

2018 年第一期厦门轨道交通集团有限公司公司债券

# 信用评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2018)010654】

**评级对象:** 2018年第一期厦门轨道交通集团有限公司公司债券

**主体信用等级:** AAA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AAA

**计划发行:** 40.00 亿元

**本期发行:** 15.00 亿元

**存续期限:** 9 年

**增级安排:** 无

**评级时间:** 2018 年 7 月 26 日

**发行目的:** 补充营运资金, 轨道交通项目建设

**偿还方式:** 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付

## 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
<b>母公司数据:</b>			
货币资金	31.61	130.02	99.73
刚性债务	41.70	0.30	34.47
所有者权益	124.86	329.74	401.90
经营性现金净流入量	10.78	4.85	0.76
<b>合并数据及指标:</b>			
总资产	206.33	395.43	508.52
总负债	66.73	64.86	66.02
刚性债务	53.61	5.10	35.54
所有者权益	139.61	330.56	442.50
营业收入	32.43	29.22	5.01
净利润	4.35	4.04	4.21
经营性现金净流入量	12.38	3.47	-0.21
EBITDA	5.42	5.18	5.18
资产负债率[%]	32.34	16.40	12.98
长短期债务比[%]	248.13	432.64	439.65
权益资本与刚性债务比率[%]	260.41	6477.37	1245.10
流动比率[%]	257.51	1219.42	1072.87
现金比率[%]	179.62	1086.93	824.78
利息保障倍数[倍]	1.77	2.17	19.34
EBITDA/利息支出[倍]	2.11	2.64	23.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.18	0.25

注: 发行人数据根据厦门轨道经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

## 分析师

薛雨婷 xyt@shxsj.com  
陈威宇 chenweiyu@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

## 评级观点

### 主要优势:

- **良好的外部发展环境。**厦门市为我国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一、十个开发开放类国家综合配套改革试验区之一以及“中国(福建)自由贸易试验区”三片区之一, 具有较强的区位优势。厦门市旅游及科教资源丰富, 近年经济保持稳步发展, 为厦门轨道的经营发展提供了良好的外部环境。
- **区域地位重要。**厦门轨道负责投建的轨道交通项目具有显著的社会及经济效益, 区域地位突出, 项目投运后可有效缓解厦门市交通压力。厦门市是东南沿海重要的中心城市、港口及旅游城市, 人口净流入量较大, 轨道交通项目投运后客流量保障程度相对较高, 能为公司带来较稳定的收入及经营性现金流。
- **政府支持力度大。**厦门轨道作为厦门市轨道交通投资建设及运营管理的唯一主体, 职能定位明晰, 能持续得到厦门市政府在资本金注入、资产及资源划拨及政府补贴等方面的大力支持。
- **即期债务偿付保障程度很高。**厦门轨道债务期限结构合理, 货币资金储备充裕, 外部融资渠道畅通, 整体即期债务偿付保障程度很高。

### 主要风险:

- **资本性支出压力较大。**厦门轨道在建轨道交通项目后续投资需求仍很大, 公司将持续面临较大的资本性支出压力。
- **利润水平对政府补助依赖度高。**厦门轨道主营业务盈利能力较弱, 利润水平对政府补助依赖度高。
- **轨道沿线资源开发收益存在一定不确定性。**厦门轨道拟通过轨道交通项目沿线土地等资源

综合开发实现项目的资金平衡，资源开发收益易受区域内土地及房地产市场景气度波动影响，存在一定不确定性。

### ➤ 未来展望

通过对厦门轨道及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2018 年第一期厦门轨道交通集团有限公司公司债券

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

厦门轨道交通集团有限公司（简称“厦门轨道”、“该公司”或“公司”）于 2011 年 11 月由厦门市政府国有资产监督管理委员会（简称“厦门市国资委”）出资设立，注册资本为 50 亿元。后经厦门市国资委多次增资及国开发展基金有限公司（简称“国开基金”）于 2015 年以来新增投资 41 亿元<sup>1</sup>，截至 2017 年末，公司实收资本为 300 亿元，厦门市国资委和国开基金的出资比例分别为 87.74% 和 12.26%，公司实际控制人为厦门市国资委。

该公司是厦门市城市轨道交通投资建设及运营管理的唯一主体，能得到厦门市政府在资本金注入和资产划拨等方面较大力度的支持。目前公司轨道交通项目处于集中建设期，公司营业收入主要来源于钢材等物资贸易业务，并从事小部分快速公交客运服务业务，截至 2017 年末，公司下属二级子公司主要为厦门轨道物资有限公司（简称“物资公司”）、厦门市快速公交场站有限公司和厦门地铁置业有限公司 3 家，二级子公司概况详见附录三。

### 2. 债项概况

#### (1) 债券条款

该公司申请发行总额不超过 40 亿元的企业债券已于 2017 年 1 月获国家发展改革委核准批复，并分别于 2017 年 7 月和 2017 年 8 月发行 10 亿元和 15 亿元的企业债券，本期企业债券为核准额度的第三期债券，发行规模为 15.00 亿元，募集资金用于补充公司营运资金及轨道交通 3 号线的项目建设。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2018 年第一期厦门轨道交通集团有限公司公司债券
总发行规模:	不超过 40.00 亿元人民币（含 40.00 亿元）
本期发行规模:	15.00 亿元人民币
本期债券期限:	9 年，附第 3 和第 6 个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

<sup>1</sup> 其中 36.78 亿元计入实收资本，4.22 亿元计入资本公积。

增级安排:	无
-------	---

资料来源：厦门轨道

## (2) 募集资金用途

### A. 补充营运资金

该公司拟将本期债券募集资金中的 10.00 亿元用于补充营运资金，以增强公司流动资金弹性。

### B. 项目投资

该公司拟将本期债券募集资金中的 5.00 亿元用于厦门轨道交通 3 号线工程。3 号线项目于 2016 年开工建设，截至 2017 年末，累计完成投资 61.50 亿元。轨道交通项目具有显著的经济和社会效益，通车后将主要以运营票款收入、车站和车辆的广告收入及车站的商业开发收入作为还本付息来源。

