销售收入 8.27 亿元、8.68 亿元和 7.61 亿元，占营业总收入的比重分别为 84.37%、77.02%和 49.07%，受宏观经济下行，房地产行业不景气影响，2016 年及 2017 年公司房地产收入有所下滑。2017 年公司轨道 1 号线产生运营收入 2.37 亿元。2016 年及 2017 年公司混凝土销售收入大幅增长，主要系江南混凝土公司于 2015 年成立后经过调试投产生产力逐步稳定并提高所致。

表 7: 2015 年~2017 年公司营业总收入构成 (亿元、%)

项目名称	收入			毛利率		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
房地产销售	8.27	8.68	7.61	41.37	19.82	33.99
轨道交通运营	--	--	2.37	--	--	-61.74
混凝土销售	0.46	1.38	3.87	10.37	19.56	4.60
其他业务	1.07	1.21	1.65	26.03	23.94	60.49
<b>合计</b>	<b>9.80</b>	<b>11.27</b>	<b>15.51</b>	<b>38.24</b>	<b>20.23</b>	<b>14.11</b>

资料来源：公司财务报告

营业毛利率方面，2015 年~2017 年公司房地产业务毛利率分别为 41.37%、19.82%和 33.99%，其中 2016 年较上年有较大幅度的下降，主要系当期结转项目中包含部分毛利率较低的经济适用房；由于公司房地产收入占比较大，公司营业毛利率随着房地产业务毛利率的下降而降低。由于轨道交通运营具有公益性质，公司轨道交通运营毛利率为负。2017 年混凝土销售毛利率大幅下滑系原材料成本上升以及扬尘整治等所致。2015 年~2017 年公司营业毛利率分别为 38.24%、20.23%和 14.11%。

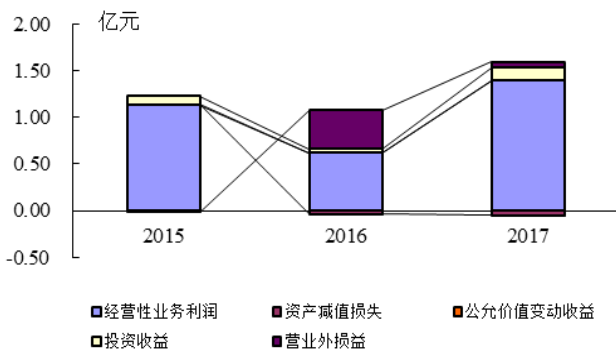
期间费用方面，2015 年~2017 年公司期间费用分别为 1.06 亿元、1.09 亿元和 1.40 亿元，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2015 年~2017 年，由于公司对利息支出进行资本化处理，并且公司有存款利息收入，所以财务费用金额较小。2015 年~2017 年公司三费收入占比分别为 10.86%、9.69%和 9.00%，期间费用控制能力较好。

**表8：2015年~2017年公司期间费用分析（亿元、%）**

	2015	2016	2017
销售费用	0.26	0.22	0.23
管理费用	0.80	0.87	1.16
财务费用	0.004	0.004	0.004
三费合计	1.06	1.09	1.40
营业总收入	9.80	11.27	15.51
三费收入占比	10.86	9.69	9.00

资料来源：公司财务报告

从利润总额的构成情况来看，公司利润总额主要来自经营性业务利润。2015年~2017年，公司利润总额分别为1.21亿元、1.04亿元和1.54亿元。同期，经营性业务利润分别为1.13亿元、0.62亿元和1.39亿元，其中2017年政府补助中与经营相关部分为1.34亿元调入经营性业务利润中，推高了公司整体经营利润水平，政府补助全部为运营补贴。2015年~2017年，公司分别取得投资收益0.09亿元、0.04亿元和0.14亿元，其中，2015年公司投资南宁中铁广发轨道装备有限公司，取得股权分红0.04亿元；2016年及2017年为按权益法核算的投资收益。

**图5：2015年~2017年公司利润总额构成情况**


资料来源：公司财务报告

总体来看，2015年~2017年公司营业收入及利润均来自于房地产业务收入，随着轨道线路的投入运营以及资源开发类项目逐渐产生收入，公司未来收入规模和盈利能力有望获得提升。

## 现金流

经营活动现金流方面，公司经营活动现金流主要受资金往来和房地产销售收入波动影响呈现较大幅度变动。2015年~2017年公司经营活动净现金流分别为10.49亿元、3.32亿元和0.85亿元。