图表 2. 本期债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	批准机关（文号）	总投资（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
厦门轨道交通 3 号线工程	厦发改交能（2017）835 号、厦发改交能（2016）530 号、厦国土预审厦门市（2016）第 027 号、厦环函（2015）258 号	286.2 <sup>2</sup>	5.00
合计	—	286.2	5.00

资料来源：厦门轨道

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧

<sup>2</sup> 根据 2017 年 11 月发布的厦门市发展改革委关于厦门市轨道交通 3 号线工程投资概算的批复进行调整。

带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推CPI改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定CPI印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的CPI均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业环境

**城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。**43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规则》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不

足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017 年以来，行业监管力度进一步加大。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年 2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地

方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

### （3）区域经济环境

**厦门市具有较强的区位优势，旅游及科教资源丰富，近年来经济持续稳步发展，产业结构逐渐调整优化，经济发展质量较高。**

厦门市是我国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一，是东南沿海重要的中心城市、港口及风景旅游城市。厦门位于福建省东南端，西接漳州台商投资区，北邻南安，东南与大小金门和大担岛隔海相望，是闽南地区的主要城市之一，与漳州、泉州并称“厦漳泉”，闽南金三角经济区。截至 2017 年末，全市常住人口 401 万。

厦门市由本岛厦门岛、离岛鼓浪屿、西岸海沧半岛、北岸集美半岛、东岸翔安半岛、大小嶝岛、内陆同安、九龙江等组成，陆地面积 1699.39 平方公里，海域面积 390 多平方公里。厦门海域包括厦门港、外港区、马銮湾、同安湾、九龙江河口区和东侧水道，海岸线全长 234 公里，其中 12 米以上深水岸线约 43 公里，适宜建港的深水岸线约 27 公里。港区外岛屿星罗棋布，港区内群山四周环抱，港阔水深，终年不冻，是条件优越的海峡性天然良港，是我国沿海十大港口之一。

近年来，厦门市经济稳步发展，地区生产总值持续增长。2015-2017 年，厦门市地区生产总值分别为 3466.01 亿元、3784.25 亿元和 4351.18 亿元，同比分别增长 7.2%、7.9% 和 7.6%。分产业看，2017 年，全市第一产业实现增加值 23.23 亿元，同比增长 2.1%；第二产业实现增加值 1815.92 亿元，同比增长 7.2%；第三产业实现增加值 2512.03 亿元，同比增长 7.9%。2017 年，厦门市三次产业结构由 2015 年的 0.7:43.5:55.8 调整为 0.5:41.7:57.8，第三产业处于主导地位，且占比呈增长趋势，产业结构调整优化。

图表 3. 2015-2017 年厦门市主要经济指标（单位：亿元，%）

指 标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	3466.01	7.2	3784.25	7.9	4351.18	7.6
第一产业增加值	23.94	-0.5	23.45	-5.5	23.23	2.1
第二产业增加值	1508.99	7.9	1558.62	5.7	1815.92	7.2
第三产业增加值	1933.08	6.5	2202.18	9.8	2512.03	7.9
三次产业结构	0.7:43.5:55.8		0.6:41.2:58.2		0.5:41.7:57.8	
规模以上工业增加值	1254.06	7.9	1264.79	5.4	1437.16	8.1
固定资产投资	1896.52	20.6	2159.81	14.4	2381.46	10.3
交通运输业投资	312.85	39.0	500.08	59.1	536.68	7.3
社会消费品零售总额	1168.42	8.9	1283.46	9.8	1446.74	12.7
外贸进出口总值	832.91 <sup>3</sup>	-0.2	5091.55	-1.5	5816.04	14.3
城镇居民人均可支配收入（元）	42,607	7.5	46,254	8.6	50,019	8.1

资料来源：厦门市统计局

交通运输投资方面，近年来，随着厦门市经济的发展，居民收入水平的提高，城市车辆数量激增，对城市基础设施、交通设施的需求提高，厦门市逐年加大固定资产投资力度。2015-2017 年，厦门市固定资产投资总额分别为 1896.52 亿元、2159.81 亿元和 2381.46 亿元，其中交通运输投资分别为 312.85 亿元、500.08 亿元和 536.68 亿元。2016 年 10 月，国家发展改革委批复《厦门市城市轨道交通第二期建设规划（2016-2022）》，厦门市规划城市轨道交通线网将由 6 条线路组成，总长约 267 公里，设 139 座车站，其中换乘车站 18 座。其中，1、2 和 3 号线分别为本岛沿北、东、西方向的放射骨干线路，主要承担厦门岛与环湾组团间跨海交通联系功能，兼顾岛内及岛外组团内部公共交通骨干功能；4、5 和 6 号线为辅线，支持岛内与周边组团、环湾组团发展。

旅游产业方面，厦门市气候宜人，为全国十大旅游热点城市之一。目前，厦门市拥有鼓浪屿和万石山园林植物园等 14 家国家 4A 级以上风景区。2017 年，厦门市接待游客总数为 7830.52 万人次，同比增长 15.7%，旅游总收入 1168.52 亿元，同比增长 20.7%。其中接待入境游客 386.32 万人次，增长 8.0%，旅游外汇收入 32.21 亿美元，增长 16.3%。接待国内游客 7444.20 万人次，增长 16.1%，国内旅游收入 951.09 亿元，增长 20.7%。截至 2017 年末，厦门市共有旅游住宿单位 2262 家，其中星级酒店 64 家，五星级酒店 18 家。

<sup>3</sup> 2015 年厦门市外贸进出口总值单位为亿美元。

**图表 4. 2015-2017 年厦门市旅游业主要指标**

指 标	2015 年		2016 年		2017 年	
	数额	增幅	数额	增幅	数额	增幅
接待国外旅客（万人次）	317.26	18.9%	357.81	12.8%	386.32	8.0%
接待国内旅客（万人次）	5,718.59	12.8%	6,412.35	12.1%	7444.20	16.1%
旅游总收入（亿元）	832.36	15.3%	968.26	16.3%	1168.52	20.7%

资料来源：厦门市统计局

## 2. 业务运营

该公司是厦门市轨道交通投资建设及运营管理的唯一主体，区域地位突出，能持续得到厦门市政府在资金和资源等方面的大力支持。目前除轨道交通 1 号线已于 2017 年年底开通试运营外，公司负责投建的轨道交通项目均处于在建阶段。公司营业收入主要来源于钢材等商品贸易业务，业务盈利能力偏弱，利润实现对政府补助依赖度高。未来公司拟通过轨道交通项目沿线土地等资源综合开发实现项目的资金平衡。

该公司是厦门市轨道交通投资建设及运营管理主体，区域地位突出。目前除轨道交通 1 号线于 2017 年 12 月 31 日开通试运营以外，公司负责投建的其他轨道交通项目均处于在建阶段。公司营业收入主要来源于钢材等物资贸易业务。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 32.43 亿元、29.22 亿元和 5.01 亿元，其中贸易业务收入分别为 31.38 亿元、28.80 亿元和 3.92 亿元，占营业收入的比重分别为 96.77%、98.56% 和 78.21%。2017 年，公司营业收入同比下滑 82.85%，主要系物资公司为防范经营风险主动对业务规模进行了缩减。

**图表 5. 公司营业收入构成及毛利率变化分析（单位：亿元、%）**

业务类别	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
贸易收入	31.38	2.98	28.80	3.88	3.92	12.02
客运及租赁等	0.58	-164.30	0.20	-325.64	0.76	-285.23
其他业务	0.47	61.99	0.22	60.08	0.33	39.83
合计	32.43	0.84	29.22	2.03	5.01	-31.10

资料来源：根据厦门轨道经审计的 2015-2017 年财务数据整理计算

### (1) 轨道交通投建

该公司是厦门市轨道交通投建及运营管理的唯一主体，目前主要负责投建的轨道交通线路主要为 1 号线、2 号线、3 号线、4 号线和 6 号线，建设里程合计 199.3 公里，预计总投资为 1452.8 亿元。根据厦门市发展和改革委员会对项目可行性研究报告的批复，项目资本金比例均为 40%，由厦门市财政承担。截至 2017 年末，项目已投资 450.78 亿元，到位财政资本金合计 307.45 亿元，

资本金到位情况良好。

**图表 6. 截至 2017 年末公司主要在建轨道交通项目情况（单位：亿元、公里）**

线路	预计总投资额	长度	资本金比例	资本金到位金额	累计完成投资额	2018 年投资计划
1 号线	244.2	30.3	40%	186.66	213.46	10.0
2 号线 <sup>4</sup>	313.6	41.6	40%	78.62	140.58	50.0
3 号线	286.2 <sup>5</sup>	36.7	40%	17.00	61.50	45.0
4 号线	229.8	44.8	40%	16.81	30.18	35.0
6 号线	379.0	45.9	40%	8.36	5.06	10.0
<b>合计</b>	<b>1452.8</b>	<b>199.3</b>	<b>—</b>	<b>307.45</b>	<b>450.78</b>	<b>150.0</b>

资料来源：厦门轨道

具体线路建设方面，1 号线起于镇海路站，途径文园路、湖滨中路、湖滨南路、嘉禾路、海堤路，向北出岛，高集、集杏海堤跨海，跨海后沿杏锦路、诚毅大街、规划的珩山路、厦门北站建设，终点站为厦门北站北广场，全线 30.3 公里，设 24 座车站，已于 2014 年 4 月开工，于 2017 年 12 月试运行。2 号线一期工程起于海沧区芦坑站，途径人工湖路、海沧大道进入厦门岛，在岛内穿过湖滨北路、吕岭路，终点站为五缘湾站，设 21 座车站；二期工程西起于天竺山森岭公园，向东经过海翔大道、新景路，转入新阳北路、霞飞路和钟林路，和一期芦坑站相接，设 9 座车站，2 号线已于 2015 年 7 月开工建设，建设期 5 年，二期全线共 41.6 公里，预计 2019 年试运行。3 号线起于厦门火车站，途径湖滨东路、华泰路湖里大道、火炬路、枋湖北二路、钟宅路、石厝路、翔安东路，跨过大嶝海域进入大嶝岛，过双沪村到达终点翔安机场，全线 36.7 公里，设 26 座车站，已于 2016 年 8 月开工，建设期 4 年。4 号线起于嵩屿码头，设车站 10 座（4 座高架站，6 座地下站），全长 44.8 公里，终点为翔安机场。建设工期为 4.5 年，现在正进行初步设计等前期工作，预计于 2020 年开通试运行。轨道交通 6 号线的建设期限为 6 年，“十三五”规划期间计划完成大部分线路建设，计划于 2022 年试运行。其中轨道交通 6 号线首开段为 2017 年新开工项目，起于林埭西站，止于新店仔站，预计共设车站 33 座，其中含 5 座换乘站，全长约 45.9 公里。