投资活动现金流方面，近年来轨道交通项目和配套设施及资源开发项目建设不断推进，投资活动现金流持续净流出且规模较大，2015年~2017年公司的投资活动净现金流分别为-99.71亿元、-83.89亿元和-115.97亿元，2017年投资活动净现金流出规模较大主要系当年公司轨道1~4号线推进建设及新增轨道5号线、轨道2线东延线等建设项目，投资支出规模增大所致。

公司项目建设资金缺口主要由筹资活动来补足，2015年~2017年公司筹资活动净现金流分别为96.73亿元、85.14亿元和141.16亿元。筹资活动现金流入中借款所收到的现金保持高位，同期分别为74.65亿元、80.11亿元和107.43亿元。2015年~2017年，公司吸收投资收到的现金分别为30.28亿元、23.56亿元和30.32亿元，主要为收到的财政投入的资本金和少数股东投资的资本金。

总体来看，随着多条地铁线路建设的推进，公司的债务规模将继续增长，从而导致投资现金流缺口较大，依赖筹资活动现金流入维持资金平衡。

**表9：2015年~2017年公司现金流分析（亿元）**

项目	2015	2016	2017
经营活动现金流入	20.81	27.66	22.92
经营活动现金流出	10.32	24.34	22.07
经营活动净现金流	10.49	3.32	0.85
投资活动现金流入	0.07	0.07	0.64
投资活动现金流出	99.78	83.95	116.62
投资活动净现金流	-99.71	-83.89	-115.97
筹资活动现金流入	106.94	106.11	157.72
其中：吸收投资	30.28	23.56	30.32
取得借款	74.65	80.11	107.43
筹资活动现金流出	10.21	20.97	16.56
其中：偿还债务	4.15	10.26	1.54
筹资活动净现金流	96.73	85.14	141.16
现金及现金等价物净增加额	7.51	4.57	26.04

资料来源：公司财务报告

## 偿债能力

随着地铁线路建设的推进，公司总债务保持增长趋势，截至2017年末，公司总债务达301.84亿元。偿债能力方面，由于公司的债务规模较大且逐年上升，EBITDA对利息和债务本金的覆盖能力较弱，2015年~2017年总债务/EBITDA分别为106.97倍、183.16倍和165.59倍，EBITDA利息保障系数分别

为 0.23 倍、0.14 倍和 0.07 倍。

资源开发类项目的推进提升了公司经营活动现金流，但是房地产销售进度易受宏观经济影响，公司经营活动净现金流呈现一定波动性，而公司总债务不断攀升，2015 年~2017 年，公司经营活动净现金流对总债务的覆盖倍数分别为 0.07 倍、0.01 倍和 0.003 倍；经营活动净现金流利息保障系数分别为 1.73 倍、0.39 倍和 0.03 倍。总体上，公司对债务本息保障能力有待加强，中诚信国际将持续关注公司偿债指标的变化趋势。

**表10：2015 年~2017 年公司主要偿债能力指标**

	2015	2016	2017
总债务（亿元）	151.99	221.84	301.84
EBITDA（亿元）	1.42	1.21	1.82
经营活动净现金流（亿元）	10.49	3.32	0.85
EBITDA 利息保障系数（X）	0.23	0.14	0.07
总债务/EBITDA（X）	106.97	183.16	165.59
经营活动净现金流利息保障系数（X）	1.73	0.39	0.03
经营活动净现金流/总债务（X）	0.07	0.01	0.003

资料来源：公司财务报告

根据公司到期债务分布情况，公司未来三年需偿还的债务本金规模均不大，债务主要集中在 2020 年以后到期。考虑到公司货币资金较多，利息偿付较有保障。

**表11：截至 2017 年末公司未来三年债务的到期情况（亿元）**

	2018	2019	2020
到期本金	4.20	4.20	5.24
到期利息	11.79	11.59	17.43

资料来源：公司提供

银行授信方面，公司能够保持与银行的良好合作关系。截至 2017 年末，公司获得国家开发银行、中国银行、农业银行等国内主要银行各类额度 792.75 亿元，其中未使用额度约为 433.94 亿元，充足的授信额度为公司提供了资金支持。

对外担保方面，截至 2017 年末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司将地铁 1 号线、2 号线、3 号线和 4 号线等在建工程、机器设备及建成后的资产、收费权用于抵押借款，受限资产账面价值 365.37 亿元，占总资产的 65.20%。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的资料，截至 2018 年 12 月 12 日，公司未出现逾期未偿还债务情况。