该公司在建轨道交通项目后续资金需求仍很大，根据公司“十三五”规划，“十三五”期间，公司轨道交通建设计划投资金额达 1013 亿元，公司将面临很大的投融资压力。但轨道交通项目具有显著的社会和经济效益，公司作为厦门市轨道交通投建及运营管理的唯一主体，能得到厦门市政府和金融机构在资金方面较大力度的支持。具体来看，除在建轨道交通项目明确 40% 项目资本金由厦门市财政承担外，公司还能获得厦门市政府财政补贴、国开发展基金和厦门城市发展基金等在建设资金投入等方面的支持。财政补贴方面，根据《厦门市财政局关于明确厦门轨道交通集团有限公司财政补助资金性质通知》（厦财建[2016]46 号），公司获得 2015 年厦门市财政性拨款 12.00 亿元作为 2013-2015

<sup>4</sup> 2 号线工程分为一期和二期，表中数据为 2 号线一期和二期的合计数。

<sup>5</sup> 根据 2017 年 11 月发布的厦门市发展改革委关于厦门市轨道交通 3 号线工程投资概算的批复进行调整。

年财政补贴收入入账，具体分别为 3.00 亿元、4.00 亿元和 5.00 亿元；根据《厦门市财政局关于下达厦门轨道交通集团有限公司 2016 年财政补助资金的通知》（厦财建[2016]85 号），厦门市财政局拨款 4.70 亿元作为 2016 年财政补贴收入入账。根据《厦门市财政局关于下达厦门轨道交通集团有限公司 2017 年财政补贴资金的通知》（厦财建[2017]107 号），厦门市财政局拨款 5.00 亿元作为 2017 年财政补贴收入入账。国开发展基金方面，截至 2017 年末，公司累计收到国开发展基金资金投入 41.00 亿元，年利率为 1.20%。城市发展基金方面，厦门市财政局、兴业财富资产管理有限公司与公司签订了厦门城市建设投资发展基金投资框架协议，基金总规模为 100 亿元，主要投资于厦门市轨道交通等城市基础设施建设及运营，资金使用部分成本由厦门市财政进行贴息，该部分资金截至目前尚未使用。

轨道交通项目具有较强的公益属性，项目投入运营后票款收入对运营成本的覆盖程度有限，该公司拟通过轨道交通沿线土地等资源综合开发方式实现项目资金平衡。目前，公司已获得厦门市发改委对 1 号线沿线部分地块配套项目开发的批复，与 1 号线进行同步规划、设计及开发。截至 2017 年末，公司已开工建设的地铁 1 号线配套项目共计 12 个，包括文灶站公交地块、火炬园、杏锦、园博苑站集杏海堤北、董任南北、软件园站及集美中心配套项目等，总占地面积约 53.54 公顷，规划建筑面积约 195.25 万平方米，项目预计总投资 67.31 亿元，截至 2017 年末累计完成投资约 17.76 亿元。

## （2）贸易业务

贸易业务目前是该公司营业收入的主要来源，运营主体为公司于 2012 年出资设立的子公司厦门轨道物资有限公司（简称“物资公司”）。物资公司成立之初主要为了从物资层面保障公司轨道交通建设进度和质量，后来开始逐步拓展自主贸易业务，业务规模逐渐增大，业务收入逐年增长，但业务市场化竞争程度高，主要通过购销差价实现收益，业务盈利能力偏弱。2015-2017 年，公司贸易业务分别实现收入 31.38 亿元、28.80 亿元和 3.92 亿元，业务毛利率分别为 2.98%、3.88%和 12.02%。2017 年，公司营业收入同比下滑 82.85%，主要系物资公司为防范经营风险主动对业务规模进行了缩减。未来，物资公司将着重确保公司轨道交通建设的物资需求。

## 管理

该公司为地方国有企业，厦门市国资委为公司控股股东和实际控制人。公司根据自身业务发展需要及相关法律法规要求，建立并不断完善公司治理结构，并逐步建立健全了内部管理制度，积极规范公司运作，切实保障各项经营活动的顺利开展。

## 1. 产权关系与公司治理

### (1) 产权关系

截至 2017 年末，该公司实收资本为 300.00 亿元，厦门市国资委出资比例为 87.74%，为公司控股股东和实际控制人。公司产权状况详见附录一。

### (2) 公司治理

该公司按照《公司法》、《公司章程》等法律法规及规范性文件要求，建立并不断完善公司治理结构，厦门市国资委作为出资人<sup>6</sup>行使股东会有关职权。公司设立董事会，董事会是公司经营决策机构，由 6 名董事组成，其中董事长 1 名，职工代表 1 名。公司董事会成员由厦门市国资委直接任免，职工代表由公司职工代表大会选举产生，董事每届任期三年，任期届满，可以连任。公司设立监事会，对公司的国有资产运营和保值增值实施监督。公司监事会由 5 名监事组成，其中由厦门市国资委任免监事会主席 1 名，监事 2 名；由公司职工代表大会选举产生的职工代表 2 名，其中监事会副主席 1 名。公司设总经理 1 名、党委副书记 1 名、副总经理 4 名、纪委书记 1 名、总会计师 1 名、总工程师 1 名等其他高级管理人员，负责执行董事会的指示并管理公司的日常运作。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构及模式

该公司根据自身经营管理以及业务发展的需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责较明确，能较好地满足公司日常经营管理的需要。公司组织架构详见附录二。

### (2) 管理制度及水平

该公司根据相关法律法规、规范性文件的要求，结合自身业务特点，逐步完善了各项内部管理制度，形成了涵盖安全管理、投资管理、资金管理、财务管理、对外担保等方面的内部管理体系，为公司日常运营提供了较好的制度保障。

安全管理方面，为进一步加强轨道交通工程建设安全管理工作的实施，该公司成立了安全生产工作委员会（简称“安委会”），并编制有《安全生产工作委员会工作制度》，严抓安全事宜。公司聘用专职安全工程师，至少每周进行一次安全检查，并由安委会定期检查工程项目安全事宜，于每季度末召开一次安全生产工作例会。

对外投资方面，该公司董事会为公司投资决策机构，在厦门市国资委规定的权限范围内决定公司投资项目，超过权限的需上报国资委核准、备案，确保

<sup>6</sup> 股东国开基金以夹层投资形式入股，不派驻董事、监事。

投资的合法性和合规性。公司设立战略投资委员会，负责投资项目审核。当投资额累计变动后未超过投资决策机构批准的投资总额，由公司投资分管领导审批；超过批准的投资总额的 10% 或人民币 300 万元以内的（含本数），上报投资决策机构审批；超过批准的投资总额的 10% 或人民币 300 万元以上的，调整项目经济评价，修订《项目投资可行性研究报告》，并上报投资决策机构审批。

资金管理方面，该公司采用资金集中管理制度。资金集中在公司本部，由公司本部统一调度、管理和运用，以实现集团内的资金资源整合与宏观调配，提高资金使用效率，降低金融风险。各子公司经营性账户的所有可用资金实时全部上划到公司账户，下拨时，在完成资金支付审批后，采用联动支付方式划拨。公司对资金收支实行计划控制，子公司的一切资金收支均纳入资金管理，采取预算管理，控制预算外的资金支出。

### **(3) 过往债务履约及其他行为记录**

根据该公司 2018 年 7 月 19 日《企业信用报告》，公司 2014 年 9 月 21 日存在一笔 42.76 万元的欠息记录，于 2014 年 9 月 22 日结清。根据该笔贷款银行出具的说明文件，该笔贷款由于扣息日（2014 年 9 月 21 日）当天为周日，资金到账后银行系统未自动扣款，欠息日次日由贷款行手工正常扣息，该笔欠息记录非由企业方原因导致，对公司信用状况无影响。除此之外，公司贷款均正常，整体信用状况良好。

截至 2018 年 6 月末，根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院失信被执行人名单信息公布与查询平台、证券期货市场失信记录查询平台信息查询结果，该公司未存在重大异常情况。

## **财务**

近年来，随着轨道交通项目建设的推进，该公司外部融资需求有所增加，但受益于厦门市国资委的持续大额增资，公司资本实力显著增强，资产负债率逐年下降。公司目前债务结构合理，货币资金储备充裕，外部融资渠道通畅，整体债务偿付保障程度很高。

### **1. 公司财务质量**

福建华兴会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015 年财务报表进行了审计，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2016 年和 2017 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行最新企业会计准则及其补充规定。

2017 年，该公司合并范围内新增 1 家全资子公司厦门地铁置业有限公司，成立日期为 2017 年 11 月，注册资本 3000 万元，主要从事房地产开发经营、地铁及沿线开发项目物业管理、企业管理资源、自有房地产经营活动等业务。

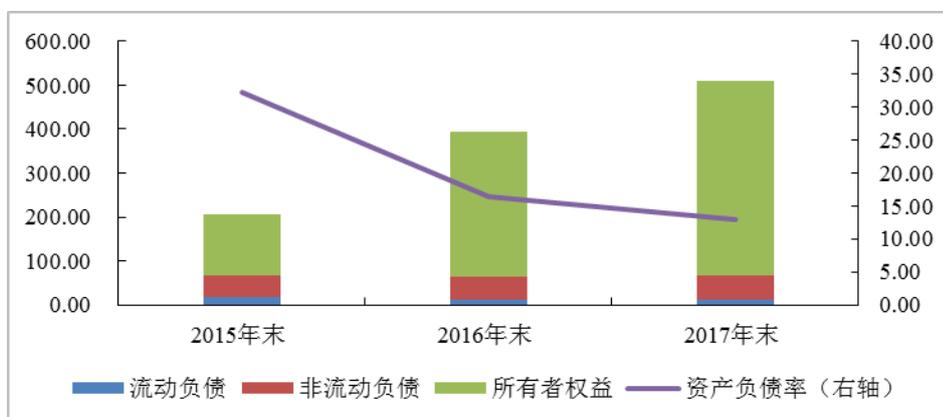
## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

#### A. 债务结构

随着轨道交通项目的推进，该公司近年外部融资需求有所增加，但受益于厦门市国资委和国开基金的持续增资，公司资产负债率逐年降低。2015-2017年末，公司负债总额分别为66.73亿元、64.86亿元和66.02亿元，资产负债率分别为32.34%、16.40%和12.98%。

图表7. 公司资本结构情况（单位：亿元、%）

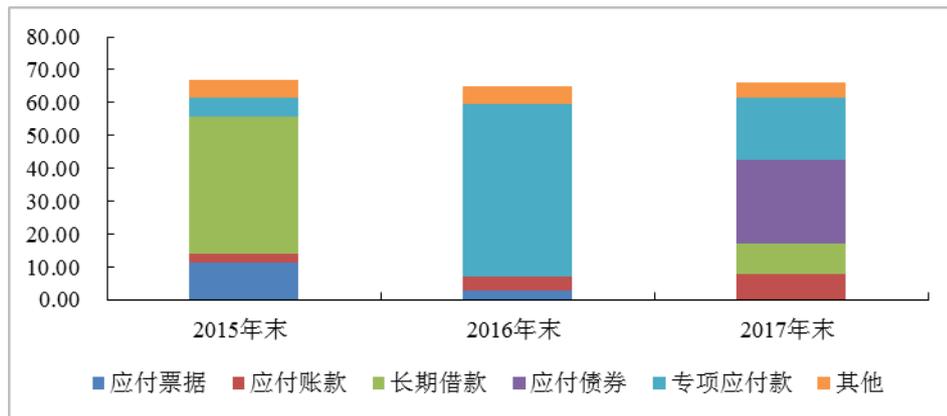


资料来源：根据厦门轨道经审计的2015-2017年财务数据整理绘制

从债务期限结构来看，该公司负债以非流动负债为主，与公司轨道交通项目投建及资金回收期较长的经营特点匹配度较高，2015-2017年末，公司长短期债务比分别为248.13%、432.64%和439.65%。