## 评级展望

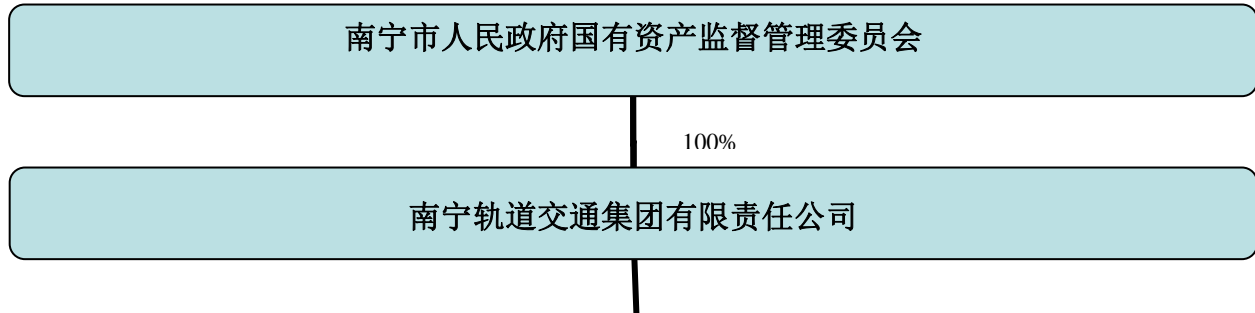
总体而言，中诚信国际肯定了南宁市平稳增长的区域经济为地铁建设奠定坚实的基础、南宁市政府的有力支持、公司房地产销售以及地铁相关业务稳步发展等因素对公司发展的积极影响。同时，中诚信国际也关注到公司面临的资本支出压力较大以及债务规模和负债率水平上升等对公司未来整体信用状况的影响。

综合来看，中诚信国际认为公司未来 12~18 个月内信用水平将保持稳定。

## 结 论

综上所述，中诚信国际评定南宁轨道交通集团有限责任公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；评定“2019 年第一期南宁轨道交通集团有限责任公司可续期公司债券”的信用等级为 **AA+**。

附一：南宁轨道交通集团有限责任公司股权结构图（截至 2017 年末）

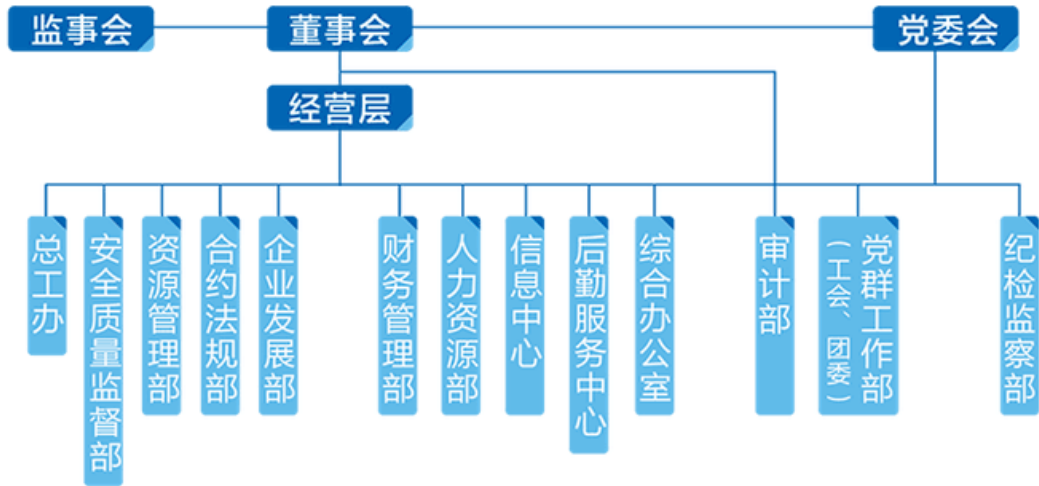


序号	公司名称	持股比例(%)	表决权比例(%)
1	广西中房置业有限责任公司	100.00	100.00
2	南宁轨道混凝土有限公司	100.00	100.00
3	南宁轨道交通二号线建设有限公司	100.00	100.00
4	南宁轨道交通三号线建设有限公司	29.74	100.00
5	南宁轨道江南混凝土有限公司	51.00	51.00
6	南宁轨道交通四号线建设有限公司	76.47	100.00
7	南宁轨道交通五号线建设有限公司	100.00	100.00
8	南宁轨道交通二号东延线建设有限公司	10.00	100.00