从债务构成来看，该公司负债主要集中于刚性债务、专项应付款和应付账款，2017年末占负债总额的比重分别为53.83%、28.61%和11.94%。其中，刚性债务余额为35.54亿元，较2016年末增加30.44亿元，主要系公司于2017年新增兴业银行银团贷款9.00亿元以及发行了17厦门轨道债01和17厦门轨道债02两期企业债券，合计募集资金25.00亿元。2016年末公司刚性债务规模较小主要系厦门市财政局通过由公司贷款行定向承销厦门市地方政府债券方式，解除了公司与贷款行间的债权债务关系，公司银行借款规模大幅减少，转而增加专项应付款。2017年末，公司专项应付款余额为18.89亿元，同比下降63.95%，主要系当年公司将财政专项建设资金转增国有资本金所致；应付账款余额为7.88亿元，主要为应付轨道交通建设工程款及质保金，2017年末显著增长88.22%主要系当年轨道交通项目全面开工所致。

图表 8. 公司 2015-2017 年末负债结构及变化趋势（单位：亿元）



资料来源：根据厦门轨道经审计的 2015-2017 年财务数据整理绘制

### B. 刚性债务

该公司刚性债务主要为应付债券和银行借款，近年刚性债务余额有所波动，但整体规模相对较小，刚性债务偿付压力可控。2015-2017 年末，公司刚性债务余额分别为 53.61 亿元、5.10 亿元和 35.54 亿元。其中，2017 年末公司刚性债务主要包括待偿还本金为 25.00 的企业债券及银行借款 9.98 亿元。公司短期银行借款 0.98 亿元，借款主体为下属物资公司，其中由公司本部提供的保证借款为 0.68 亿元，其余为信用借款。公司长期借款余额 9.00 亿元，全部为质押借款，质押物为公司正在建设的厦门市轨道交通 1 号线、2 号线工程项目所有的票款收费权及应收账款或收入账户以及账户内的资金，借款期限为 30 年。

### C. 或有负债

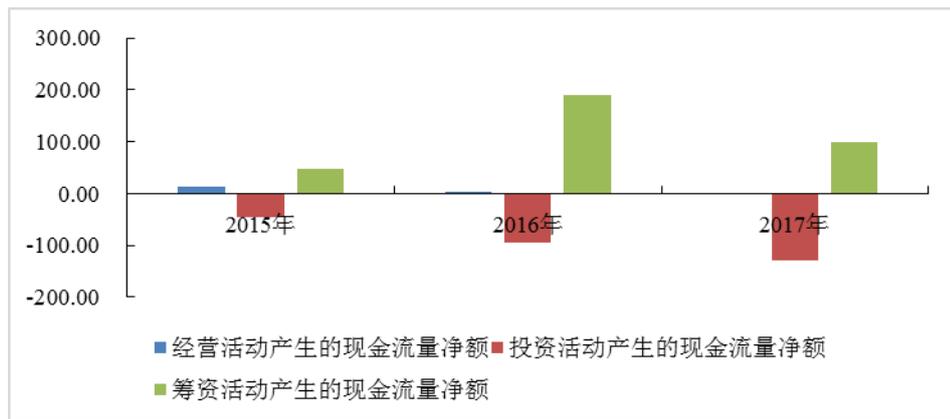
截至 2017 年末，该公司无对合并口径外企业提供担保。但公司下属物资公司作为原告涉及未决买卖合同纠纷多起，涉诉金额共计 2.26 亿元，存在一定或有损失风险。

## (2) 现金流分析

该公司贸易等主营业务资金回笼能力较强，2015-2017 年，公司营业收入现金率分别为 121.54%、130.41%和 392.17%，但受政府补助资金拨付及成本支出规模相对较大等因素影响，公司经营活动净现金流逐年减少，同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 12.38 亿元、3.47 亿元和-0.21 亿元。

该公司轨道交通项目尚处于集中投建阶段，投资性现金流近年持续较大额净流出，且项目后续资金需求仍较大，公司将面临较大的资本性支出压力，2015-2017 年，公司投资性现金净流量分别为-44.65 亿元、-94.56 亿元和-130.51 亿元。公司非筹资性资金缺口主要通过股东增资及外部融资弥补，同期，公司吸收投资收到的现金分别为 48.50 亿元、184.92 亿元和 67.30 亿元，筹资活动产生的现金流量净额分别为 48.44 亿元、189.57 亿元和 99.79 亿元。

**图表 9. 2015-2017 年公司现金流量分析（单位：亿元）**



资料来源：根据厦门轨道经审计的 2015-2017 年财务数据整理、绘制

2015-2017 年，该公司 EBITDA 分别为 5.42 亿元、5.18 亿元和 5.18 亿元。2016 年受益于刚性债务规模大幅减少，公司 EBITDA 对利息支出的保障程度有所提高。

**图表 10. 公司 EBITDA 及经营性净现金流对债务的覆盖情况**

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	2.11	2.64	23.18
EBITDA/刚性债务(倍)	0.10	0.18	0.25
经营性现金流净额(亿元)	12.38	3.47	-0.21
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	76.21	22.14	-1.74
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	18.53	5.27	-0.32

资料来源：根据厦门轨道经审计的 2015-2017 年财务数据整理计算

### (3) 资产质量分析

受益于厦门市国资委的持续增资，该公司资本实力逐年大幅增强，2015-2017 年末，公司所有者权益分别为 139.61 亿元、330.56 亿元和 442.50 亿元，其中实收资本分别为 124.86 亿元、300.00 亿元和 300.00 亿元。同时，随着轨道交通项目建设的不断推进，公司资产规模快速增加，2015-2017 年末，公司资产总额分别为 206.33 亿元、395.43 亿元和 508.92 亿元。

从资产构成来看，该公司资产以非流动资产为主，2015-2017 年末，公司非流动资产占资产总额的比重分别为 76.08%、62.45%和 74.19%。公司非流动资产主要集中于在建工程、其他非流动资产和固定资产，2017 年末占非流动资产的比重分别为 79.29%、9.51%和 9.20%。其中，在建工程主要为在建的轨道交通项目，近年随着轨道交通项目的持续投入，公司在建工程余额快速增加，2015-2017 年末分别为 106.13 亿元、185.21 亿元和 299.13 亿元；公司其他非流动资产主要为预付轨道交通工程和设备款，2015-2017 年末分别为 12.00 亿元、23.47 亿元和 35.96 亿元；公司固定资产主要为房屋及建筑物，2015-2017 年末账面净值分别为 38.46 亿元、37.69 亿元和 34.72 亿元。公司流动资产主要集中于货币资金、存货和其他流动资产，2017 年末占流动资产的比重分别为

76.86%、12.96%和 8.60%。其中，货币资金余额为 100.88 亿元，受限资金为 0.02 亿元，现金比率为 824.78%，公司货币资金储备充裕，可对即期债务偿付提供很强保障；存货 17.01 亿元，其中地铁配套项目的开发成本 14.01 亿元；其他流动资产 11.29 亿元，主要为增值税留抵税额及钢支撑租赁成本。

#### (4) 流动性/短期因素

2015-2017 年末，该公司货币资金余额分别为 34.40 亿元、132.08 亿元和 100.88 亿元，现金比率分别为 179.62%、1086.93%和 824.78%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 289.06%、2755.69%和 9474.09%，公司货币资金储备充裕，可为即期债务偿付提供很强保障。同期末，公司流动比率分别为 257.51%、1219.42%和 1072.87%，速动比率分别为 206.16%、1155.09%和 932.00%，资产流动性较强。

截至 2017 年末，该公司受限资产主要为受限货币资金，账面价值 0.02 亿元，全部为银行承兑汇票及保函保证金。

### 3. 公司盈利能力

该公司目前营业收入主要来源于贸易业务，2015-2017 年，公司分别实现营业收入 32.43 亿元、29.22 亿元和 5.01 亿元，综合毛利率分别为 0.84%、2.03%和 -31.10%。为防控风险，公司 2017 年主动对贸易业务规模进行了收缩，受此影响，公司营业收入同比大幅下滑 82.85%。此外，贸易业务收入的下滑使具有公益属性而呈亏损的快速公交（BRT）业务收入占比上升，致使公司 2017 年营业毛利发生亏损。未来随着在建轨道交通项目的陆续投运，轨道交通票款收入将成为公司的另一收入主要来源，但同时受固定资产折旧增加影响，公司主营业务盈利能力预计仍较弱。

该公司负责投建的轨道交通项目融资需求大，但目前项目均处于建设期，利息支出予以资本化，财务费用规模较小，期间费用以管理费用和销售费用为主，期间费用率处于较低水平，2015-2017 年，公司期间费用分别为 0.71 亿元、0.72 亿元和 0.45 亿元，期间费用率分别为 2.20%、2.45%和 9.08%。随着在建轨道交通项目的投运，公司财务费用预计将持续增加，期间费用对利润的侵蚀程度将有所加重。

该公司主营业务盈利能力偏弱，且近年贸易业务相关坏账损失规模相对较大，净利润水平主要依赖于政府补助。2015-2017 年，公司资产减值损失分别为 3207.20 万元、7658.03 万元和 3608.52 万元，营业利润分别为 -0.80 亿元、-0.93 亿元和 -0.79 亿元，政府补助分别为 5.22 亿元、5.07 亿元和 6.63 亿元，净利润分别为 4.35 亿元、4.04 亿元和 4.21 亿元。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司是厦门市轨道交通投资建设及运营管理的唯一主体，区域地位突出。公司负责投建的轨道交通 1 号线已于 2017 年底试运营，未来轨道交通运营业务将对公司营业收入和经营性现金流带来良好补充。此外，公司配备了轨道交通项目沿线的较优质资源，未来开发具备较大潜力。近年来，公司持续获得较大规模厦门市财政拨付的轨道交通项目资本金，资本实力逐年较大幅提升，负债率已降至很低，且公司债务期限结构合理，货币资金储备充裕，即期债务偿付保障程度很高。

### 2. 外部支持因素

该公司作为厦门市轨道交通投资建设及运营管理的唯一主体，能持续得到厦门市政府在资本金注入及政府补贴等方面的大力支持。此外，公司与各大金融机构建立了长期良好的合作关系，间接融资渠道畅通，截至 2017 年末，公司本部共获得银行授信总额 506.51 亿元，尚未使用额度 497.51 亿元。

## 本期债券偿付保障分析

### 1. 股东支持力度大

该公司作为厦门市轨道交通投资建设及运营管理的唯一主体，职能定位明晰，能持续得到厦门市政府在资本金注入、资产及资源划拨及政府补贴等方面的大力支持。2015-2017 年，公司分别获得政府补助 5.22 亿元、5.07 亿元和 6.63 亿元。截至 2017 年末，公司累计获得厦门市政府划拨资本金 307.45 亿元。

### 2. 项目投运后可产生较稳定的收入和经营性现金流

该公司负责投建的轨道交通项目具有显著的社会及经济效益，区域地位突出，项目投运后可有效缓解厦门市交通压力。厦门市是东南沿海重要的中心城市、港口及旅游城市，人口净流入量较大，轨道交通项目投运后客流量保障程度相对较高，能为公司带来较稳定的收入及经营性现金流。