注：公司经南宁轨道交通三号线建设有限公司、南宁轨道交通二号东延线建设有限公司其他股东授权，拥有三号线公司和二号东延线公司 100%表决权。

资料来源：公司提供

附二：南宁轨道交通集团有限责任公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供



#### 附四：南宁轨道交通集团有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2015	2016	2017
货币资金	323,062.33	368,771.55	629,222.21
应收账款	5,275.93	19,555.57	30,548.73
其他应收款	19,782.68	25,693.54	36,095.16
存货	268,985.29	263,836.41	273,596.80
可供出售金融资产	1,785.00	1,785.00	1,785.00
长期股权投资	9,849.12	10,013.44	10,644.23
在建工程	2,042,052.30	3,057,288.60	4,094,698.03
无形资产	221.20	214.15	156,433.06
总资产	2,887,962.95	3,936,551.62	5,603,948.94
其他应付款	286,779.36	340,909.39	115,869.43
短期债务	100,679.17	9,000.00	12,300.00
长期债务	1,419,243.00	2,209,391.70	3,006,119.05
总债务	1,519,922.17	2,218,391.70	3,018,419.05
总负债	1,940,312.22	2,746,119.36	3,884,593.08
费用化利息支出	504.73	431.64	1,161.22
资本化利息支出	60,045.20	84,422.47	266,407.13
实收资本	142,000.00	169,929.67	337,043.37
少数股东权益	262,782.87	310,355.35	342,235.30
所有者权益(含少数股东权益)	947,650.72	1,190,432.26	1,719,355.86
营业总收入	97,995.30	112,678.32	155,149.98
经营性业务利润	11,302.63	6,191.56	13,933.37
投资收益	920.90	395.32	1,374.45
营业外收入	494.49	4,414.00	855.67
净利润	8,101.57	8,177.90	11,030.46
EBIT	12,613.34	10,863.64	16,606.02
EBITDA	14,208.68	12,111.79	18,228.39
销售商品、提供劳务收到的现金	81,704.93	120,273.77	137,795.10
收到其他与经营活动有关的现金	126,352.57	156,330.10	91,390.90
购买商品、接受劳务支付的现金	52,306.30	67,802.74	86,913.01
支付其他与经营活动有关的现金	8,018.28	119,534.63	65,870.85
吸收投资收到的现金	302,822.33	235,568.64	303,243.22
资本支出	997,784.03	839,522.81	1,028,711.91
经营活动产生现金净流量	104,903.26	33,221.66	8,532.52
投资活动产生现金净流量	-997,097.04	-838,869.06	-1,159,729.39
筹资活动产生现金净流量	967,338.20	851,366.67	1,411,645.09
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率(%)	38.24	20.23	14.11
三费收入比(%)	10.86	9.69	9.00
应收类款项/总资产(%)	0.87	1.15	1.19
收现比(X)	0.83	1.07	0.89
总资产收益率(%)	0.54	0.32	0.35
流动比率(X)	1.63	1.68	2.23
速动比率(X)	1.09	1.15	1.76
资产负债率(%)	67.19	69.76	69.32
总资本化比率(%)	61.60	65.08	63.71
长短期债务比(X)	0.07	0.004	0.004
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.01	0.003
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.04	3.69	0.69
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.73	0.39	0.03
总债务/EBITDA(X)	106.97	183.16	165.59
EBITDA/短期债务(X)	0.14	1.35	1.48
货币资金/短期债务(X)	3.21	40.97	51.16
EBITDA利息倍数(X)	0.23	0.14	0.07

注：.公司各期财务报告均依照新会计准则编制。

## 附五：基本财务指标的计算公式

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 + 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 + 其他债务调整项

总债务 = 长期债务 + 短期债务

营业成本合计 = 营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金收入 + 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

经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本合计 - 税金及附加 - 财务费用 - 管理费用 - 销售费用 + 其他收益

营业毛利率 = (营业总收入 - 营业成本合计) / 营业总收入

三费合计 = 财务费用 + 管理费用 + 销售费用

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

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

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

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

收现比 = 销售商品提供劳务收到的现金流入 / 营业收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

## 附六：主体信用等级的符号及定义

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。

## 附七：债券信用等级的符号及定义

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。