## 评级结论

该公司是厦门市轨道交通投资建设及运营管理的唯一主体，区域地位突出，能持续得到厦门市政府在资金和资源等方面的大力支持。目前除轨道交通 1 号线已于 2017 年年底开通试运营外，公司负责投建的轨道交通项目均处于在建阶段。公司目前营业收入主要来源于钢材等商品贸易业务，业务盈利能力

偏弱，利润实现对政府补助依赖度高。未来公司拟通过轨道交通项目沿线土地等资源综合开发实现项目的资金平衡。

近年来，随着轨道交通项目建设的推进，该公司外部融资需求有所增加，但受益于厦门市国资委的持续大额增资，公司资本实力显著增强，资产负债率逐年下降。公司目前债务结构合理，货币资金储备充裕，外部融资渠道通畅，整体债务偿付保障程度很高。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年6月30日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

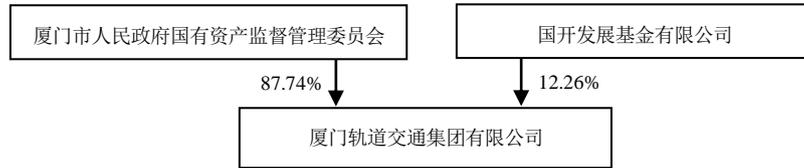
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

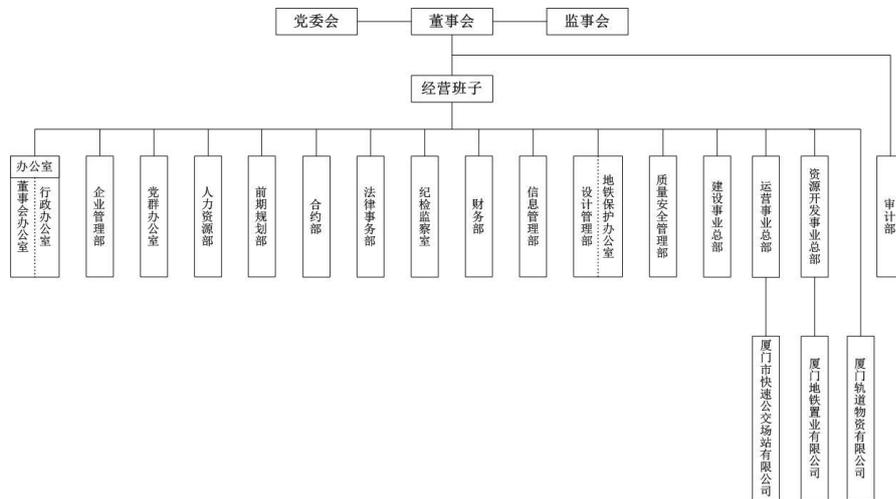
公司与实际控制人关系图



注：根据厦门轨道提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据厦门轨道提供的资料绘制

## 附录三：

## 公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润 <sup>7</sup>	经营环节现金净 流入量 <sup>8</sup>	
厦门轨道交通集团有限公司	厦门轨道	本部	轨道交通投资、融资、开发建设、运营、维护和经营管理	34.37	401.90	—	4.25	0.76	母公司
厦门轨道物资有限公司	物资公司	100%	供应地铁及配套建设项目的钢材	0.98	1.97	15.95	0.00	0.43	二级子公司
厦门市快速公交场站有限公司	快速公交公司	100%	市内 BRT 系统除车辆运输外的所有票务、站务、设施维护运营	—	39.88	0.08	0.08	-0.11	二级子公司
厦门地铁置业有限公司	地铁置业	100%	房地产开发经营、地铁及沿线开发项目物业管理、企业管理资源、自有房地产经营活动等	—	0.10	—	-0.00	-0.00	二级子公司

注：根据厦门轨道提供资料整理

<sup>7</sup> 2017 年，物资公司实现净利润 18.99 万元，地铁置业实现净利润-293 元。

<sup>8</sup> 2017 年，地铁置业实现经营环节现金净流入量-293 元。

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额[亿元]	206.33	395.43	508.52
货币资金[亿元]	34.40	132.08	100.88
刚性债务[亿元]	53.61	5.10	35.54
所有者权益[亿元]	139.61	330.56	442.50
营业收入[亿元]	32.43	29.22	5.01
净利润[亿元]	4.35	4.04	4.21
EBITDA[亿元]	5.42	5.18	5.18
经营性现金净流入量[亿元]	12.38	3.47	-0.21
投资性现金净流入量[亿元]	-44.65	-94.56	-130.51
资产负债率[%]	32.34	16.40	12.98
长短期债务比[%]	248.13	432.64	439.65
权益资本与刚性债务比率[%]	260.41	6477.37	1245.10
流动比率[%]	257.51	1219.42	1072.87
速动比率[%]	206.16	1155.09	932.00
现金比率[%]	179.62	1086.93	824.78
利息保障倍数[倍]	1.77	2.17	19.34
有形净值债务率[%]	47.85	19.63	14.93
担保比率[%]	0.00	0.00	0.00
毛利率[%]	0.84	2.03	-31.10
营业利润率[%]	-2.45	-3.19	-15.72
总资产报酬率[%]	2.64	1.41	0.96
净资产收益率[%]	4.12	1.72	1.09
净资产收益率*[%]	4.12	1.72	1.09
营业收入现金率[%]	121.54	130.41	392.17
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	76.21	22.14	-1.74
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	18.53	5.27	-0.32
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-198.64	-581.18	-1071.01
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-48.29	-138.44	-199.76
EBITDA/利息支出[倍]	2.11	2.64	23.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.18	0.25

注：表中数据依据厦门轨道经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录六：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除AAA级、CCC级（含）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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级、CCC级（含）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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。